

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

2026 年 10 月 28 日

主要先進国・新興国 30 通貨の水準・長期趨勢の評価

(2026 年 10 月)

～日本円はインドネシア・ルピアに次ぐ過小評価～

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
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) 2026 年の米ドル相場の動向.....	3
(2) 2026 年の各通貨の対米ドル相場の動向.....	4
(3) コロナ禍後の米ドル高が始まった 2021 年以降の各通貨の対米ドル相場の動向.....	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) IMF による External Sector Report	7
(2) 簡易的な実質均衡為替レート of 推定による水準及び長期趨勢の評価	7
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 全体の水準についての評価	12
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（10 年移動平均線）＞	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、2026 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過大評価・過小評価であるかについて比較・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。10 年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。
- 2026 年の為替市場では米ドルが持ち直す中、「原油を中心としたエネルギー価格上昇」、「AI ブームの恩恵」、「高金利通貨を運用対象とするキャリー取引」、「財政金融政策への懸念」、「通貨政策による誘導」、「国政選挙など政治的イベント」が、各通貨の強弱に影響を与えた主な要因として挙げられる。こうした要因のいくつかによる支援要因が大きかった韓国ウォン、ノルウェー・クローネ、豪ドルなどが特に堅調に推移した。一方、インフレ率の高いトルコ・リラの他、原油高に脆弱なアジア通貨や、フランスの財政懸念などから欧州通貨などに軟調さがみられた。
- 2026 年 9 月時点の実質均衡為替レートからの乖離率をみると、ハンガリー・フォリントやメキシコ・ペソなど、高金利の東欧通貨やラ米通貨の他、豪ドル、ノルウェー・クローネなどの産油国通貨・資源国通貨など、近年底堅く推移して来た通貨が過大評価となっている。一方、過小評価の通貨には、インドネシア・ルピア、日本円など、原油価格の上昇に脆弱、あるいは経済政策への懸念が材料となり下落傾向にあったアジア地域の通貨が多い傾向。日本円は、インドネシア・ルピアに次ぐ過小評価となっている。
- 米ドルは近年の米経済独り勝ちを背景に実質均衡為替レートの上昇が続く中で、実勢相場は 2025 年に下落したことから、本分析では 2026 年 9 月時点で若干の過小評価（0.5%）となった。同時点の日本円の過小評価率（10.0%）も用いてドル円相場の足元の実質均衡為替レートに対応した水準をラフに求めると、約 141 円となる。
- 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。全体では国内産業の高度化が実現したり、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

2026 年の為替市場は、2 月末に開始されたイラン戦争による原油供給ショックで世界的に強まったスタグフレーション圧力や、世界的な AI ブームに大きく影響を受けることとなった。本稿では、まず主要な先進国・新興国通貨 30 通貨の最近の動きや強弱を概観。その上で、2025 年 10 月 3 日付国際通貨研レポート「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～」¹で行った、各通貨の実質実効為替レートの長期趨勢との乖離に基づく各通貨の過大・過小評価の検証をアップデートした。

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) 2026 年の米ドル相場の動向

2026 年の為替市場では、米ドルが 2025 年の下落から持ち直し基調となった(第 1 図)。第二次トランプ政権が始動した 2025 年は、同政権の米国第一主義を背景とした諸外国による米ドル離れの思惑や、米労働市場減速の兆候などを受けた FRB による調整的な利下げなどから、米ドルは下落基調となっていた。

第 1 図：米ドル名目実効為替レート(2025 年 1 月～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

もともと、2026 年は 1 月末に次期 FRB 議長として、当時取り沙汰されていた候補の中ではタカ派的とみられていたケビン・ウォーシュ氏が指名されたあたりから、米ドルは下げ止まり始めた。さらに 2 月末のイラン戦争勃発を機に、世界的なエネルギー供給ショックでスタグフレーション懸念が台頭。年初時点の FRB による追加利下げ予想が

¹ [2025 年 10 月 3 日付国際通貨研レポート「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～」](#)

後退し、春先からはむしろ利上げが織り込まれ始める中で、米ドルは下落一服感が強まった。その後 7 月 FOMC でウォーシュ FRB 議長がトランプ政権への配慮から利上げに慎重なのではないかとの懸念が台頭して、米ドルが再び下落する場面もあった。しかし、毎年恒例の 8 月のジャクソンホール会合での講演で同議長がそうした懸念を払拭すると、米ドルは再び持ち直しに転じた。秋口以降は、中東情勢混迷による原油価格高止まりの影響などから米インフレ指標が目標である 2%を上回る水準で下げ渋る中、FRB が 9 月 FOMC で利上げに転じたことから、米ドルは再び持ち直しに転じて来た。

(2) 2026 年の各通貨の対米ドル相場の動向

主要な先進国通貨・新興国通貨の 2026 年初来の対米ドル上昇・下落率（名目為替レート：10 月 27 日時点）をみると、米ドルの持ち直しを反映して半数以上の通貨が対米ドルで下落している（第 2 図）。通貨別の動向を俯瞰すると、2026 年の為替市場における各通貨の強弱に影響を与えた主な要因としては、「原油を中心としたエネルギー価格上昇」、「AI ブームの恩恵」、「高金利通貨を運用対象とするキャリー取引」、「財政金融政策への懸念」、「通貨政策による誘導」、「国政選挙など政治的イベント」などが挙げられるようだ。

まずイラン戦争勃発による「原油を中心としたエネルギー価格の上昇」は、原油や天然ガスを産出する、ブラジル、ノルウェー、オーストラリア、米国などの通貨の支援材料になったとみられる（第 3 図）。逆に、エネルギーの外部依存度、とりわけホルムズ海峡への依存度が高い、タイ、フィリピン、インド、そして台湾、韓国、日本などの通貨にとっては、マイナス要因になったと考えられる。一方、「AI ブームの恩恵」の受け易さでは、米国、韓国、台湾、中国、マレーシア、シンガポール、そして日本などのアジアを中心とした経済・通貨を挙げることができる。特に韓国ウォンは、7 月 10 日に同国半導体大手の SK ハイニックスが米ナスダック市場に上昇したことが、7 月以降の堅調な推移への転換の一因となっていた。

「高金利通貨を運用対象とするキャリー取引」は、特にブラジル、メキシコ、南アフリカなどの高金利国の通貨にとって、支援要因になったと考えられる。AI ブームを背景にグローバルに市場のリスク選好度が高止まっていることも、キャリー取引の背景にあるとみられる。但し、9 月の FRB による利上げ開始を契機に、メキシコ・ペソが年初からの堅調な推移から 9 月以降は一転軟調な推移となるなど、一部で流れの変調の兆しもみられている。一方、日本やスイス、スウェーデンなどは相対的に低金利であり、これらの国の通貨にとってはマイナス要因となって来た。

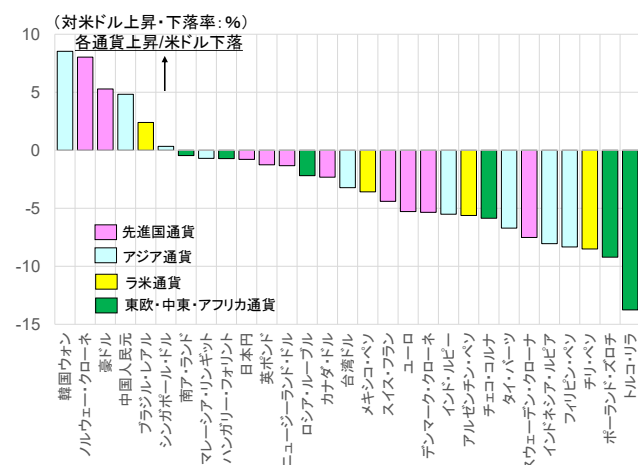
「財政金融政策への懸念」では、特に日銀のビハインド・ザ・カーブ観測など、高市政権の下での財政金融政策への懸念が日本円の下落材料となった他、インドネシア・ルピアもプラボウォ政権のポピュリスト色の強い経済政策が売り材料となった。また米ドルもウォーシュ新 FRB 議長のインフレに対するスタンスが一時売り材料となった他、

9 月からはフランスの財政懸念がユーロやその周辺欧州通貨の下落材料となっている。こうした中で、「通貨政策による誘導」では、複数回の円買い介入が行われた日本円の他、日本と同様に米国の後ろ盾で特に 7 月までの自国通貨安が牽制されていた韓国ウォンにも、支援要因となっていたと考えられる。

「国政選挙など政治的イベント」では、4 月のハンガリー総選挙で歴史的な政権交代が起きたことを切っ掛けにハンガリー・フォリントが急上昇した。ブラジルでも 10 月 4 日に行われた大統領選第 1 回投票で右派のボルソナロ氏が得票率首位となったことで、ブラジル・レアルが一時急上昇する場面がみられたが、10 月 25 日の決選投票で左派である現職のルラ氏が予想外の逆転勝利を果たすと、逆に急落した。

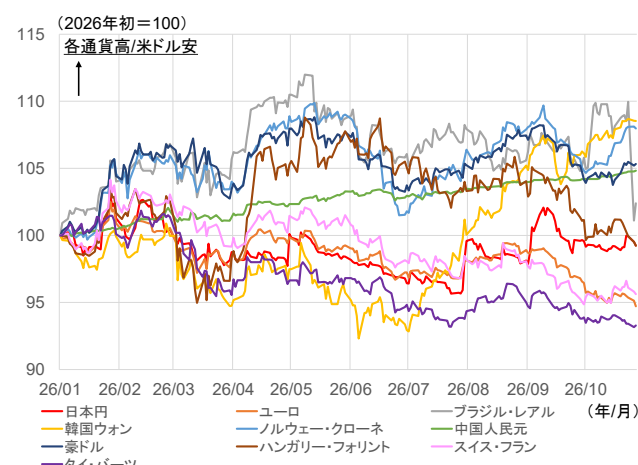
これまでのところ 2026 年は、以上のような様々な観点から支援要因が多かった韓国ウォン、ノルウェー・クローネ、豪ドルなどが堅調に推移した。ブラジル・レアルは 25 日の決選投票直前までは今年最も上昇した通貨であったが、後退した。一方、軟調な通貨としては、高インフレを背景に慢性的な下落基調にあるトルコ・リラを含め、原油供給ショックに脆弱なアジア諸国などの通貨が多くみられる。また、ユーロを中心に欧州通貨（東欧・北欧通貨を含む）も相対的に低迷傾向となった。産油国であるノルウェーを除けば、欧州はエネルギーショックに相対的に脆弱な地域であり、先進国が多く相対的に低金利傾向で、さらにアジア地域のように AI ブームの恩恵も受け難い点などが影響していると考えられよう。9 月以降は、フランスの財政懸念からユーロを含む欧州通貨全般がさらに下落した。

第 2 図：各通貨対米ドル上昇率(2025/12/31→2026/10/27)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 3 図：主な通貨対米ドル相場推移(2026/1/1→2026/10/27)



(資料) Bloomberg より筆者作成

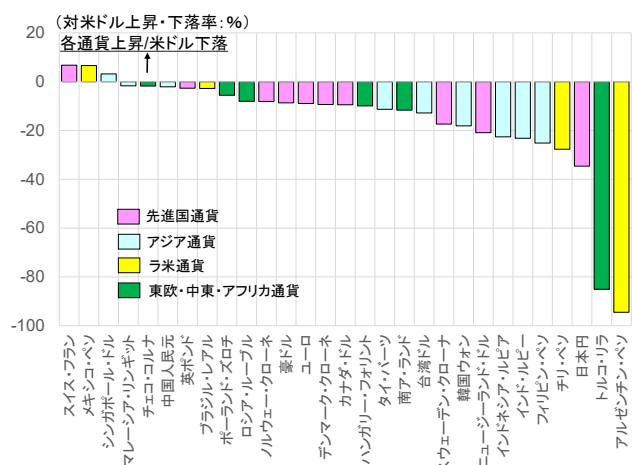
(3) コロナ禍後の米ドル高が始まった 2021 年以降の各通貨の対米ドル相場の動向

本稿では各通貨の過大・過小評価を検証することに鑑み、より長い期間における各通貨の推移も確認した。ここでは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、当然ながら多くの通貨が対米ドルで下

落している（第4、5図）。

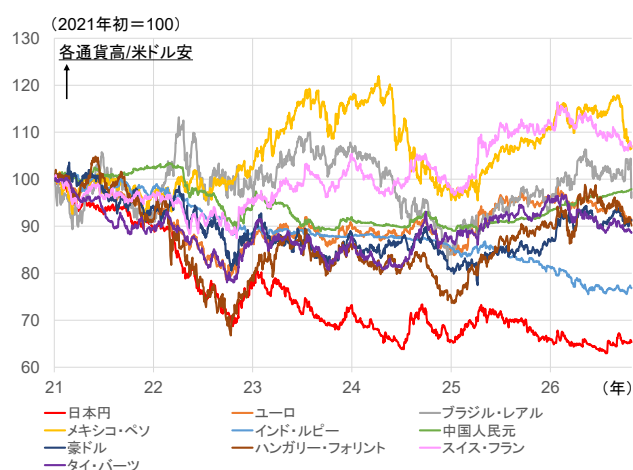
通貨別の推移をみると、まず2022年の大幅な円安が進んだ時期を含んでいるため、日本円が大きく下落。高インフレで大幅に下落して来たアルゼンチン・ペソとトルコ・リラに次いで、3番目に大きく下落した通貨となっている。全体の傾向としては、原油などエネルギー産出国で高金利でもあり、地政学的にも紛争地域であるウクライナから距離のあるラ米に位置するブラジルやメキシコの通貨が堅調であった。ユーロを中心とした欧州通貨も、ウクライナ戦争後のエネルギー危機が当初懸念されていたほど大事に至らなかったことや、トランプ政権期以降のドル離れの思惑の受け皿としての役割、ドイツを中心とした積極的な財政政策への転換などを背景に比較的底堅く推移していた。特に安全通貨としての需要が強いスイス・フランや高金利の東欧通貨などが堅調であった。アジア通貨では、シンガポールやマレーシアなどAIブームの恩恵を受けやすい国の通貨に底堅いものがあった。

第4図：各通貨対米ドル上昇率(2020/12/31→2026/10/27)



(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→2026/10/27)



(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

本節では以上のような最近の対米ドル名目為替レートの変動を受けた、主要先進国・新興国通貨の実質均衡為替レートの趨勢や、実勢相場の水準について検証する。言うまでも無く、均衡為替レートを多通貨について正確に推計するのは容易ではない。ここではまずIMFの2026年版 External Sector Report²による主要通貨の実質実効為替レートの直近の水準評価をみる。その上で、本稿の主題である実質実効為替レートの10年移動平均に基づき簡易的に推計した実質均衡為替レートの趨勢と、それに対する実勢相場の乖離から各通貨の水準の評価を行う。

² <https://www.imf.org/-/media/files/publications/esr/2026/english/text.pdf>

(1) IMF による External Sector Report

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（＝均衡実質為替レート）からの、対象年の実際の実質実効為替レート（年間平均値）の乖離率を公表している（第 6 図）。この乖離率から計算できる構造的な経常収支に対応する実質実効為替レートは、多岐にわたるファンダメンタルズを反映させて推計した実質均衡為替レートとみることができる。但し、既述の通り望ましい経常収支水準など、IMF が適切と考えるマクロ経済の状態や、それを実現するために本来実行されているべき政策が前提となっている均衡為替レートであることから、IMF の規範的な判断が含まれている面がある。また、適切な経常収支水準との乖離の調整変数として為替レートが捉えられているため、経常黒字国の通貨は過小評価、経常赤字国の通貨は過大評価とされ易い。

直近 2026 年版 External Sector Report の評価対象年である 2025 年においては、円の実質実効為替レートの年間平均が 7.2%の過小評価、米ドルが 19.9%の過大評価となっている。2025 年のドル円相場の年間平均 149 円 68 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、約 116 円と大幅なドル安円高水準となる。これはややドル安円高方向へ行き過ぎている印象もある。実際、2025 年版 External Sector Report における 2024 年の年間平均レートの評価では、日本円が 3.3%の過小評価、米ドルが 11.9%の過大評価で、同様にラフに計算した望ましいドル円相場は約 130 円であった。年によって値が大きく変動しており、推計値としてはあまり頑健性が高いとは言えないようだ。

IMF は米ドルの評価の前提となる経常収支の評価モデルにおいて、米ドルの基軸通貨としての地位や、規模が大きく高い流動性を誇る金融市場、さらには米国の先端技術力などを背景とした米国の世界からの資金吸引力を勘案できていない可能性を指摘している。仮にこうした要因をより経常収支の評価モデルに取り込めた場合、その分適正な経常赤字はより大きいものとなり、適正な米ドルの水準も現状よりドル高方向に修正され、現状の米ドルの過大評価度合いは縮小すると考えられる。望ましいドル円相場の水準も、その分ドル高円安方向へシフトしよう。

第 6 図： IMF の 2026 年版 ESR による主要国の 2025 年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
+19.9	-7.2	-2.6	+8.2	+10.9	+16.8	+0.3	-12.4	-7.5	-15.2	-1.2
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
-8.4	-2.9	-4.0	-21.3	+1.2	+12.1	+11.2	-0.4	+15.9	+1.1	+7.0

(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 2025 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

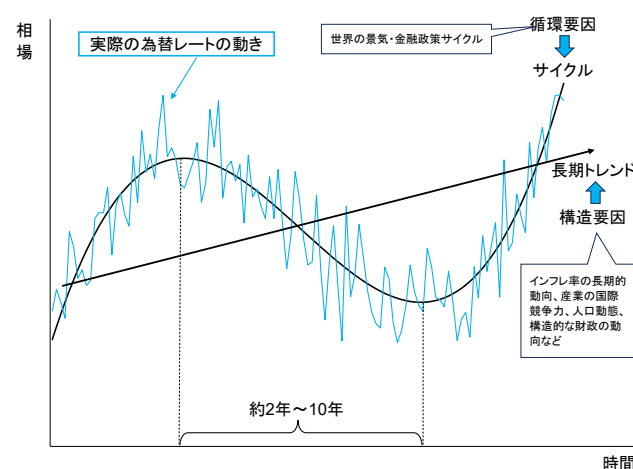
以上のような議論を踏まえつつ、本稿では各通貨の実質実効為替レートの 10 年移動

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7図のように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7図：為替レートの変動メカニズム



(資料)筆者作成

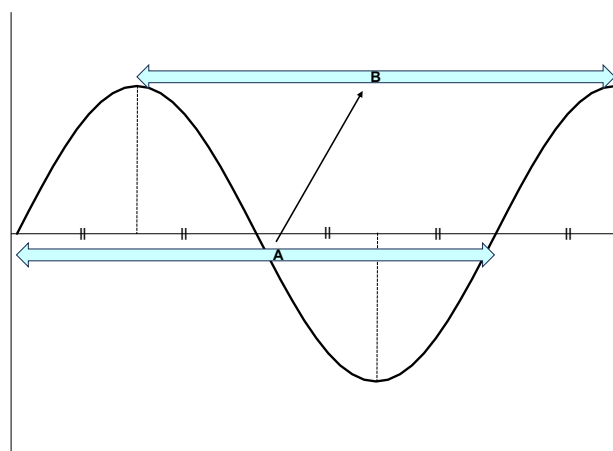
分析対象を実効為替レートとするのは、例えば円相場の水準評価を対米ドル相場（つまりドル円相場）で評価した場合、円の水準評価と共に、米ドル自体の水準評価も半々で含まれることになる、米ドルの評価も色濃く入ってしまうことになる。この点、実効為替レートを使用することによって、円相場の多通貨に対する平均的な水準評価をみることができる。但し、実効為替レートは、評価基準になる通貨ウェイトが貿易シェアなどによるため各通貨によって一定ではないことから、厳密には各通貨の間で基準が一定でない点には留意する必要がある。

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

の過大・過小評価は、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ます、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8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8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年間についての移動平均値は、当然今後5年間のデータは取れないため、部分的なデータに基づくものに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かり得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。

以上のように、実質実効為替レートの10年移動平均線による実質均衡為替レートの推計は、均衡為替レートの推計手法としては簡易的なものではあるが、多通貨の水準評価を横断的かつタイムリーに行うことができる手法であり、一定の有用性はある。

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9図）、実質均衡為替レートの代理指数と見なす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長期的なファンダメンタルズの悪化傾向を反映している可能性がある。過去約30年間で実質均衡為替レートは、年平均約2.2%低下して来た計算になる。

こうした中で、2012年からの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、名目ドル円相場で1ドル=100円～118円くらいで推移していた時期は、日本円の実勢の実質実効為替レートは一旦実質均衡為替レート（10年移動平均線）を上回って推移しており過大評価の時期もあった。しかし、2022年以降の130円を超える大幅な円安を受けて、再び実質均衡為替レートを大幅に割り込んで推移し、日本円は大幅に過小評価の水準で推移して来た（第10図）。その後も実質均衡為替レートの低下傾向は依然続いているが、2025年10月の高市政権誕生以降に改めて進んだ円安を受けて実勢の実質実効為替レートも下落しており、実質均衡為替レートとの乖離も縮小せず、日本円は大幅な過小評価での推移が続いている。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9月時点では、実質均衡為替レートとの乖離率でみた日本円の過小評価度合いは、10.0%となっている。後述の通り、同様の評価方法に基づくと、米ドルは足元0.5%の過小評価となるため、9月時点のドル円相場の月間平均値（156.40円）に基づいて、実質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、約141円となる。

第9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10図：ドル円相場



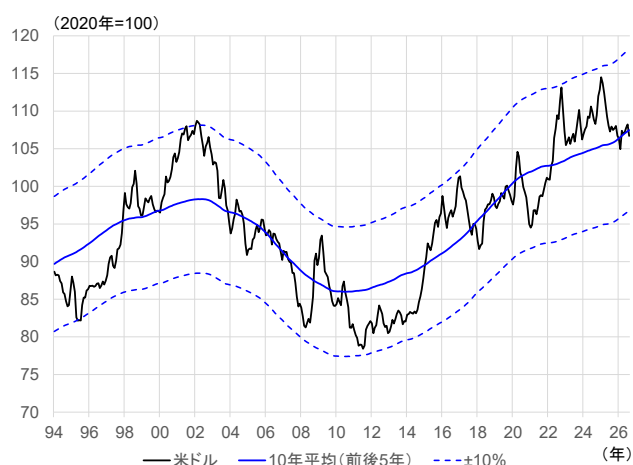
(資料) Bloomberg より筆者作成

米ドルは、2010年代以降、上昇サイクルにあるが、実質実効為替レートの10年移動平均線でも実質均衡為替レートも緩やかに上昇しており、この見方によれば、米ドルの上昇は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る（第11図）。米ドルは2022年以降のFRBによる大幅な利上げによるさらなる上昇で、実勢の実質実効為替レートが実質均衡為替レートを上回り、過大評価となっていた。もっとも、2025年以降の下落で、直近9月の時点で実勢の実質実効為替レートが実質均衡為替レートをごくわずかに割り込むに至っており、両者の乖離率でみると米ドルは0.5%の過小評価となる。

前述のIMFによる米ドルの評価（19.9%割高）は2025年の平均に対するものであり、評価時点の違いを考慮する必要はあるが、それでもここでみた米ドルの評価とは大幅に乖離がある。先にみたように、IMFによる米ドルの評価は、米ドル建て資産の資本吸引力などを勘案すれば、米ドルの過大評価度合いが縮小する可能性がある。この点、実質実効為替レートの10年移動平均線を均衡為替レートの代理変数とする場合、最近の米ドルの上昇を反映していることで、IMFの評価が取り込んでいない可能性がある米ドル建て資産の資金吸引力要因を取り込んでいる面がある。このため米ドルの均衡為替レートが相対的に高くなり、現状の米ドルが必ずしも過大評価ではないとの見方につながっていると考えられる。

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12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過大評価水準となっている。直近9月時点では、実質均衡為替レートとの乖離率でみると、ユーロは2.4%の過大評価となっている。その他の27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の一括掲載している（第14図～40図）。

第11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12図：ユーロの実質実効為替レートと10年移動平均

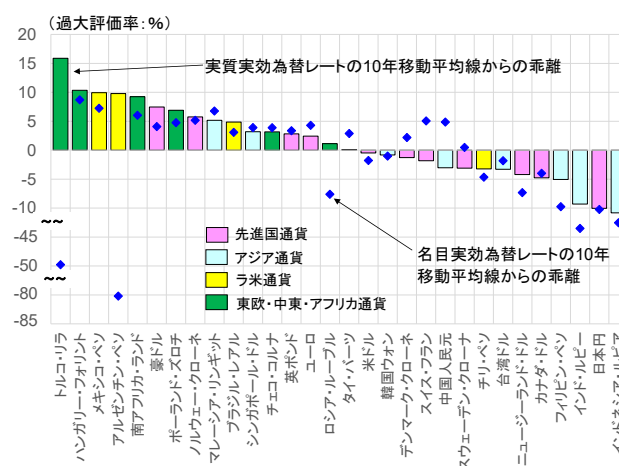


（資料）Bloomberg より筆者作成

③ 全体の水準についての評価

以上のような形で主要な先進国通貨と新興国通貨 30 通貨の 2026 年 9 月時点の過大・過小評価率を一律に算出して集計したものが第 13 図である。棒グラフは、これまで見て来た実質実効為替レートとその 10 年移動平均線（実質均衡為替レートの代理変数）の乖離率による各通貨の過大・過小評価率を算出したものだ。これに対し各通貨の点グラフは、同じ 9 月時点の名目実効為替レートとその 10 年移動平均線からの乖離率を示したものだ。各通貨の実質均衡為替レートを基準にした過大・過小評価は、名目為替レートの変動による部分と内外インフレ格差による部分に分けられるが、その大まかな内訳をみるために算出・付記した。

第 13 図：各通貨の過大・過小評価率(2026 年 9 月時点)



(注) 棒グラフは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

全体の傾向をみると、実質均衡為替レートからの乖離でみる過大評価の通貨には、まず 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みられる。ハンガリー・フォリントやメキシコ・ペソなど、高金利の東欧通貨やラ米通貨が多い。また原油を中心に資源価格上昇の恩恵から南アフリカ・ランドや豪ドル、ノルウェー・クローネなど、産油国通貨・資源国通貨もみられている。これら通貨の実質ベースの過大評価は、名目ベースの過大評価（点グラフ）を伴っており、名目為替レートの上昇を主因としたものとなっている。相対的な高金利や資源価格の上昇などは、こうした通貨のファンダメンタルズ面の改善であり、それを反映した上昇ならば必ずしもその通貨が過大評価とは言えない可能性もある。但し、上昇が短期間に相応に急激で実質均衡為替レート（10 年移動平均線）から一定以上乖離するような場合、短期的に上昇が行き過ぎているという点で、過大評価である可能性がこの見方では示されている。

他に過大評価の通貨にはトルコ・リラとアルゼンチン・ペソもあるが、これらの通貨は名目ベースでは大幅に下落している。つまり名目為替レートが下落している以上に相対的にインフレ率が高く、実質ベースでは過大評価となっている。ロシア・ルーブルも

そうした傾向がある。こうした国々では、自国通貨安と国内インフレ率上昇の悪循環を抑えるため、為替介入などにより通貨安を抑制していることが、実質ベースの通貨高につながっている。

過小評価の通貨には、インドネシア・ルピア、日本円、インド・ルピーなどアジアの通貨が多い傾向がある。原油価格の上昇に脆弱、あるいは経済政策への懸念などがみられる通貨が多い。日本円は、インドネシア・ルピアに次いで割安な通貨となっている。先にみたように 2022 年からの大幅な下落が影響している。やはり名目為替レートの下落が主因となっている傾向があるようだ。

一方、スイス・フランと中国人民元は、名目為替レートでは比較的大きく上昇しているものの（点グラフ）、実質ベースではやや割安となっており、相対的な国内低インフレが実質ベースでの通貨の過小評価の要因となっている。前掲の 2025 年のレポートでは、中国人民元は 30 通貨の中で最も過小評価幅が大きい通貨であったが、2025 年から続く緩やかながらコンスタントな対米ドルでの上昇で、今回は過少評価度合いが縮小したものの、依然国内低インフレを吸収するほどには名目レートは上昇していない。

④ 全体の実質均衡為替レートの趨勢についての評価

実質実効為替レートの 10 年移動平均の趨勢からは各通貨の実質均衡為替レートのトレンドを検証することができる。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や、内外投資家の経済・政策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。

この点、各通貨の実質均衡為替レートのトレンドの状況は、2025 年の前回レポートでみた状況から大きな変化は無い。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る一方、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。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。

それ以外の通貨の実質均衡為替レートの傾向をみると（第 14 図～40 図）、まず英ポンドは、大局的にはユーロと似た推移がみられて来たが、2022 年頃からやや上昇傾向がみられている。東欧 3 通貨は、1990 年代後半からの上昇基調から欧州債務危機を受けて緩やかな下落～伸び悩みがみられていたが、2018 年頃から再び上昇基調となっている。特にチェコ・コ罗纳は堅調な上昇傾向を示しており、それにポーランド・ズロチも続いているが、ハンガリー・フォリントは緩やかな上昇に止まっている。スイス・フランは、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る。また、北欧 3 通貨（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）は、欧州債務危機以降の趨勢的な下落基調が続いている。

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たが、ブラジル・レアルについては 2025 年頃から再び上昇の兆しがみられている。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 年程度で国内産業の高度化が進展したり、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。尚、中国人民元は 2018 年頃から頭打ち感がみられている。

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、下落基調が続いて来たが、トルコ・リラとアルゼンチン・ペソは 2022 年頃から下落一服感もみられている。

3. まとめ

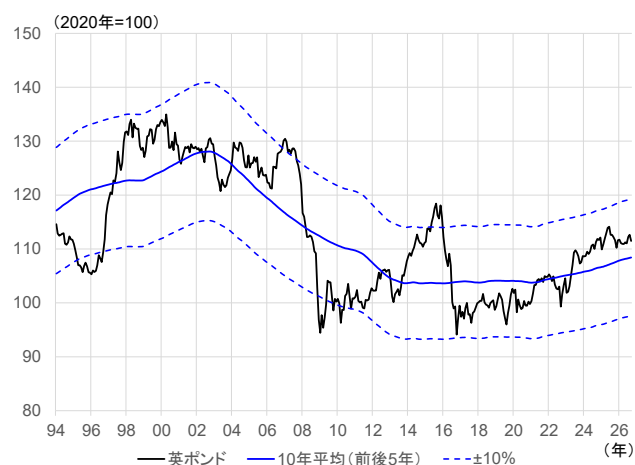
先般ベッセント米財務長官は、現在の円相場は均衡値から大幅に乖離し著しく過小評価されていると述べたが、今回の分析でも 2026 年 9 月時点で 30 通貨の中で日本円はインドネシア・ルピアに次いで過小評価と判定された。日本円の実質均衡為替レートはファンダメンタルズの悪化を反映して趨勢的な低下傾向が続いているが、それを勘案しても足元は円安方向へ行き過ぎている可能性がある。

過大評価の通貨としては、高金利の東欧通貨やラ米通貨、産油国通貨・資源国通貨など、ファンダメンタルズや市場環境などを背景に近年堅調に推移して来た通貨が多くみられていた。割高と判定された通貨は、市場環境の急変などの際は大幅に反転下落する一定のリスクがある。但し、過大評価はそれをサポートする構造要因の改善傾向を先取りして反映している可能性も排除できず、今回の結果だけで今後反転下落し易いとは限らないことにも留意する必要がある。

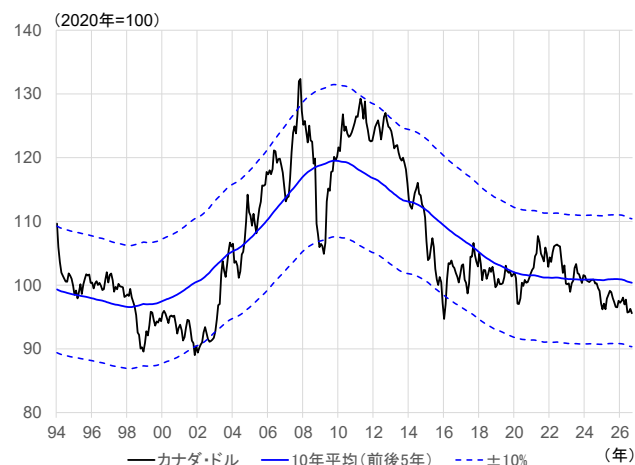
実質均衡為替レートの趨勢は、米ドルが上昇基調、日本円が下落基調、ユーロが横ばい基調にある。また、資源国通貨の実質均衡為替レートを中心に 2010 年代初頭までの中国の高度成長とその後の成長率減速に影響を受けているケースが多かった。以上の事例も含めて、全体では産業の高度化が進展したり、適切なマクロ経済政策や比較的恵まれたファンダメンタルズなどにより、先行き経済見通しが改善している国の通貨の実質均衡為替レートが上昇する傾向があった。

＜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（10年移動平均線）＞

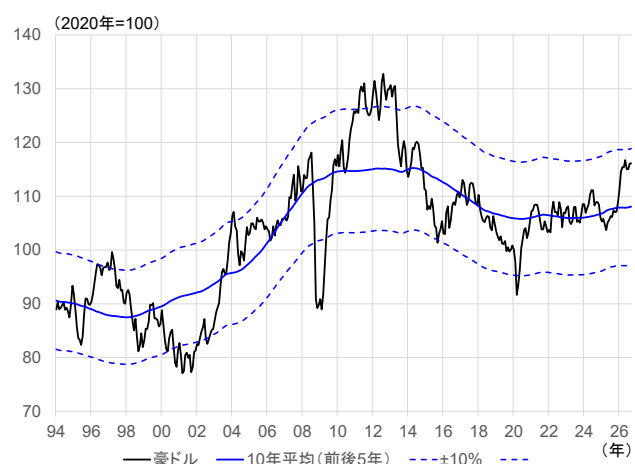
第14図：英ポンド



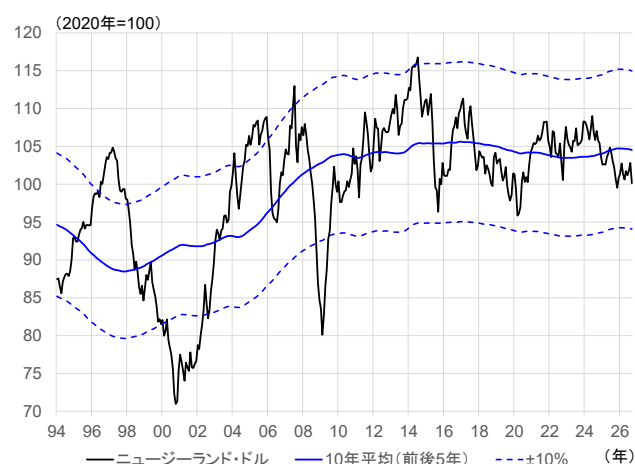
第15図：カナダ・ドル



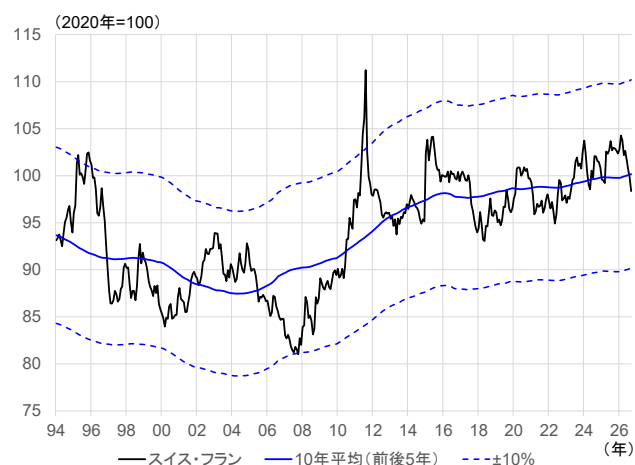
第16図：豪ドル



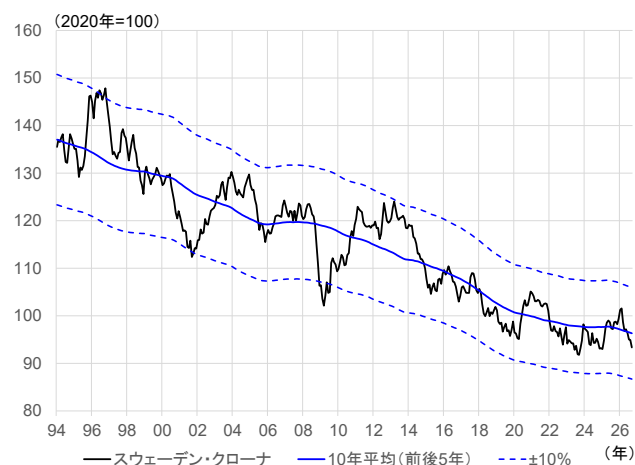
第17図：ニュージーランド・ドル



第18図：スイス・フラン



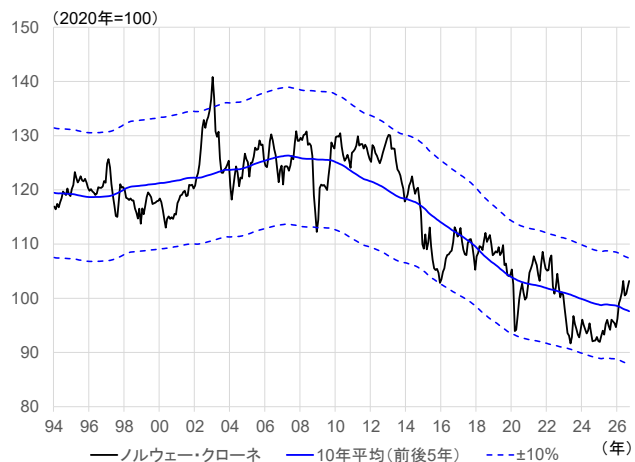
第19図：スウェーデン・クローナ



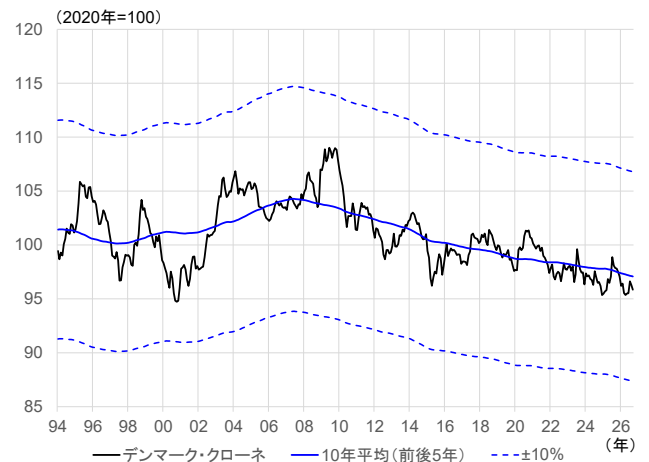
(資料) Bloomberg より筆者作成

(資料) Bloomberg より筆者作成

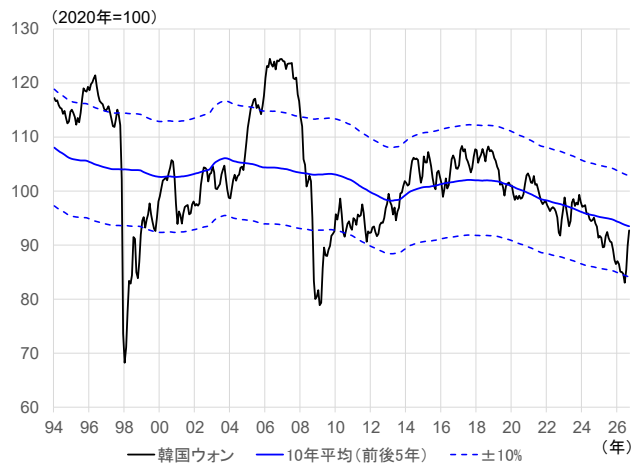
第 20 図: ノルウェー・クローネ



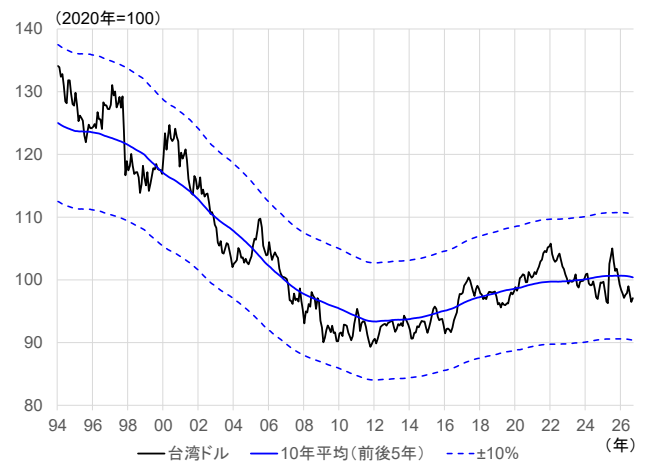
第 21 図: デンマーク・クローネ



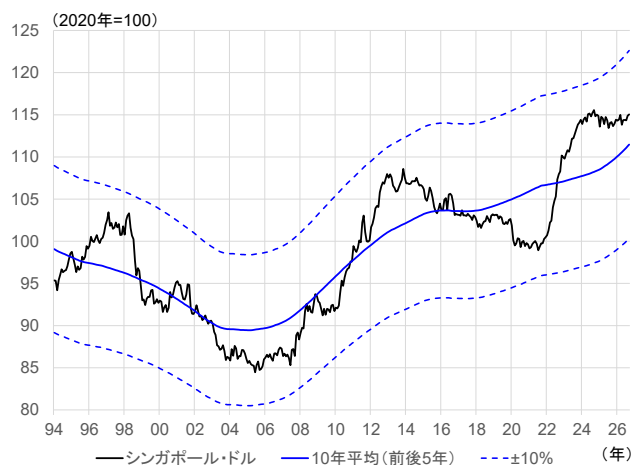
第 22 図: 韓国ウォン



第 23 図: 台湾ドル

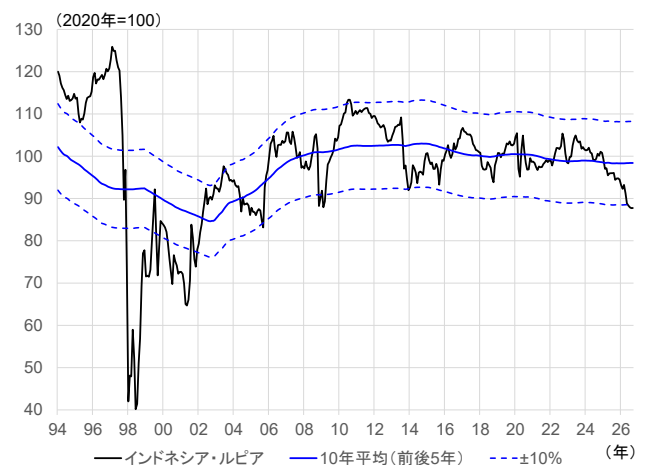


第 24 図: シンガポール・ドル



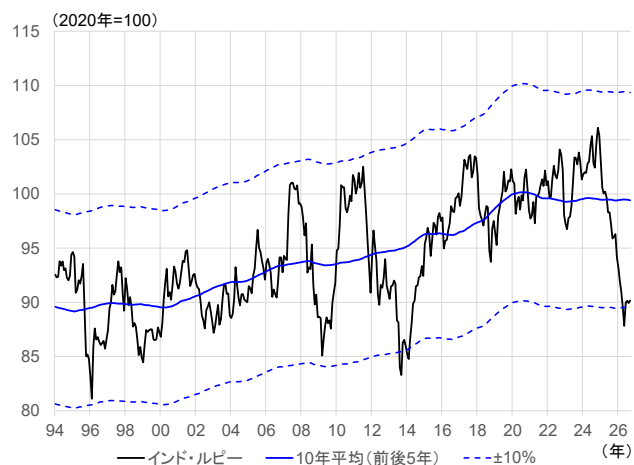
(資料) Bloomberg より筆者作成

第 25 図: インドネシア・ルピア

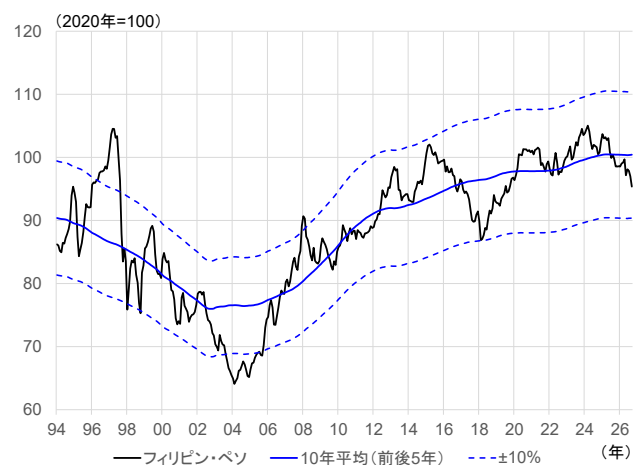


(資料) Bloomberg より筆者作成

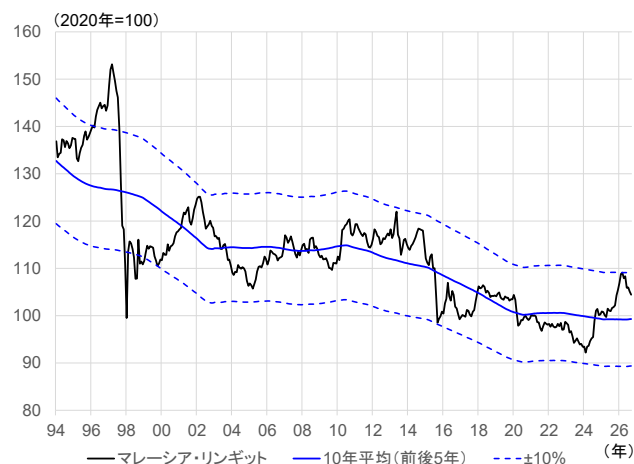
第 26 図: インド・ルピー



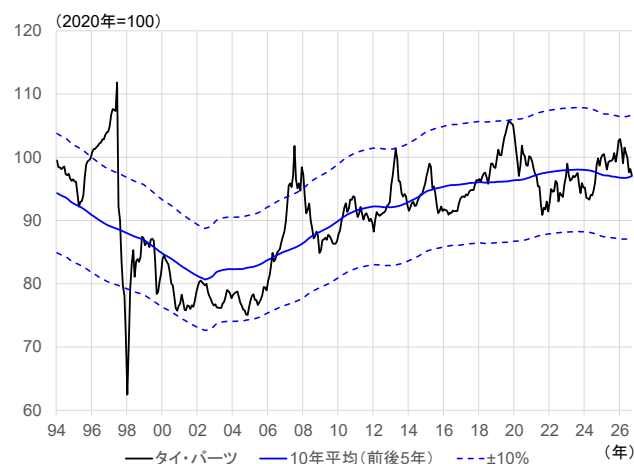
第 27 図: フィリピン・ペソ



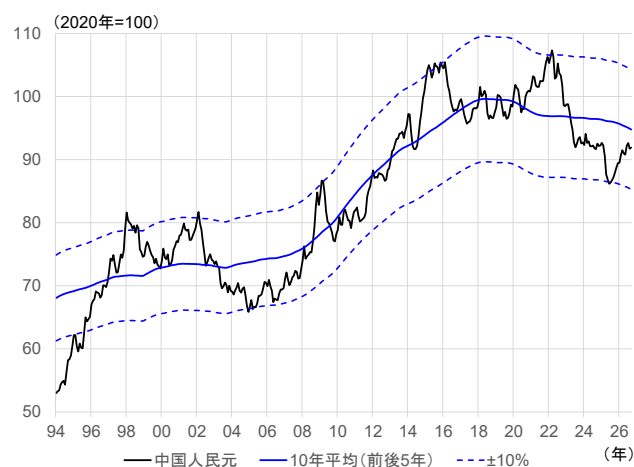
第 28 図: マレーシア・リンギット



第 29 図: タイ・バーツ

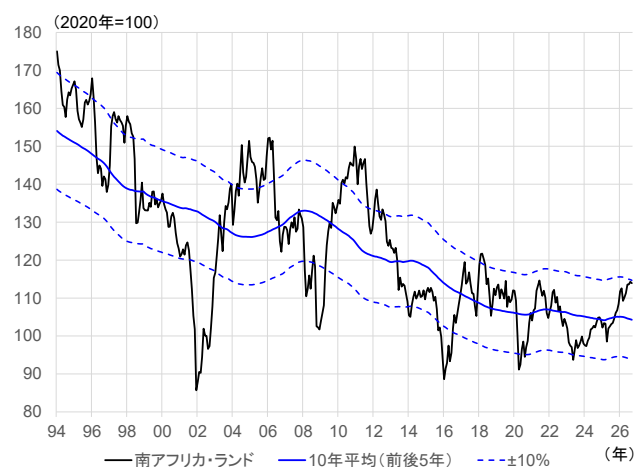


第 30 図: 中国人民元



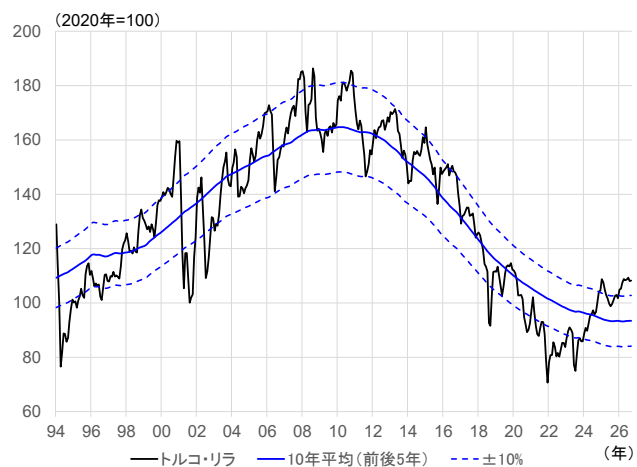
(資料) Bloomberg より筆者作成

第 31 図: 南アフリカ・ランド

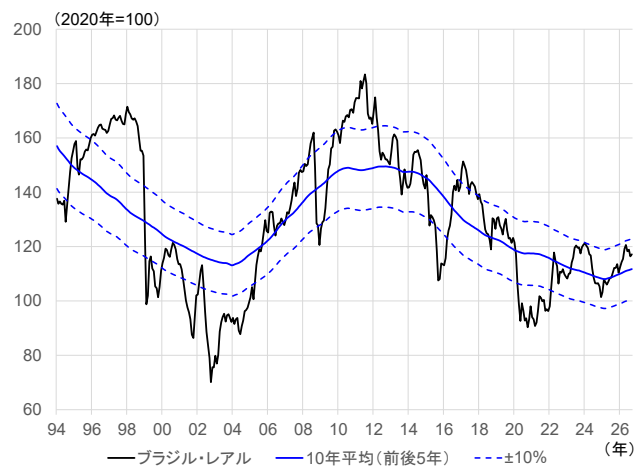


(資料) Bloomberg より筆者作成

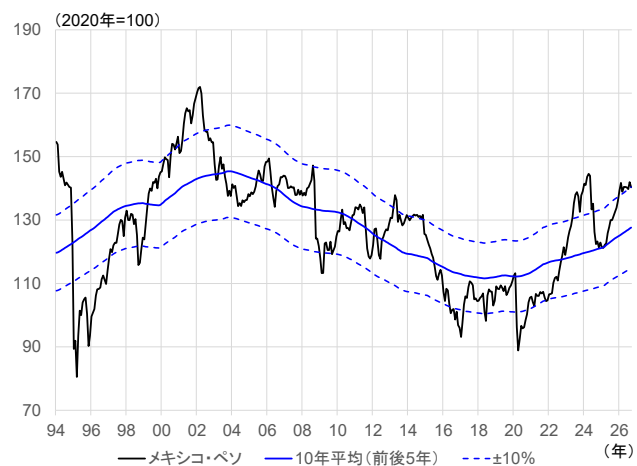
第 32 図: トルコ・リラ



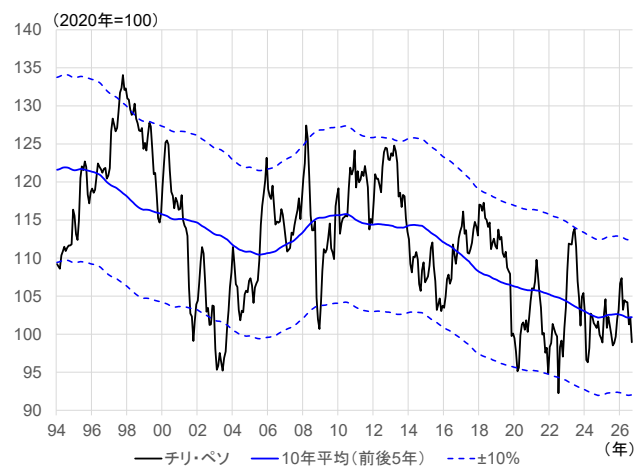
第 33 図: ブラジル・レアル



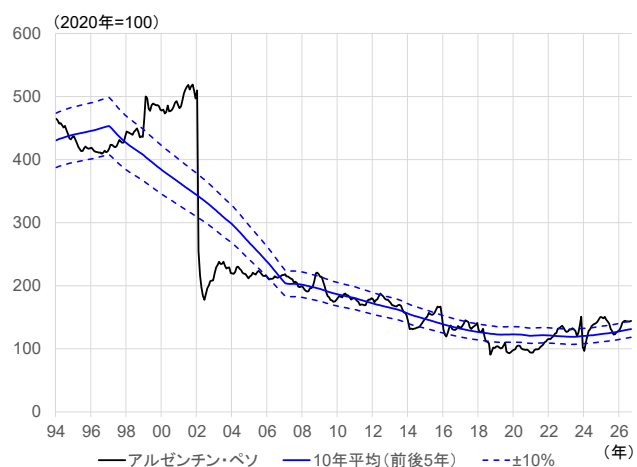
第 34 図: メキシコ・ペソ



第 35 図: チリ・ペソ

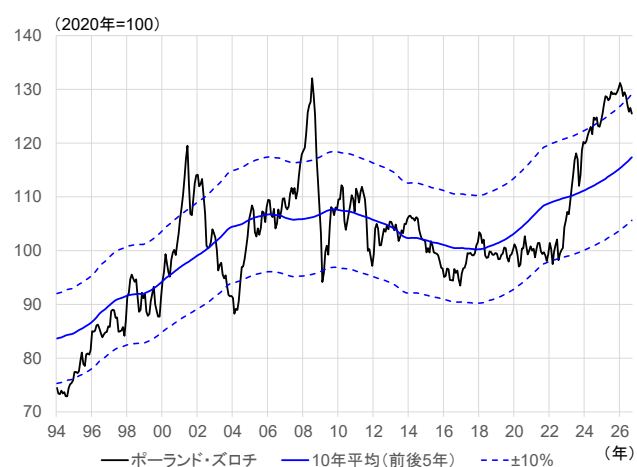


第 36 図: アルゼンチン・ペソ



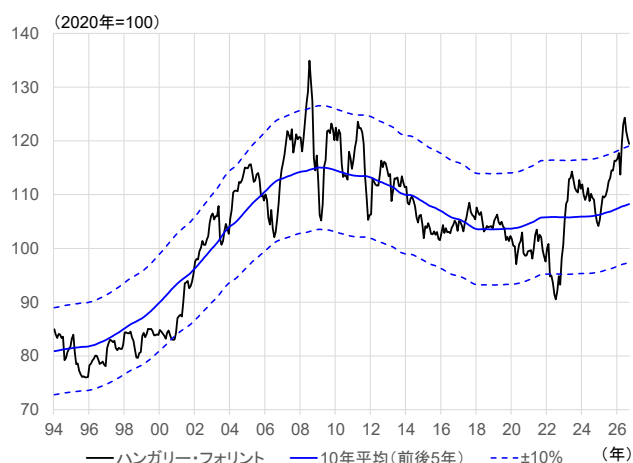
(資料) Bloomberg より筆者作成

第 37 図: ポーランド・ズロチ

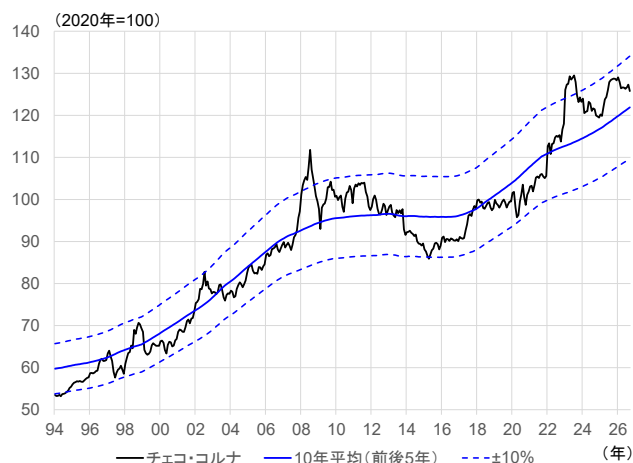


(資料) Bloomberg より筆者作成

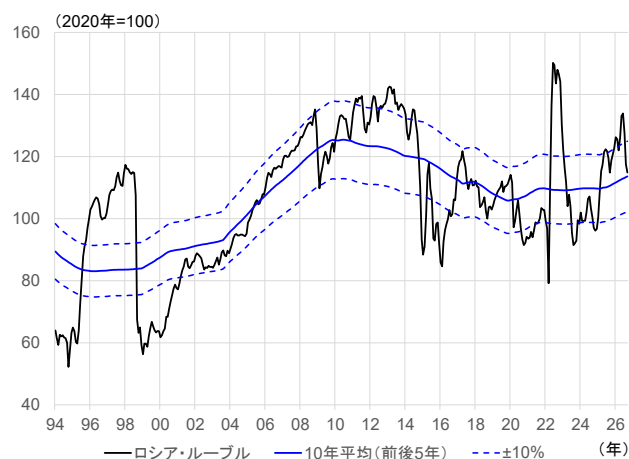
第 38 図: ハンガリー・フォリント



第 39 図: チェコ・コルナ



第 40 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います。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 2026 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>