

## market:update

Capital Markets Outlook, Week 40

2026年10月6日

## ユーロ・円の為替レート動向

概して、為替レートを見る際、自国通貨の対米ドル・レートに注目が集まると思われそうですが、主要貿易相手国と比べて自国製品がどの程度割高かを示す「実質実効為替レート」という概念も重要だと思われそうです。これは、二国間の為替レートを各々の貿易相手国の重要度に応じて加重平均し、さらに物価の差に基づく調整を施すことで算出され、この指数が上昇した場合は「実質的な通貨高」を意味し、国内製品が相対的に割高になって価格競争力が低下することになります。

この実質実効為替レートの指数は、ユーロ／米ドルのような単一の為替レートに比べて、より広汎で実態経済に照らして意味のある全体像を示すものと考えられます。一方、この算出結果は、どの物価指数やコスト指数を採用するかによって左右され、国内企業が同時に生産性や品質、技術力、ブランド力等を向上させている状況では、実質的な通貨高が、必ずしも競争力の低下を意味しないことに留意が必要です。

歴史的に、実質実効為替レートは非常に緩やかな速度で均衡水準へと戻る傾向（平均回帰性）があることが知られています。ここでは、名目為替レートに加え、貿易、物価、賃金等の要素も重要な調整メカニズムとして機能しますが、実質的な通貨高が進むと、国内製品が外国製品に対して割高になる為、輸出が後退する傍ら、輸入が増加する傾向となります。これにより、生産や雇用、さらには賃金や物価の勢いが抑制される為、国内のインフレ率が海外のインフレ率を下回り、実質的な通貨安へと向かう傾向が観察されます。同時に、成長が停滞し、政策金利が低く保たれる状況下では、名目ベースでも通貨安が進むことがありますが、実質実効為替レートが均衡水準を下回っている場合は、概ね逆方向の調整圧力が働く傾向が観察されます。

## ユーロ相場は顕著な過大評価

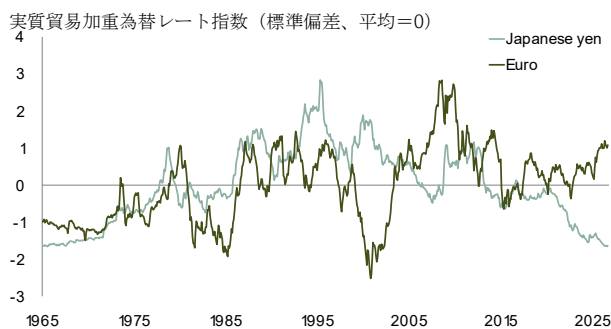
現在、ユーロの実質実効為替レートは、1965年以降の平均を約1標準偏差上回る水準にあると見られます。2007年から2010年頃にかけての時期を除けば、歴史的にこの水準はユーロ相場の高値となるのですが、しばしば観察されてきましたが、とりわけ、近時のユーロはアジア諸国の通貨に対して過大評価されていると見られます。一部の国際機関が用いる予測モデルの試算によると、例えば中国の人民元は対ユーロで30%以上も過小評価されているとの結果が示されています。

現在、殆どの為替レートモデルでは、日本円、韓国ウォン、台湾ドル等が大幅に過小評価されていると試算されていますが、こうした背景を考慮すると、欧州やドイツの製造業が世界市場で大幅にシェアを落としていることは、さほど意外なことではないと思われそうです。例えば2025年、ユーロ圏のGDP成長率は1.5%を記録しましたが、内訳として海外貿易は成長率に対して約-0.7パーセントポイントのマイナス寄与でしたが、一方、内需は約2.2パーセントポイントのプラス寄与という状況だったことが分かっています。

こうした状況下、ユーロ圏経済は、欧州委員会が発表した経済信頼感指数（ESI）において、近時の改善基調に一服感が見られましたが、足元のユーロ圏の経済成長は、政府支出の事実上の拡大による恩恵を受けているドイツによって牽引される構図が表れています。ユーロ圏における顕著な景気回復の兆しは、歴史的な低水準にある失業率や、再び低下に転じた実質賃金とも時期が重なっていることが留意されますが、この実質賃金の低下は、今後の労使交渉において、より高い賃上げ要求につながる可能性もある他、エネルギー価格の影響により、9月のインフレ率が顕著な上昇を示す可能性もあります。

こうした背景から、メッツラーは、欧州中央銀行（ECB）が利上げサイクルを継続する蓋然性が高いと見て、2027年第2四半期迄に3.25%の水準に達する可能性があると予想しています。このような見方に基づくと、当面の間、ユーロ相場が大幅に下落するような状況は想定し難いですが、もし、ユーロ高が維持されるなら、潜在的なインフレリスクが抑制されるという側面もあると考えています。

対照的な動きを見せるユーロと円の為替トレンド



出所：国際決済銀行（BIS）、メッツラー

2026年8月31日現在

# market:update

## 円相場は大幅に過小評価

2025 年は、円の実質実効為替レートが歴史的な低水準にある中、日本の経済成長率への海外貿易の寄与度が約-0.35 パーセントポイントのマイナスとなりました。米国の関税政策が主要因であったと考えられていますが、こうした状況は、今年の上半期には大きく変化していると考えられます。日本の経済成長における海外貿易の寄与度が、全体の約 75%を占めるまでの状況となる中で、現在の実質実効円レートは、極端な低水準にあると考えられます。この為、今後は為替レートを平均水準へと押し戻そうとする力が益々強まる可能性が高いであろうと考えています。

目下、日本では、競争力のある為替レートが輸出セクターを後押ししていることに加え、世界的な AI 投資ブームや日本銀行（日銀）の超金融緩和政策の恩恵を益々享受するようになって見られます。今後も、鉱工業生産指数、小売売上高（商業動態統計）、そして日銀短観（全国企業短期経済観測調査）等、各種データにおいて、力強い経済の持続性が読み取れるか、引き続き注目して行きます。

尚、労働市場データ（有効求人倍率や失業率など）では、労働力の余剰がさらに減少し、賃上げ圧力が一段と高まる見通しですが、既に 2026 年 7 月時点で、賃金上昇率は約 2.9%（12 ヶ月移動平均値）と、1992 年以來の最高水準に達していると考えられます。これに加えてエネルギー価格のショックもあり、2026 年 9 月の東京都都区部消費者物価指数は、前年同月比で 2.0%を大きく上回る水準へと押し上げられた模様です。

現在、米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が、日銀よりも速いペースで政策金利を引き上げている環境下では、日本円の名目為替レートが上昇（名目円高）に転じる可能性は極めて低いと考えられます。しかし、もし日銀が現在の超金融緩和政策と、過度に緩慢な利上げペースに固執し続けた場合、日本のインフレ率が貿易相手国の水準を大幅に上回ることで、結果として日本円の「実質的な高騰」が生じるリスクがあると考えています。

## FRB は 10 月に利上げへ

目下、FRB が 10 月に次回の利上げに踏み切り、政策金利の目標レンジを 4.0~4.25%に引き上げると予想しています。米国経済は引き続き驚異的な強さを示しており、AI 投資ブームはさらに加速していると考えられます。

さらに、そのような投資の勢いに加えて、経済の力強さがより幅広い分野へと拡大しつつあります。過去において、こうした環境下では常に労働市場の持ち直しが伴

っていた為、今後の求人数（JOLTS）や米国雇用統計で労働市場の強さが確認されるか、また、そのような労働市場の強さが消費者信頼感指数の改善にも寄与することになるか確認したいと考えています。

景気拡大の勢いが増すにつれて、物価圧力も再び高まる可能性が高いと考えられます。今週発表された 2026 年 8 月のコア PCE デフレーター（食品・エネルギーを除く）は、前年同月比で約 3.0%となりましたが、算出方法の変更に伴う不確実性がいくらか残されている為、結果として、コアインフレ率は 3.0%を下回っている可能性があります。興味深いことに、インフレ率の算出方法が変更される場合は、決まってインフレ率が低くなるようになるものですが、根本的な見方として、FRB と ECB の双方において、両中央銀行が現在市場に織り込まれているよりも大幅に政策金利を引き上げざるを得なくなるリスクがあると考えています。

中国もまた実質実効為替レートが極端な低水準にあると考えられていますが、こうした状況は、国内のデフレ傾向によってさらに助長され低下し続けていると思われる。現状、中国においては、実質実効為替レートを平均水準へ回帰させるような調整プロセスはまったく観察されませんが、その理由として、中国政府が大規模な為替介入を行い、名目為替レートを低く維持していることが挙げられます。また、他方では、家計から企業への大幅な所得移転が起きていると見られ、これが「需要の弱さと供給の強さ」を生み出し、結果としてデフレ傾向を引き起こしていると考えられます。



メツラー・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

# market:update

- 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ます。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ます、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 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 資産運用業協会

W26-034