Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 6

2026 年 2 月 4 日

ユーロ高が ECB の利下げを促すのか

近時、ユーロ為替相場は 1 ユーロ＝1.20 米ドルを上回る水準で取引されるなど力強さが目立っていますが、このユーロ高が示唆するものは、「欧州の全てが上手く回るようになった」ということより、為替市場で新たな「ナラティブ」が浸透しつつある為だと考えられます。つまり、米ドルに長年恩恵を与えてきたと見られる政治的・制度的支柱そのものに綻びが顕在化しつつあるのではないかと考えています。

欧州で「米国リスク」への議論が勢いを増していることの証しは、普段あまり金融市場で目立った行動を取らない投資家層、つまり国債の投資家における動静に特に表れていると思われます。例えば、北欧の機関投資家の間では、足元で米国債保有を削減したり、或いは完全に米国債投資から撤退したりする動きが見られます。こうした動向は、金額ベースでは、「地殻変動」というほどの規模ではありませんが、投資家が資産間のアセット・アロケーションを判断する際のロジックが、純粋な利回り比較から、従来の制度やレジームに対する信認へとシフトしつつあることを示すものと考えられます。

この文脈で重要なのは、投資判断基準の変化が個々の為替取引レベルではなく、投資委員会による組織的な意思決定のダイナミクスで起きていることだと思われます。欧州の投資委員会レベルが、財政動向や地政学リスク、中央銀行の独立性等の枠組みといった政治リスクを再評価し始めれば、今後も同様の意思決定が相次ぐ可能性が高いと考えられ、その場合、長期に亘って構造的に米国に向かっていた投資資金が再び欧州へ還流してくる可能性を念頭に置く必要があると思われます。米国財務省が公表する外国保有者調査（2024 年 6 月時点）を見ると、欧州による米国資産の保有額は巨大で、もし前述のように戦略的な米国資産の削減が起きれば甚大な影響が及ぶ規模であることが分かります：

- 米国株式：約 8.1 兆ドル（外国保有の約 50%）
- 米国国債：約 3.0 兆ドル（同 35%以上）
- 米国社債：約 2.5 兆ドル（同 55%程度）

足元で起きているユーロ高は、短期的な「リスクオフ取引」などではなく、むしろ、資産構成における大規模なリバランスが起きる可能性に対して、最近の為替レートが敏感に反応している結果と考えられます。取りも直さず、こうした状況は、米ドルが長きに亘り、基軸通貨であるがゆえに享受してきた為替市場における制度的アンカーとしての地位を徐々に失い始めており、今後は米ドルといえども、為替市場の一部として通貨間のバリュエーション評価に晒される方向に向かう一環であろうと捉えています。

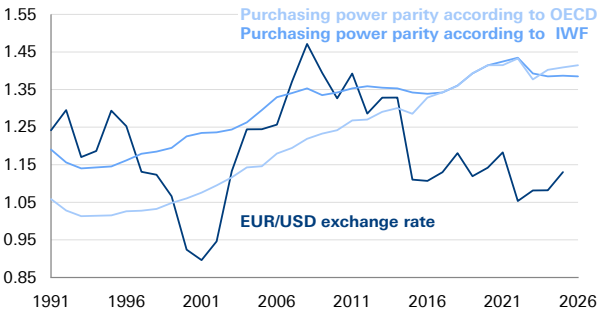
ユーロはどこまで強くなるか

購買力平価は、一物一価の法則に基づき、為替レートが各国の物価水準を均衡させる方向に動くという考え方の為、将来の為替レートの動向を予想するうえで有効ではないかと考えています。但し、購買力平価は「方向」を示すコンパスとしての尺度であり「速度」を示す尺度ではない点に留意が必要です。

米国は、依然として世界的なイノベーションの中心であり、株式投資家にとって魅力的な投資対象市場である可能性が高い為、当面は米国からの大規模な資本流出が起きることは考え難いと見られますが、それでも、ユーロの対米ドル為替レートが年内に購買力平価の水準に近づく可能性は十分にあると考えています。

経済協力開発機構（OECD）と国際通貨基金（IMF）によると、米国とユーロ圏の消費者物価が均衡する水準は、概ね 1 ユーロ＝1.35～1.40 米ドルのレンジの範囲で試算されており、当該レンジを基準に為替レートの水準を推し量ると、足元のユーロの対米ドル為替レートは依然として割安で上昇余地があると考えられます。
メッツラーでは 2025 年 11 月に、2026 年末の為替レートを 1 ユーロ＝1.225 米ドルと予測していましたが、最近の予想では、1 ユーロ＝1.30 米ドル に向かう可能性が高まっていると考えています。

ユーロ：上昇してもなお割安
（購買力平価はドイツをユーロ圏の代替として使用）



出所：OECD、IMF、Metzler　　2025 年 12 月 31 日時点

欧州中央銀行（ECB）にとって重要なのは、ユーロの対米ドル為替ではなく、むしろ主要貿易相手国の通貨を加重平均した指標である名目実効為替レートであると思われます。

ECB の計量モデルを解釈すると、ユーロの名目実効為替レートが 10%上昇すると、インフレ率は年間 0.2～0.3 ポイント低下し、GDP 成長率は年間 0.2～0.5 ポイント低下することが示唆されており、ユーロ高がユーロ圏経済に多大な影響を与える可能性が留意されます。

2025 年 2 月 27 日～2026 年 1 月 27 日の期間で、ユーロの名目実効為替レートは約 7% 上昇しました。これは、同期間に中国との不公正競争や米国との貿易摩擦への対応に苦慮していた欧州輸出企業にとって更なる追い打ちを掛けた可能性があると思われます。先週、ドイツ政府が、主に外需の悪化を理由に 2026 年の経済成長率見通しを約 1.3%から約 1.0%に下方修正したこともあり、ユーロの対米ドル為替レートは、ECB の金融政策にとって我慢の限界、即ち、利下げを敢行せざるを得ない水準に徐々に近付いている可能性があると思われます。

一方、2026 年 1 月の購買担当者指数（PMI）が総じて堅調だったことが分かっており、これにより ECB は当面の間、金融政策の変更には慎重になることも考えられます。また、コアインフレ率も今後数カ月は 2%前後で推移する可能性が高いと見られることから、ECB に積極的な行動を促すシグナルにはならないと思われます。

現時点で、メッツラーは、ECB の政策金利は 2026 年 11 月末まで 2.0% に据え置かれると予想していますが、もしユーロ高が継続するようであれば、利下げの可能性は高まると思われます。英国でも、名目実効為替レートでポンド高が進行すれば、イングランド銀行が 2026 年 3 月以前に利下げを行う可能性もあり得るのではないかと考えています。

米国：焦点は労働市場

今週は 2026 年 1 月の米雇用統計の発表があり、市場関係者の注目を集めていますが、既に公表済みの二つの重要な先行指標の間には矛盾も見られます。

米国では、直近の失業保険申請件数は低下しており、これにより労働市場の安定化が示される一方、消費者調査に基づく労働市場指標（「職が十分」から「職を得るのが困難」を差し引いた値）も低下し、こちらは労働市場の勢いが鈍化していることが示唆される等、相反する動きが見られます。

こうした状況下、今後は失業率に小幅な上昇が見られる場合、FRB にとって年内の追加利下げの根拠となり得る一方、幾つかの先行指標が示唆する堅調な GDP 成長は、生産性の力強い伸びを意味していると考えられます。これらの前向きな要素が、米ドルの下落をある程度抑制していると見られることから、米国は依然として、ダイナミックな生産性の伸びを根拠に、株式投資家にとって魅力的な市場であり続けるだろうと考えています。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W26-003