

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2025 年 10 月 3 日

主要先進国・新興国 30 通貨の最近の動向と水準・長期趨勢の評価 ～実質均衡為替レートの簡易的な推定による検証～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
橋本 将司
masashi_hashimoto@iima.or.jp

目次

<要旨>	2
<本文>	3
はじめに	3
1. 最近の主要先進国・新興国通貨の動向・対米ドル上昇率	3
(1) 2025 年の動向.....	3
(2) コロナ後のドル高が開始された 2021 年以降の動向	5
2. 主要先進国・新興国通貨の水準及び長期趨勢の評価	6
(1) 為替レート水準評価の様々な手法	6
① 絶対的購買力平価	6
② IMF による External Sector Report	7
(2) 簡易的な実質均衡為替レートの推定による水準及び長期趨勢の評価	8
① 実質実効為替レートの移動平均についての考え方	8
② 日本円・米ドル・ユーロの水準及び実質均衡為替レートの趨勢の評価	10
③ 全体の水準評価	11
④ 全体の実質均衡為替レートの趨勢についての評価	13
3. まとめ	14
<その他の通貨の実質実効為替レートと実質均衡為替レート>	15

＜要旨＞

- 本稿では、主要な先進国通貨、及び新興国通貨 30 通貨について、2025 年初来の上昇・下落率などを中心に最近の動向を概観した。また、30 通貨の実質実効為替レート（10 年中央移動平均線（前後 5 年）を、各通貨の実質均衡為替レートの簡易的な推計値と見なし、その長期趨勢の動向や足元の実勢レートとの乖離率からどの通貨が割高・割安かについて比較・検証を行った。
- 為替レートの大局的な変動は、構造的なファンダメンタルズ要因を体現する均衡為替レートの趨勢と、それを中心にした大局的な数年単位のサイクルにより形成されている。移動平均線を使用することにより、こうした数年単位のサイクルの中心を通る均衡為替レートの趨勢を、為替レートの値動きそのものから簡易的に推定することを試みた。実質均衡為替レートに焦点を当てるため、分析対象は実質実効為替レートとし、一般的な為替レートのサイクル期間を考慮して、各時点の前後 5 年、全体で 10 年を移動平均の計測期間とした。
- 2025 年の為替市場では、年初から米ドルが下落基調である中、ロシア・ルーブルを筆頭に、ハンガリー・フォリントやスウェーデン・クローナなど欧州通貨の他、ブラジル・レアルなどラ米通貨が堅調に推移。軟調な通貨としては、インフレ率が高いアルゼンチン・ペソなどの他、インド・ルピーなどのアジア通貨が多い傾向。
- コロナ・パンデミック後のドル高が始まった 2021 年以降でみると、スイス・フランやメキシコ・ペソなど、やはり欧州通貨やラ米通貨が堅調。日本円はインフレ率の高いアルゼンチン・ペソ、トルコ・リラに次いで下落している。
- 2025 年 8 月時点の移動平均線からの乖離率でみると、最も割高となったポーランド・ズロチなどの東欧通貨を含む欧州通貨や、メキシコ・ペソを始めとしたラ米通貨など、2021 年頃からの米ドル高局面の中でも相対的に堅調に推移して来た通貨が割高となっている。一方、割安な通貨にはアジア通貨が多い傾向。国内デイスインフレ圧力が実質ベースの割安要因となった中国人民元が最も割安となり、2022 年にかけて大幅に下落した日本円がこれに続いている。日本円の割安率（9.1%）と米ドルの割高率（2.9%）を用いて、8 月時点のドル円相場の名目均衡為替レートをラフに求めると、131.28 円となる。尚、今回割高と判定された通貨は、仮に反転下落した場合は大きく下落する一定のリスクがある一方、反転下落し易いとは限らず、構造要因の改善傾向を反映しつつある可能性にも留意する必要がある。
- 実質均衡為替レートの最近の趨勢をみると、米ドルが上昇基調、日本円が下落基調、ユーロが横ばい基調にある。全体では国内産業がグレードアップしたり、適切なマクロ経済政策や比較的恵まれたファンダメンタルズなどにより、先行き経済見通しが改善している通貨の実質均衡為替レートが趨勢的に上昇する傾向があった。

<本文>

はじめに

為替市場では、2020 年代に入りコロナ・パンデミックやロシアによるウクライナ侵攻などを契機として、円相場を中心に為替レート的大幅な変動がみられて来た。本稿では、主要な先進国通貨と新興国通貨の最近の動きや強弱を概観すると共に、各通貨の実質実効為替レートの長期趨勢を実質均衡為替レートの代理指数と見なし、その動向や足元どの通貨が割高・割安とみられるかを検証した。

1. 最近の主要先進国・新興国通貨の動向・対米ドル上昇率

(1) 2025 年の動向

2025 年の為替市場は、全体としては米ドル安基調で推移して来た（第 1 図）。第二次トランプ政権発足前までは、トランプ政権による景気刺激的な政策への期待などから、いわゆるトランプ・ラリーとそれによる米ドル高がみられていた。しかし、2025 年 1 月に実際に政権が始動すると、米国による諸外国に対する高率の関税政策や FRB への利下げ要求などが米経済に与える悪影響が嫌気され、米ドル安局面へ転換した¹。7 月に入ると、月初に発表された 6 月分米雇用統計の上振れから FRB の利下げ期待が後退して米ドルは約 1 ヶ月反発したものの、8 月以降は逆に雇用統計の下振れが続き、FRB による 9 月 FOMC での利下げ再開を経て米ドルは安値圏でのみみ合いとなっている。

第 1 図：米ドル名目実効為替レート(2024 年 9 月～)

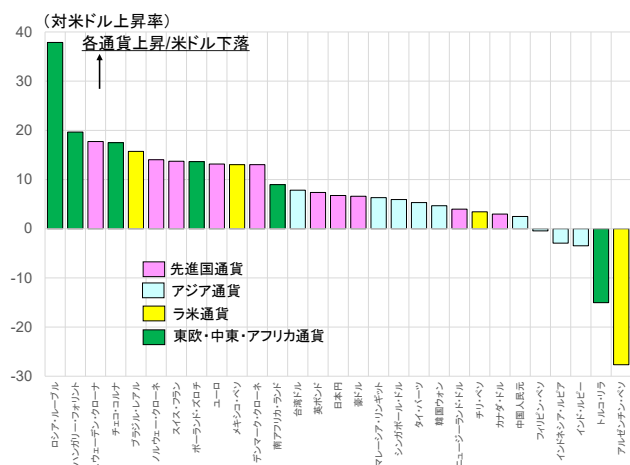


(資料) Bloomberg より筆者作成

¹ 4 月 2 日のトランプ政権による相互関税発表を挟んだ為替市場の動向については、[7 月 18 日付国際通貨研レポート「相互関税延期 90 日後のドル円相場の現状と今後～関税の打撃を克服しつつある？ドルと打撃が効き始めた円～」](#)などを参照。

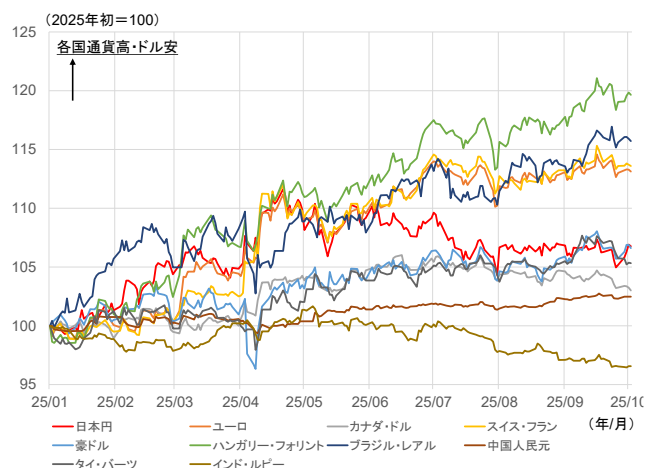
主要な先進国通貨と新興国通貨の、2025年初来の対米ドル上昇・下落率（名目為替レートベース）をみると、多くの通貨が米ドルに対して上昇している（第2図）。最も上昇したロシア・ルーブルは、ロシア中銀が政策金利を年初時点で21%まで引き上げるなどインフレ抑制・通貨防衛策を行っていた中、トランプ政権の発足で米国の対ロ政策がバイデン政権時よりも融和的になるとの期待も相俟って、2024年後半の大幅下落の反動と2025年以降の米ドル安の流れも手伝って、特に大幅な上昇となった。

第2図：各通貨対米ドル上昇率(2024/12/31→2025/10/2)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第3図：主な通貨対米ドル相場推移(2025/1/1→2025/10/2)



(資料) Bloomberg より筆者作成

ロシア・ルーブル以外では、ハンガリー・フォリント、スウェーデン・クローナ、スイス・フラン、ユーロなど、欧州通貨が相対的に堅調な傾向がある。3月にドイツを中心にインフラ投資や防衛費の大幅な増額を表明したことが、先行き欧州経済の好転要因として好感されたことも相俟って、米ドルに次ぐ第二の通貨であるユーロが、米ドル安相場の受け皿になり堅調に推移。地域基軸通貨でもあるユーロの堅調な推移は、連動しやすい周辺通貨の支援材料にもなったとみられる。さらに4月にトランプ政権が相互関税の発動猶予と諸外国との交渉を表明し世界経済への悪影響が抑制されるとの見方から、世界的に株価が持ち直しに転じ、市場のリスク選好が回復したことも、ハンガリー・フォリントやポーランド・ズロチなど相対的に高金利の欧州通貨の支援材料になった。ブラジル・レアルやメキシコ・ペソといったラ米通貨も、リスク選好・米ドル安相場を背景に相対的高金利であることから選好され易く、2024年の下落の反動という側面もあり、堅調な推移がみられている。

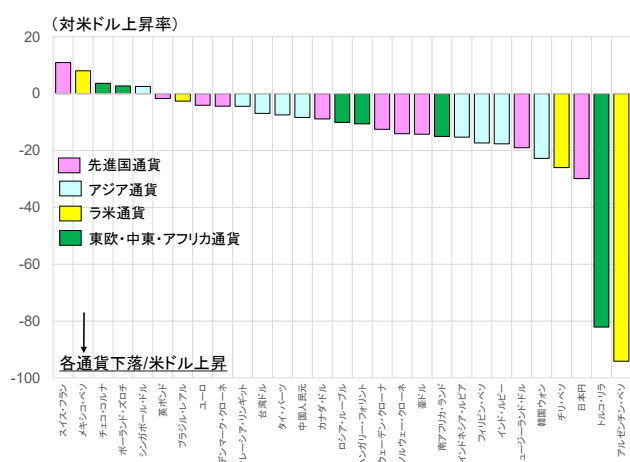
一方、アジア通貨は全般的に対米ドルで伸び悩んでおり、インド・ルピーなどのように下落している通貨もある。こうした中、日本円は4月頃までは米ドル安の受け皿通貨

の1つとしてスイス・フランやユーロと並走して対米ドルで上昇していた（第3図）。もっとも、4月下旬以降は、一転下落に転じた。市場のリスク選好度が高まり低金利通貨である日本円が下落し易くなったことや、相互関税を受けて日銀の追加利上げ見通しが後ずれしたこと、さらには7月参議院選を挟んで財政問題が嫌気されたことなどがその背景となった。

（2）コロナ後のドル高が開始された2021年以降の動向

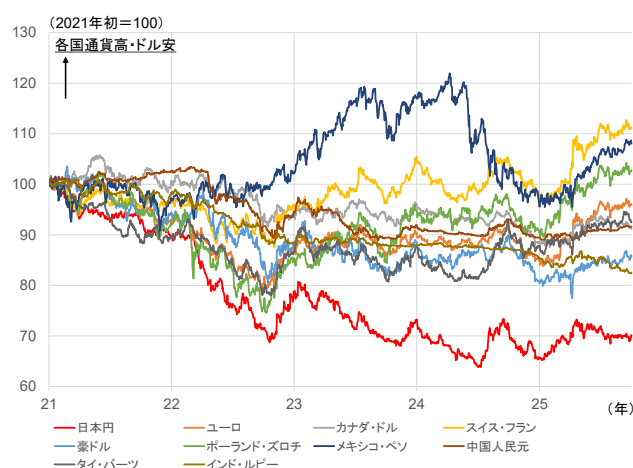
より長めの期間として、コロナ後の米ドル高局面が始まった2021年初から足元までの推移（名目為替レートベース）をみると、多くの通貨が対米ドルで下落している（第4図）。2022年の大幅な円安が進んだ時期を含んでおり、高インフレのアルゼンチン・ペソとトルコ・リラに次いで、日本円が3番目に大きく下落した通貨となっている。全体の傾向としては、スイス・フラン、ポーランド・ズロチ、ユーロなどの欧州通貨が相対的に堅調に推移。メキシコ・ペソやブラジル・レアルと言った中南米通貨も相対的に堅調であり、2025年と類似した傾向がみられている。もっとも、一貫して堅調に推移して来た訳ではなく、欧州通貨はウクライナ紛争が始まった2022年はエネルギー問題などが懸念されて大幅に下落したが、その後の各国中銀による利上げや米ドル上昇モメンタムの低減などを受けて持ち直してきた流れにある（第5図）。アジア通貨はシンガポール・ドル、タイ・バーツなど相対的には底堅く推移したグループと、インド・ルピー、フィリピン・ペソなど相対的に軟調なグループに分かれている。

第4図：各通貨対米ドル上昇率(2020/12/31→2025/10/2)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第5図：主な通貨対米ドル相場推移(2021/1/1→2025/10/2)



(資料) Bloomberg より筆者作成

2. 主要先進国・新興国通貨の水準及び長期趨勢の評価

以上のように 2021 年以降、対米ドルの名目為替レートでみて、日本円のように約 30% も下落した通貨がある一方、スイス・フランのように約 10% 上昇した通貨もある。こうした大幅な変動を受けて、主要先進国・新興国通貨の割高・割安といった水準評価は現状どうなっているのだろうか。本来通貨の水準感の検証は均衡為替レートとの比較により行われる。しかし、均衡為替レートを多通貨について正確に推計するのは必ずしも容易ではない。

(1) 為替レートの水準評価の様々な手法

① 絶対的購買力平価

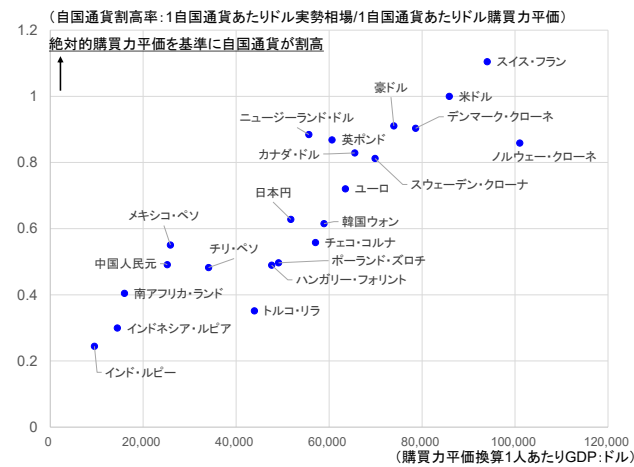
例えば、足元の各通貨の割高・割安を検証する方法として、OECD が公表している絶対的購買力平価を使用する方法はどうだろうか。確かに絶対的購買力平価は各国の同じ商品の価格を比較・集計して推計されており、基準時点の取り方に水準が左右される相対的購買力平価と比べて、水準自体に意味を持つ。しかし、いわゆるバラッサ・サミュエルソン効果から、輸出産業の労働生産性の高い豊かな（低い貧しい）国ほど物価水準は高く（安く）なり、購買力平価水準には自国通貨安（高）バイアスがかかり易い²。このため、絶対的購買力平価水準を基準にして現在の自国通貨の相場水準の割高・割安を検証すると、輸出産業の労働生産性が高い豊かな（低い貧しい）国ほど、実勢の自国通貨の相場水準の評価に割高（割安）のバイアスがかかり易くなる³。

第 6 図は、主要国について、縦軸に絶対的購買力平価を基準にした実勢為替レートの評価、横軸に労働生産性水準の代理変数として一人当たり GDP 水準を取ったものだ。全般的に右上がりの相関があり、一人当たり GDP 水準の高い国ほど、絶対的購買力平価に基づく実勢の為替レート水準評価は割高になっている。つまり、数年単位の為替レートの変動により生じる割高・割安率よりも、各国経済の発展段階の差に伴って生じる構造的な割高・割安率が支配的になってしまう。

² 輸出品（貿易財）は国際的な裁定効果が働いて一律の国際価格で販売されるが、労働生産性の高い国はその分高い賃金が支払われて人件費が上がり、（輸出産業ほど労働生産性の国際格差が大きい）国内産業（非貿易財）の価格がその分高くなるため、物価水準全体が高くなる。物価水準が高くなるということは、それだけその通貨の購買力が低下することを意味するため、物価水準が高い国の購買力平価には、自国通貨安のバイアスがかかる。

³ 輸出産業の労働生産性が高い国ほど購買力平価に自国通貨安バイアスがかかるため、そのような自国通貨安バイアスがかかっている購買力平価を基準にして算出した実勢の為替レートの評価は、割高方向へのバイアスがかかることになる。

第 6 図: PPP 対比の自国通貨割高率と 1 人あたり GDP



(注) 2024 年時点。但し、1 人あたり GDP は、ユーロ、中国人民元、南アフリカ・ランドは 2023 年分、インド・ルピー、インドネシア・ルピアは 2022 年分を使用。
(資料) Bloomberg, OECD より筆者作成

② IMF による External Sector Report

また、IMF が毎年 1 回公表している External Sector Report (ESR) では、主要国について、IMF が望ましいと考えるマクロ経済政策を前提にした構造的な経常収支（対 GDP 比）と、それに対応する実質実効為替レート水準（対象年の実際の実質実効為替レート水準の年間平均との乖離率）を公表している（第 7 図）。広範囲にわたるファンダメンタルズを反映させて推計した均衡為替レートの 1 つとみることができる。但し、例えば本来経常黒字をもう少し低水準とするべきなどといった、IMF が望ましいと考えるマクロ経済の状態やそれを実現するための政策が前提となっており、IMF の規範的な判断が入っている面がある。尚、日本円の場合、直近 2025 年版 External Sector Report の評価対象年である 2024 年において、円の実質実効為替レートの年間平均は 3.3%の過小評価（割安）、米ドルの評価は 11.9%の過大評価（割高）となっている。2024 年のドル円相場の年間平均 151 円 48 銭も基に、これによる望ましいドル円相場水準をラフに計算すると、129 円 20 銭となる。

第 7 図: IMF の 2025 年版 ESR による主要国の為替レート水準の評価

(%)

米ドル	日本円	ユーロ	英ポンド	カナダ・ドル	豪ドル	スイス・フラン	スウェーデン・クローナ	韓国ウォン	シンガポール・ドル	インドネシア・ルピア
+11.9	-3.3	-3.1	+6.5	+6.6	+10.7	+11.5	-14.7	-2.4	-10.2	-1.6
インド・ルピー	マレーシア・リンギット	タイ・バーツ	中国人民元	南ア・ランド	トルコ・リラ	ブラジル・レアル	メキシコ・ペソ	アルゼンチン・ペソ	ポーランド・ズロチ	ロシア・ルーブル
-7.9	-3.7	-1.8	-8.5	+2.5	+5.2	+7.6	-4.1	+12.2	-4.8	-1.7

(注) プラスは過大評価(割高)、マイナスは過小評価(割安)を表す。実質実効為替レートの 2024 年年間平均に対する評価。
(資料) IMF

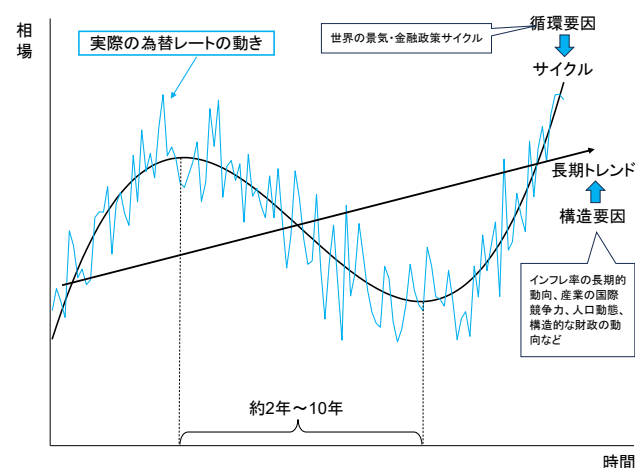
(2) 簡易的な実質均衡為替レートの推定による水準及び長期趨勢の評価

以上のような議論を踏まえつつ、本稿では多通貨の水準と共に長期趨勢を評価・検証するために、各通貨の実質実効為替レートの移動平均線を、相場形成の中長期的な構造要因を反映した趨勢、すなわち実質均衡為替レートの代理変数と見なして分析を行った。

① 実質実効為替レートの移動平均についての考え方

為替レートの大局的な変動は、第8図のように構造的なファンダメンタルズ要因を体现する均衡為替レートの趨勢と、それを中心にした大局的な数年単位のサイクルにより形成されていると考えることができる。実質実効為替レートの移動平均線を使用するのは、こうした数年単位のサイクルの中心を通る趨勢を、値動きそのものから推定するという考え方になる。この手法の最大の利点は算出が極めて容易であり、本稿のように簡単に多通貨に分析対象を広げられる点だ。一方、ファンダメンタルズに直接基づいていないため、為替レートが不適切な政策など何らかの理由で長期的に均衡為替レートから乖離している場合（長期的なミスアライメント）や、均衡為替レートに影響を与える経済の構造変化が急激に発生している場合などは、本来の均衡為替レートとの乖離が大きく発生してしまう可能性がある。あくまでも均衡為替レートの代理変数である点には留意する必要がある。

第8図：為替レートの変動メカニズム



(資料)筆者作成

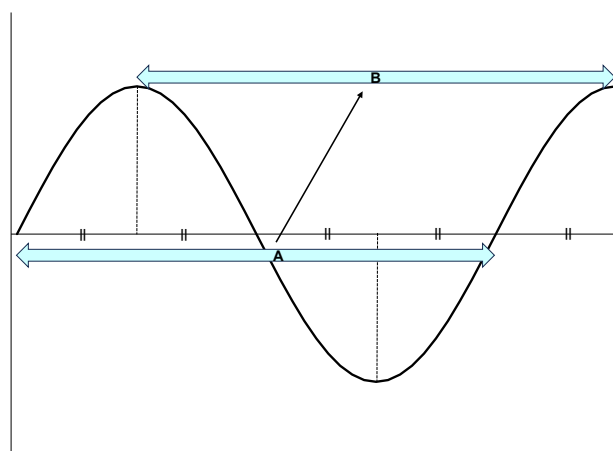
分析対象を実効為替レートとするのは、例えば円相場の水準評価を対米ドル相場（つまりドル円相場）で評価した場合、円のみの水準評価と共に、米ドル自体の水準評価も半々で含まれることになり、米ドルの評価も色濃く入ってしまうことになる。この点、

実効為替レートを使用することによって、円相場の多通貨に対する平均的な水準評価をみることができる。但し、実効為替レートは、評価基準になる通貨ウェイトが貿易シェアなどによるため各通貨によって一定ではないことから、厳密には各通貨の間で基準が一定でない点には留意する必要がある。

また、名目実効為替レートではなく実質実効為替レートを使用するのは、為替レートの割高・割安は、名目為替レートの変動だけではなく、インフレ率の変動からも発生する場合があり、それを含めて捉えることができるためである。また、実質実効為替レートの趨勢的な変動は、内外インフレ格差要因を除いた構造的なファンダメンタルズ要因（国際競争力や人口動態などの実体経済要因）の相対的な変化を反映していると考えられ、それにフォーカスして捉えることもできるためである。

移動平均線は、10年移動平均で前後5年のデータに基づく中央移動平均を使用した。移動平均の期間としては、第9図のようにサイクルを持つデータの場合、そのトレンドを捉えるには、Aで示されているようにサイクルの山と谷を1つずつ含む期間が望ましい。図のように各サイクルが均等な部分に分けられる対称な形であるとすれば、これはBのようにある山の頂点から次の山の頂点までの距離とも等しいことになる。過去の円の実質実効為替レートでみると、多少のバラツキはあるものの、この期間がだいたい10年程度となっている。通貨によってバラツキはあるが、計測基準を統一するという意味で、本稿では全ての通貨について移動平均の計測期間を10年とした。後方移動平均ではなく中央移動平均を使用したのは、前者の場合、移動平均が実際のトレンドに遅行する結果、各時点の移動平均線と実勢レートの乖離率が歪みをもってしまうため、それを回避するためだ。

第9図：サイクルと移動平均の計測期間



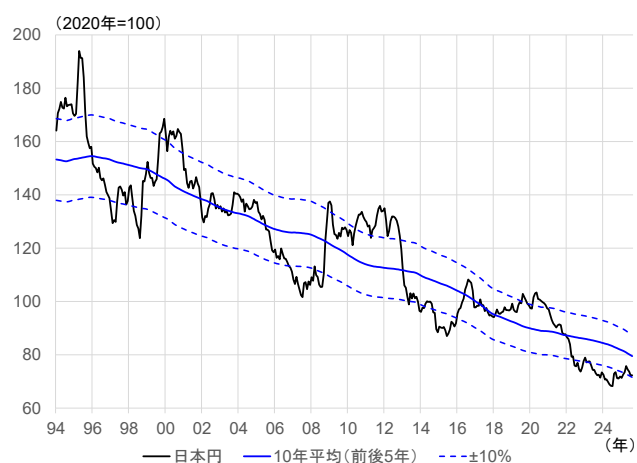
(資料)筆者作成

但し、この場合直近 5 年間の移動平均値は、部分的なデータに基づくものとなってしまう点には留意が必要だ。特に直近値は、過去 5 年のみの移動平均値となっており、今後 5 年の実績推移によって現時点の移動平均値、延いては水準評価に修正がかけられるため暫定値である点には留意が必要だ。尚、実質実効為替レートのデータは、国際決済銀行 (BIS) 公表の広義実質実効為替レートを使用した。広義実質実効為替レートは 1994 年以降のデータであり、1963 年分から公表されている狭義実質実効為替レートと比べてデータ期間は短い、多通貨を対象にできることからこちらを使用した。

② 日本円・米ドル・ユーロの水準及び実質均衡為替レートの趨勢の評価

まず日本円からみると (第 10 図)、実質均衡為替レートの代理指数である 10 年移動平均線は、1994 年以降、ほぼ一貫して下落基調にあり、日本の輸出産業の国際競争力低下などを反映している可能性がある。アベノミクス相場による円安が一服した 2016 年頃から 2021 年頃まで、ドル円相場でみて 100 円～118 円くらいで推移していた時期は、日本円の実質実効為替レートは移動平均線の上方を推移しており割高な水準にあったが、2022 年以降の 120 円や 130 円を超える大幅な円安を受けて、足元までは割安な水準で推移していることになる (第 11 図)。現時点での BIS による最新の実質実効為替レートの発表データである 8 月時点では、10 年移動平均線との乖離率でみた日本円の割安度合いは、9.1%となっている。移動平均線には±10%のバンドを付しているが、日本円は、米ドルやユーロなどの先進国通貨と比べると、大局的にこのバンドを超えてサイクルを形成し易く、相対的にボラタイルに推移する特徴があるようだ。

第 10 図: 日本円の実質実効為替レートと 10 年移動平均



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 11 図: ドル円相場

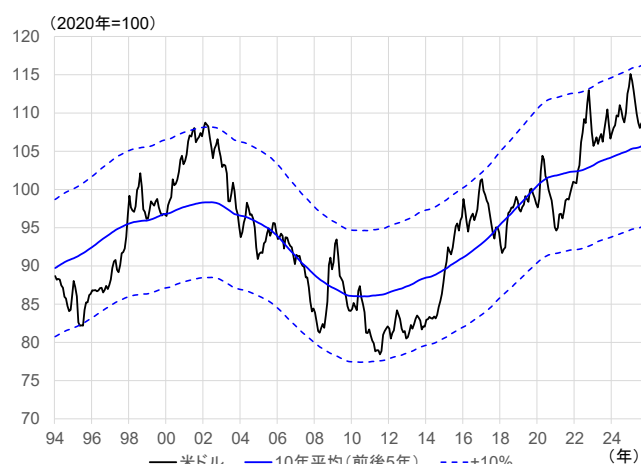


(資料) Bloomberg より筆者作成

米ドルは、2010 年代以降、上昇サイクルにあるが、実質均衡為替レートも緩やかに上昇しており、構造的な要因のシフトも伴いつつあることを示唆していよう（第 12 図）。そうした中で、米ドルは 2022 年以降のさらなる大幅な上昇で、実質均衡為替レートの水準を上回る割高な水準での推移が続いている。直近 8 月時点では、10 年移動平均線との乖離率でみた米ドルの割高度合いは、基準となる実質均衡為替レートの上昇や 2025 年以降の下落が作用し、2.9%と比較的限られたものとなっている。尚、この米ドルの評価と、前述の日本円の 9.1%割安の評価とを合わせ、8 月時点のドル円相場の月間平均値（147.50 円）に基づいて、均衡為替レート付近にある時のドル円相場をラフに求めると、131.28 円となる。

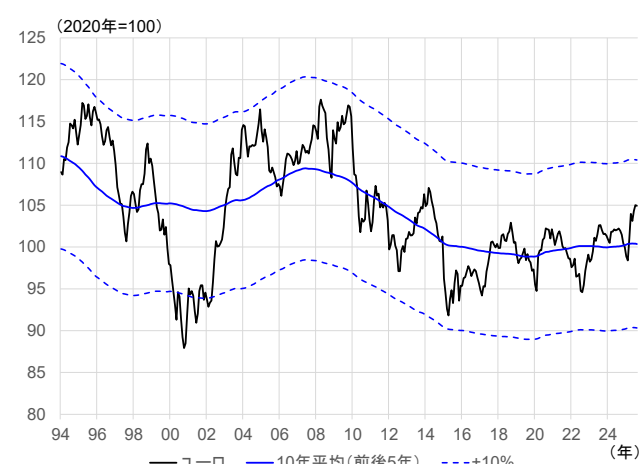
ユーロは世界金融危機と欧州債務危機の発生した 2000 年代終盤から 2010 年代前半にかけて実質均衡為替レートは緩やかに低下し、2010 年代半ば以降は概ね横ばい推移となっている（第 13 図）。2010 年代半ば以降のユーロは、横ばい推移となった実質均衡為替レートを概ね挟んだ推移となっており、足元は 2025 年以降の堅調な推移を受けてやや割高水準となっている。直近 8 月時点では、10 年移動平均線との乖離率でみたユーロの割高度合いは 4.5%となっている。その他の通貨の実質実効為替レートの推移と 10 年移動平均・実質均衡為替レートのグラフはレポートの最後に一括掲載している（第 15 図～41 図）。

第 12 図：米ドルの実質実効為替レートと 10 年移動平均



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 13 図：ユーロの実質実効為替レートと 10 年移動平均



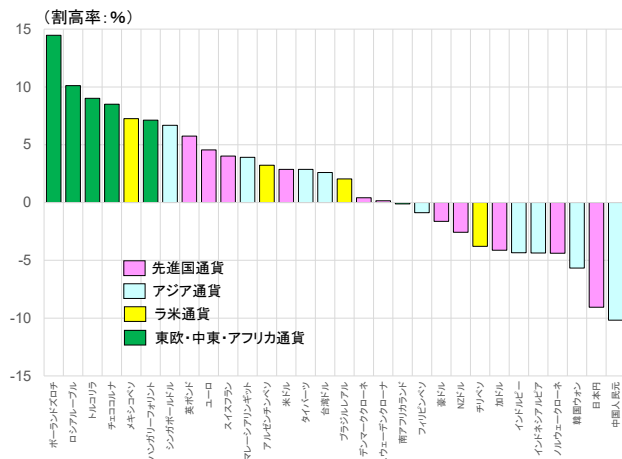
(資料) Bloomberg より筆者作成

③ 全体の水準評価

以上のような形で主要な先進国通貨と新興国通貨の 8 月時点の割高・割安率を算出して集計したものが第 14 図である。全体の傾向をみると、割高の通貨には 2021 年頃から

の米ドル高局面の中でも相対的に堅調に推移して来た通貨が多い。まずユーロ、英ポンド、スイス・フランなどを含む欧州通貨がこれに該当する。既述の通り、欧州通貨は 2022 年 3 月のウクライナ紛争勃発後は、エネルギー問題への懸念から一旦大幅に下落したものの、欧州各国中銀によるインフレ対応の利上げなどを受けて持ち直した。2025 年にはドイツを中心にインフラ投資や防衛費の大幅な増額が表明されたことなどによるさらなる上昇がみられている。特にポーランド・ズロチ、ハンガリー・フォリント、チェコ・コルナの東欧 3 通貨は、相対的な高金利による名目為替レートの上昇圧力の他、インフレ率が相対的に上振れ基調で推移して来たことも、実質ベースの割高評価の要因となっている。

第 14 図: 各通貨の割高・割安率(2025 年 8 月時点)



(注)実質実効為替レートの10年移動平均線からの乖離率によるもの。

(資料) Bloomberg より筆者作成

その他に堅調に推移して割高となっている通貨としては、メキシコ・ペソやシンガポール・ドルがある。メキシコ・ペソは、経済安全保障重視の流れから米国からみた製造業拠点などの脱中国の受け皿となるなどして国内景気が堅調推移した他、コロナ・ショック後のインフレに対して中央銀行が早いタイミングで利上げにより対応したことなどによる相対的な高金利も堅調な推移の背景となった。シンガポール・ドルについては、シンガポールの金融政策のターゲットが為替レートであるため、インフレ対応の金融引き締め政策で直接高め誘導されたことなどから、堅調に推移した面がある。

トルコ・リラやアルゼンチン・ペソは、ファンダメンタルズや経済政策要因、さらにはそれらを背景とした通貨の信認低下などから、名目為替レートは下落し続けており、ロシア・ルーブルも西側諸国による経済制裁などを受けて乱高下している。しかし、3通貨ともインフレ率の相対的上振れから実質実効為替レートは割高評価になっている。

割安評価の通貨には、2021 年以降、相対的に軟調に推移して来た通貨が多い。日本円や韓国ウォン、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、中国人民元など、アジア通貨が多い傾向がある。日本円は 2022 年以降の名目為替レートベースでの大幅な円安が影響して大幅に割安な評価となった。最も割安な評価となった中国人民元は、米ドルとの変動が抑制されている通貨政策の影響もあり、名目為替レートの下落は比較的限定的であったが、国内のデフレーション傾向が、実質ベースでの割安評価につながっている。

④ 全体の実質均衡為替レートの趨勢についての評価

本稿では 10 年移動平均線を実質均衡為替レートの代理変数と見なしており、その趨勢から各通貨の実質均衡為替レートの動向を考えることができる。実質均衡為替レートは様々な要因で変動し得るが、特に産業の国際競争力の内外バランスなどを反映した交易条件や、内外投資家の経済への長期的な信認などを反映した構造的なクロスボーダーの資本流出入圧力などの要因が考えられる。

既述の通り、米ドルは 2010 年代以降の大局的な上昇サイクルの底流で実質均衡為替レートも上昇基調にあり、日本円は少なくとも 90 年代半ばから一貫して実質均衡為替レートが下落基調にあったと考えられる。ユーロは、欧州債務危機などのあった 2000 年代終盤から 2010 年代初頭にかけて実質均衡為替レートは緩やかに低下し、2010 年代半ば以降は概ね横ばい推移となっている。

それ以外の通貨の傾向をみると（第 15 図～41 図）、まず英ポンドや東欧 3 通貨などの欧州通貨の実質均衡為替レートの趨勢は、ユーロと似た推移がみられている。但し、ポーランド・ズロチは最近の堅調な推移の影響から、実質均衡為替レートが上昇に転じ始めている。チェコ・コ罗纳は 2010 年代半ばより既に顕著な推移がみられており、この結果、実質均衡為替レートも 2010 年代終盤から既に上昇基調にあり、この点でユーロなどと異なる推移となっている。スイス・フランも、世界金融危機が発生した 2000 年代後半以降、内外投資家の構造的な信認向上などが作用してか上昇基調にあり、ユーロと異なる推移となっている。また、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、デンマーク・クローネの北欧 3 通貨は、逆に趨勢的な下落基調がみられている。

資源国通貨の実質均衡為替レートは、カナダ・ドルや豪ドルなどの先進国通貨や、ブラジル・レアルなどの新興国通貨を含めて、中国経済の成長率がピークを迎えた 2010 年代初頭にピークをつけ、その後下落基調に転じている。但し、2020 年代以降はカナダ・ドルや豪ドルなど先進国通貨が横ばい基調となったのに対し、ブラジル・レアルや

チリ・ペソは下落基調が続いている。一方、脱中国の受け皿となったことが景気にプラスとなったメキシコ・ペソは、逆に 2020 年代以降持ち直し傾向がみられている。

アジア通貨の実質均衡為替レートは、2010 年代以降で見て、横ばいか緩やかな下落基調の韓国ウォン、インドネシア・ルピア、マレーシア・リンギットのグループと、上昇基調の台湾ドル、シンガポール・ドル、インド・ルピー、フィリピン・ペソ、タイ・バーツ、中国人民元のグループの 2 つに分かれている。後者の上昇基調の通貨は、最近 10 年程度で国内産業がグレードアップしたり、適切なマクロ経済政策や比較的恵まれたファンダメンタルズなどにより、先行き経済見通しが改善している傾向があるようにみえる。

インフラ問題（南アフリカの電力不足問題など）や政治・経済の混迷傾向が続く南アフリカ・ランド、トルコ・リラ、アルゼンチン・ペソの実質均衡為替レートは、2010 年代以降、下落基調が続いている。

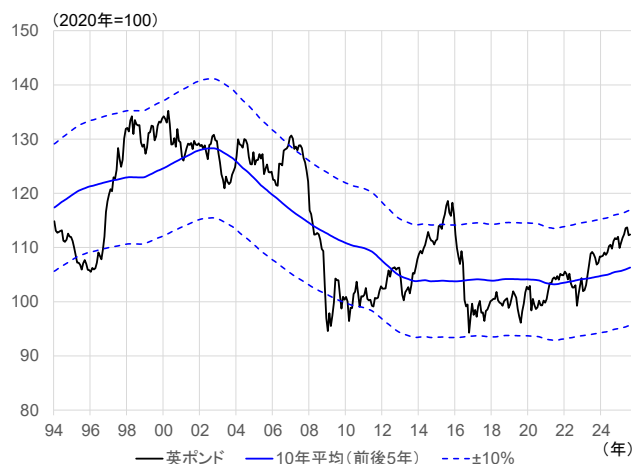
3. まとめ

本稿では、実質実効為替レートの 10 年移動平均線による簡易的な手法で各通貨の実質均衡為替レートを推定した。これを基準にすると、2025 年 8 月時点では日本円や中国人民元が割安である一方、ここ数年堅調な推移がみられている東欧通貨を始めとした欧州通貨が相対的に割高であることなどが確認された。今回割高と判定された通貨は、仮に反転下落した場合は大きく下落する一定のリスクがある一方、これだけで反転下落し易いとは限らず、割高はそれをサポートする構造要因の改善傾向を反映しつつある可能性もある。10 年の中央移動平均線を用いていることから、足元の評価も暫定値であり、今後の推移によっては、足元の実質均衡為替レート水準が上方修正されていく展開もあり得る。各通貨が今後上昇・下落するかを考えるには、やはり各通貨のファンダメンタルズを掘り下げて検証する必要があるだろう。

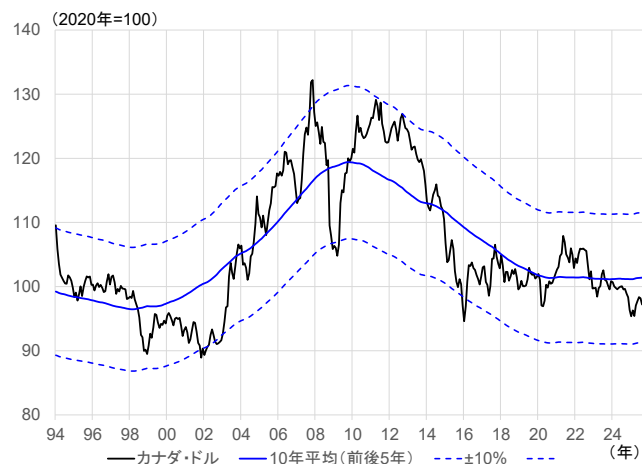
今回の分析に基づくと、実質均衡為替レートの趨勢は、米ドルが上昇基調、日本円が下落基調、ユーロが横ばい基調にある。また、資源国通貨の実質均衡為替レートを中心に 2010 年代初頭までの中国の高度成長とその後の成長率減速に影響を受けているケースが多かった。以上の事例も含めて、全体では産業がグレードアップしたり、適切なマクロ経済政策や比較的恵まれたファンダメンタルズなどにより、先行き経済見通しが改善している国の通貨の実質均衡為替レートが上昇する傾向があった。

＜その他の通貨の実質実効為替レートと実質均衡為替レート＞

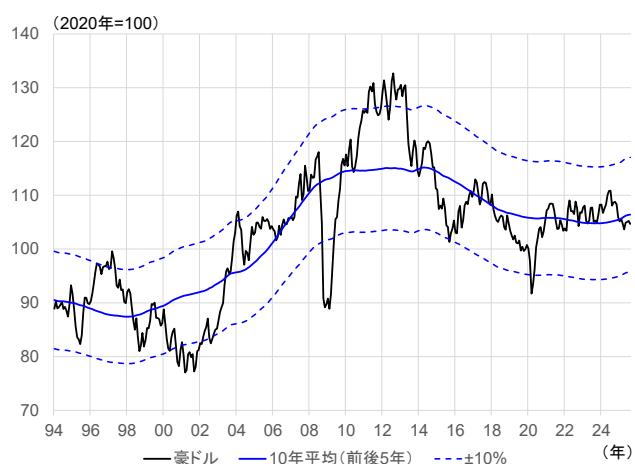
第 15 図: 英ポンド



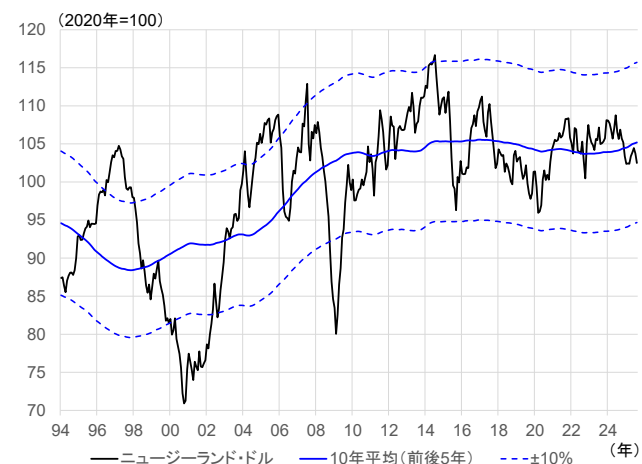
第 16 図: カナダ・ドル



第 17 図: 豪ドル



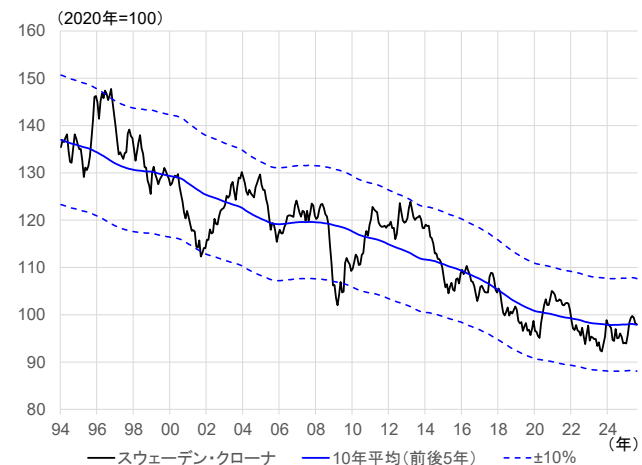
第 18 図: ニュージーランド・ドル



第 19 図: スイス・フラン

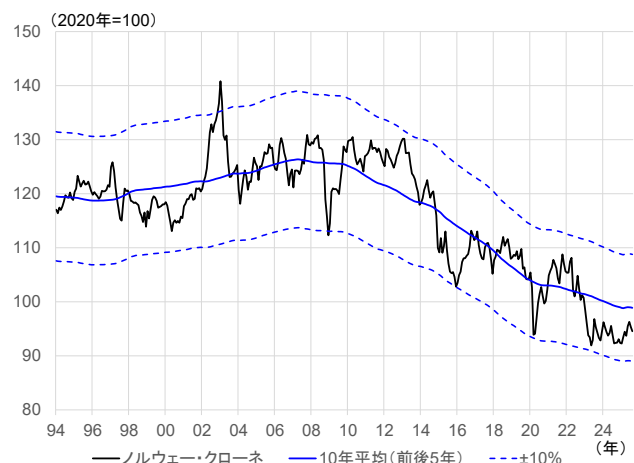


第 20 図: スウェーデン・クローナ

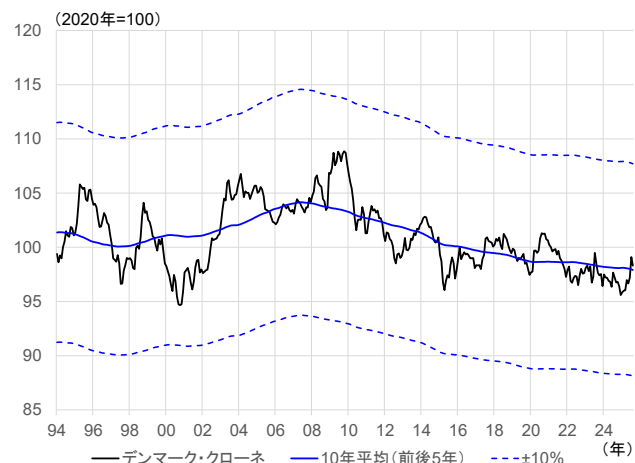


(資料) Bloomberg より筆者作成

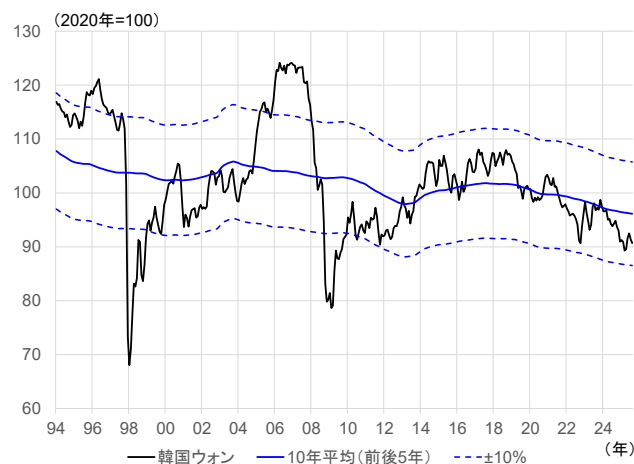
第 21 図: ノルウェー・クローネ



第 22 図: デンマーク・クローネ



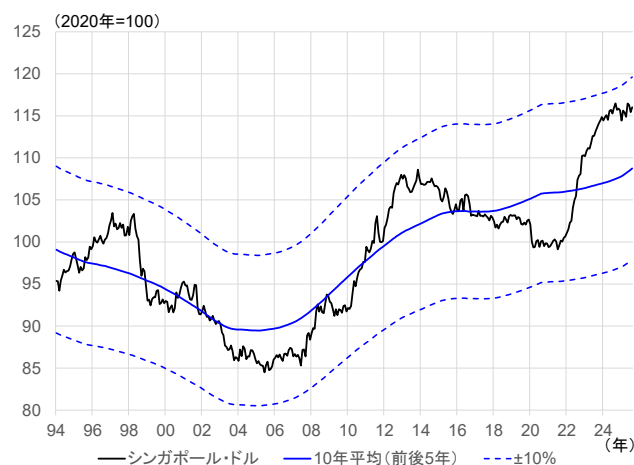
第 23 図: 韓国ウォン



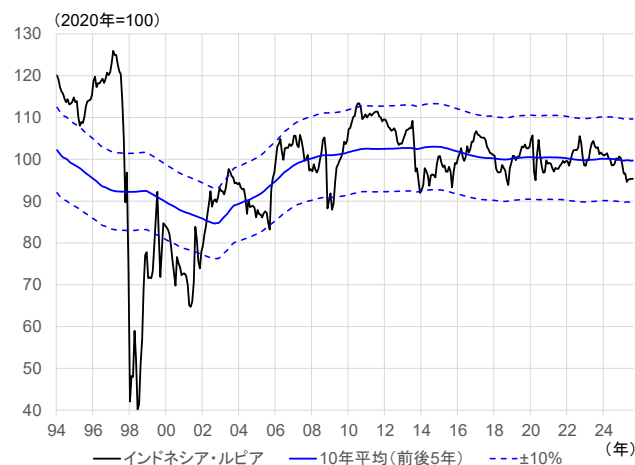
第 24 図: 台湾ドル



第 25 図: シンガポール・ドル

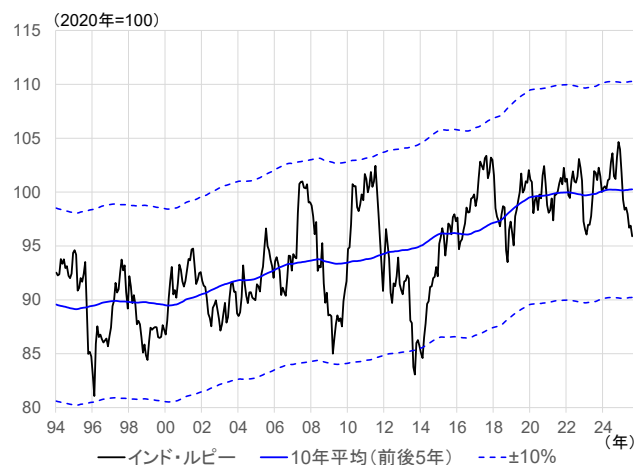


第 26 図: インドネシア・ルピア

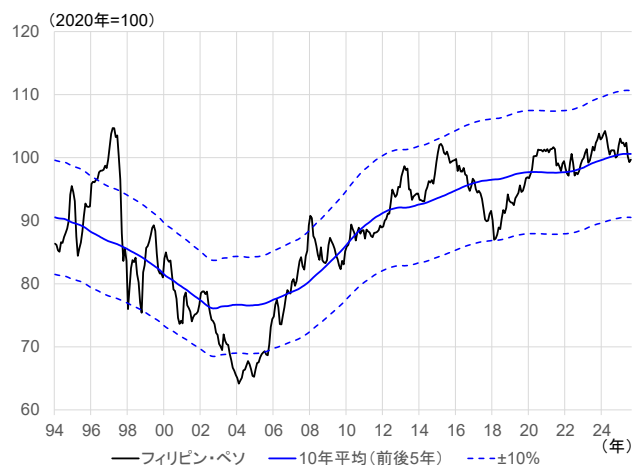


(資料) Bloomberg より筆者作成

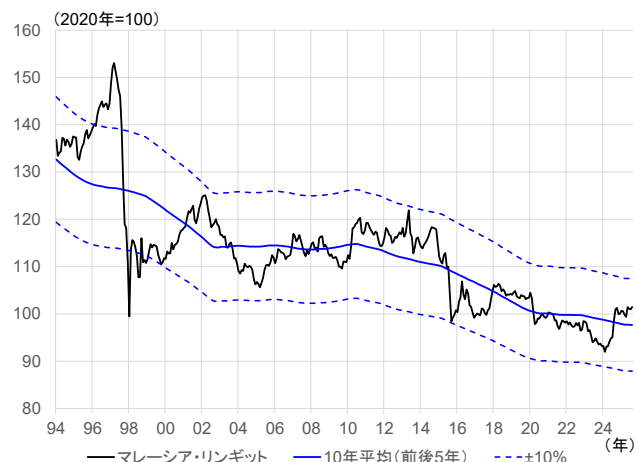
第 27 図: インド・ルピー



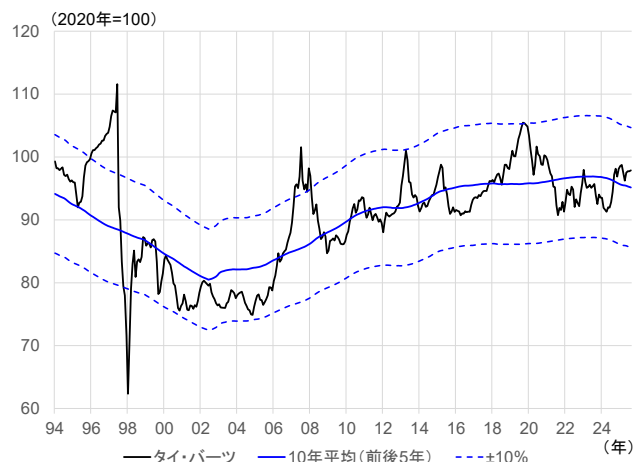
第 28 図: フィリピン・ペソ



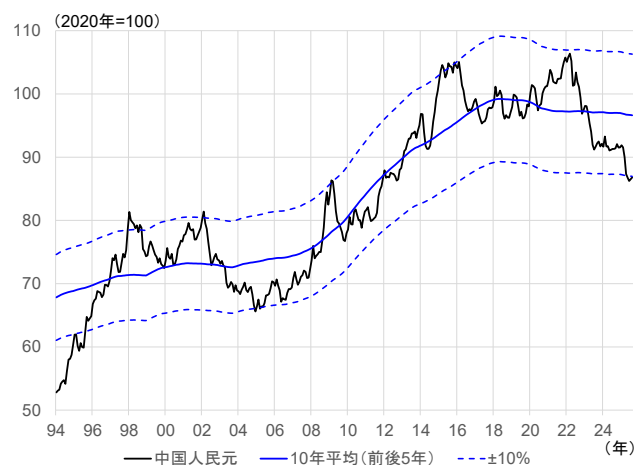
第 29 図: マレーシア・リンギット



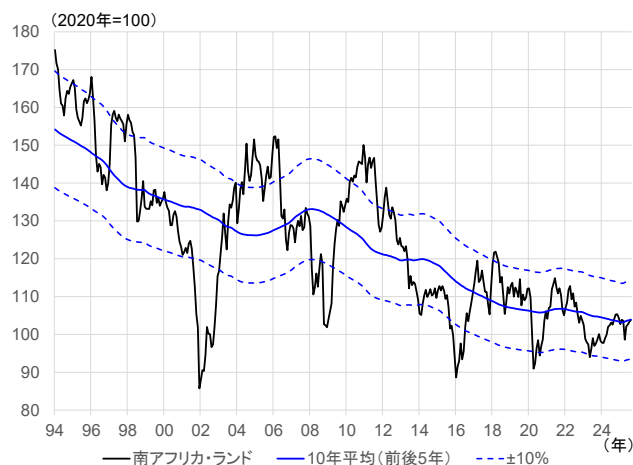
第 30 図: タイ・バーツ



第 31 図: 中国人民元

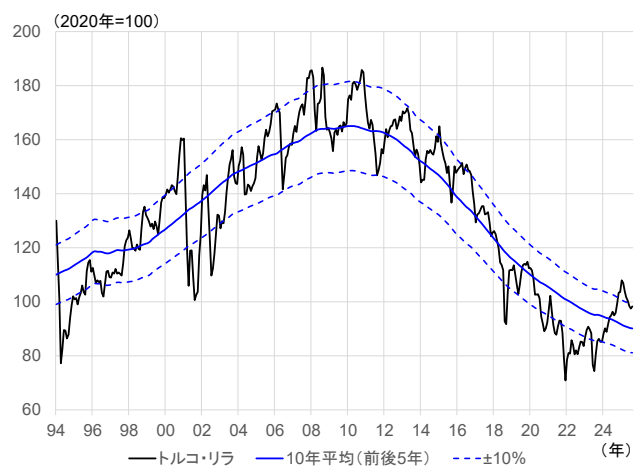


第 32 図: 南アフリカ・ランド

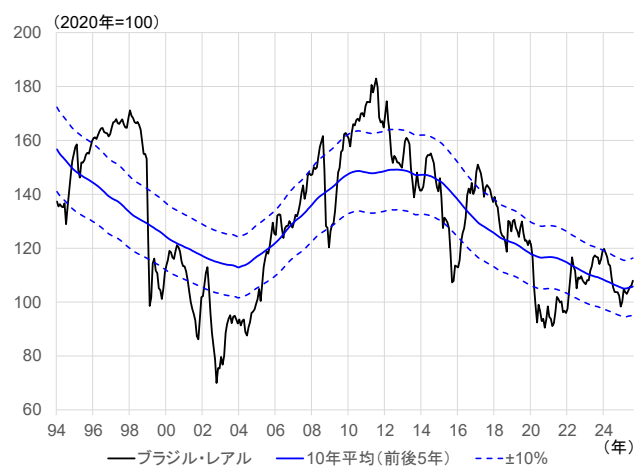


(資料) Bloomberg より筆者作成

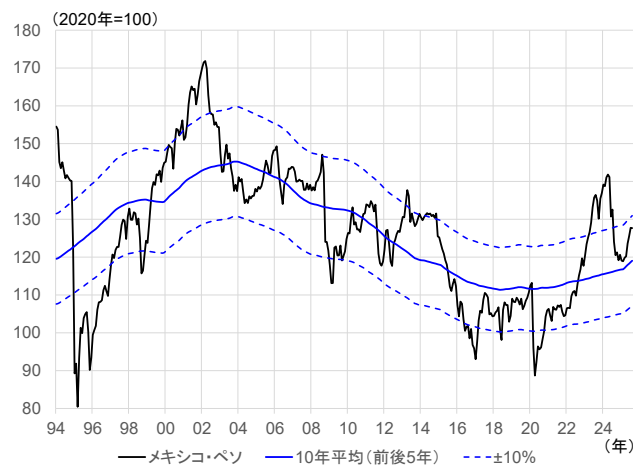
第 33 図: トルコ・リラ



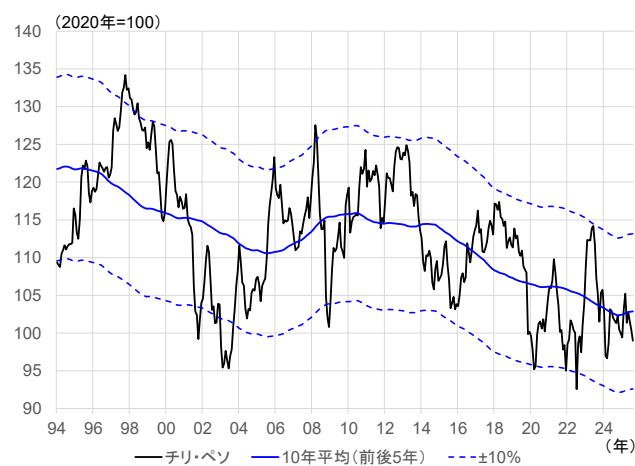
第 34 図: ブラジル・レアル



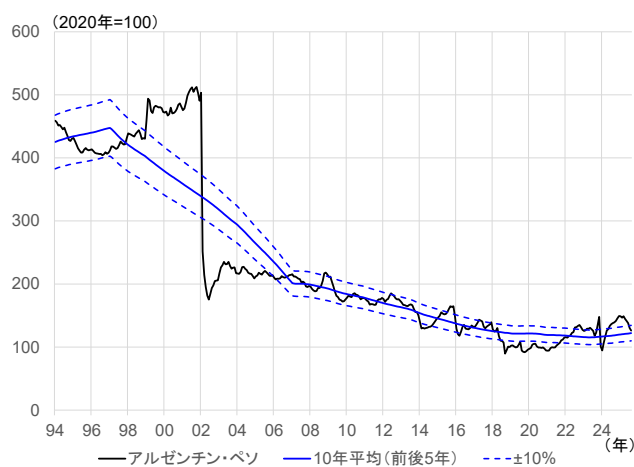
第 35 図: メキシコ・ペソ



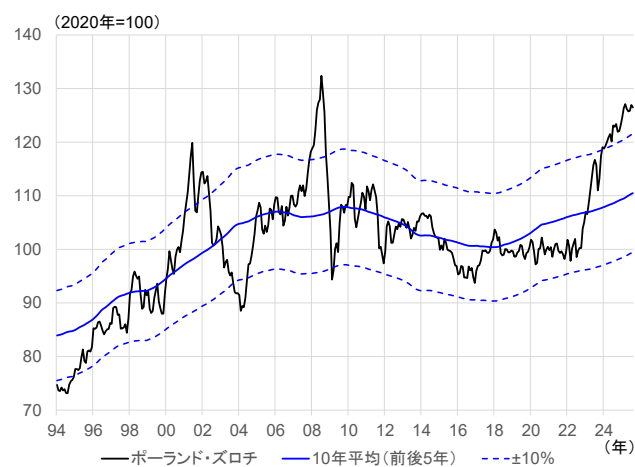
第 36 図: チリ・ペソ



第 37 図: アルゼンチン・ペソ

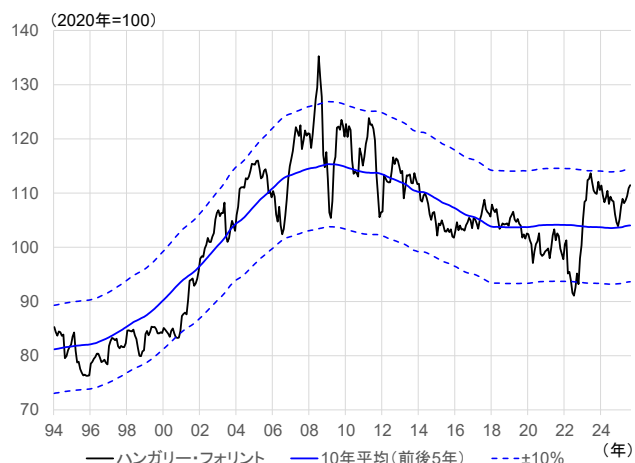


第 38 図: ポーランド・ズロチ

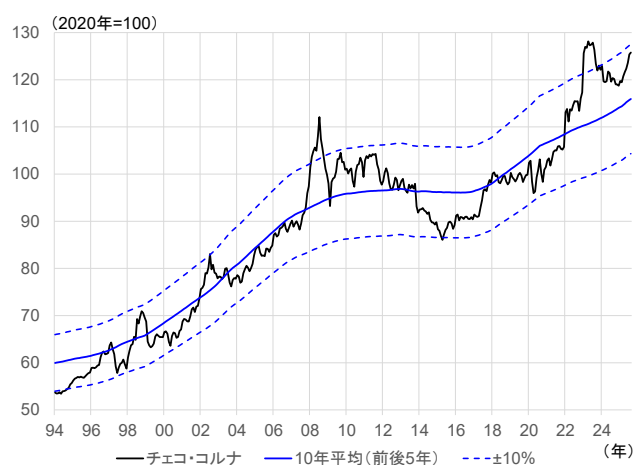


(資料) Bloomberg より筆者作成

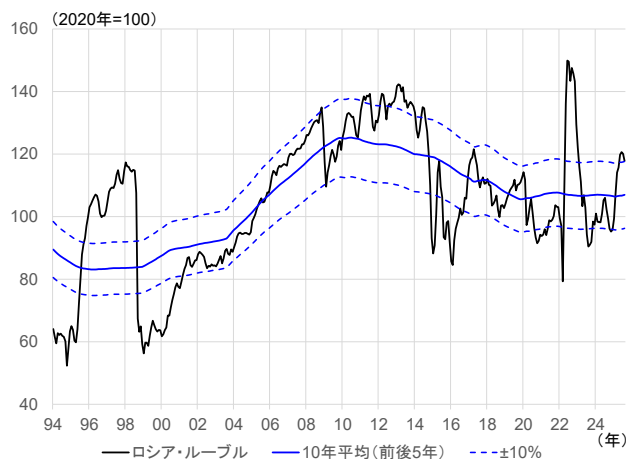
第 39 図: ハンガリー・フォリント



第 40 図: チェコ・コルナ



第 41 図: ロシア・ルーブル



(資料) Bloomberg より筆者作成

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>