

# グローバル・リスク・ウォッチ Vol.8

## 風が支配するグローバル金融市場の向かう先 他

=====

<<index>>

1. 風が支配するグローバル金融市場の向かう先(大山)
  2. [最終局面を迎えた？ TBTF 問題の解決に向けた取組み\(岩井\)](#)
  3. [12 月利上げの可能性が再浮上\(祖父江\)](#)
  4. [セミナー最新情報\(2015 年 11 月時点\)](#)
- =====

### 1.マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

#### 風が支配するグローバル金融市場の向かう先(有限責任監査法人 トーマツ リスク管理戦略センター長 大山剛)

米国の FRB(連邦準備制度)は、FOMC(連邦公開市場委員会)内での意見対立を乗り越え、どうやら 12 月利上げの方向性を固めたようです。10 月の FOMC 後のステートメントや、その後のイエレン議長、フィッシャー副議長、ダドリーNY 連銀総裁の講演、そしてさらには 11 月初に公表された好調な雇用指標等が、利上げが秒読みになったことを強く示唆しています。そのような中で、不思議な静けさが訪れているのが、エマージング諸国の為替市場です。金融市場の米国利上げの見方が、来年以降から本年 12 月に大きく切り替わった 10 月末以降、多くのエマージング諸国の通貨は、これまで続けてきた対ドルでの為替安基調から一転して、横這いかむしろ強含む動きさえみられます。本来米国の利上げは、他の諸国との金利差拡大から、エマージング諸国からの資本流出及び米国への資本流入を招き、エマージング諸国の通貨を一層弱くするはずなのですが、これは一体どういうことなのでしょう？

一つの解釈は、これまでの米国の金融政策に係る「不確実性」を材料に、市場が散々エマージング諸国の通貨を売った後、足許ではその不確実性が減じたために、行き過ぎた売りの修正が入ったというものです。こうした展開は、実は以前から、一部エマージング諸国の中央銀行幹部が指摘していました。彼らに言わせれば、「米国が早く利上げを決定してくれた方が、不確実な状態がいつまでも続くより、自国の為替市場安定のためにはプラスになる」と。もっとも、米国の 12 月利上げがエマージング諸国にもたらす影響が全て、既に市場に織り込まれていると考えるのは時期尚早です。中国を含め、多くのエマ

ージング諸国の成長減速には、足許に至るまでも改善の兆しがみえません。むしろ、中国における遊休稼働資産や過剰雇用といった不均衡が是正される目立った動き(例えば、資本ストック調整や不良債権処理、雇用調整等)がみられない中で、本格的調整(秩序ある形で進むか否かは別として)はむしろ先に控えているとの見方も増えています。この場合、中国発のコモディティ・サイクルに乗って伸びて来たその他のエマージング諸国が影響を受けないとは考えにくいです。このように、仮に米国が12月の利上げを最終決定した場合のエマージング諸国への影響は、グローバル投資家のポートフォリオ・リバランスを通じて、その後もじわじわと拡大する蓋然性は相応に高いといえます。

米国における12月利上げがもたらす影響は、当然ながら、EUや日本等の先進諸国、そして米国自身にも及びます。米国とEUは共に、マクロ経済が比較的な堅調な状況にありながら、循環的強さを重視するFRBと構造的弱さを重視するECB(欧州中央銀行)間で真逆の金融政策がとられる可能性が出てきており、これが再び金融市場の不安を高めることも考えられます。また米国経済自身が、エマージング諸国減速の圧力を今後も強く受ける中で、利上げというダブルの向かい風に耐えることが出来るのかも要注目です。

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ 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ビジネス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、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー等を提供しています。また、国内約40都市に約8,500名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)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)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界150を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約220,000名を超える人材は、“making an impact that matters”を自らの使命としています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにその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の関係会社のひとつまたは複数を指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は[www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about)をご覧ください。

本資料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、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。