

『為替市場と世界の金融環境』

(Foreign Exchange Market and Financial Environment in the World)

エグゼクティブ・エコノミスト 木内 登英
(Takahide Kiuchi)

株式会社野村総合研究所 (Nomura Research Institute)

2022年12月19日

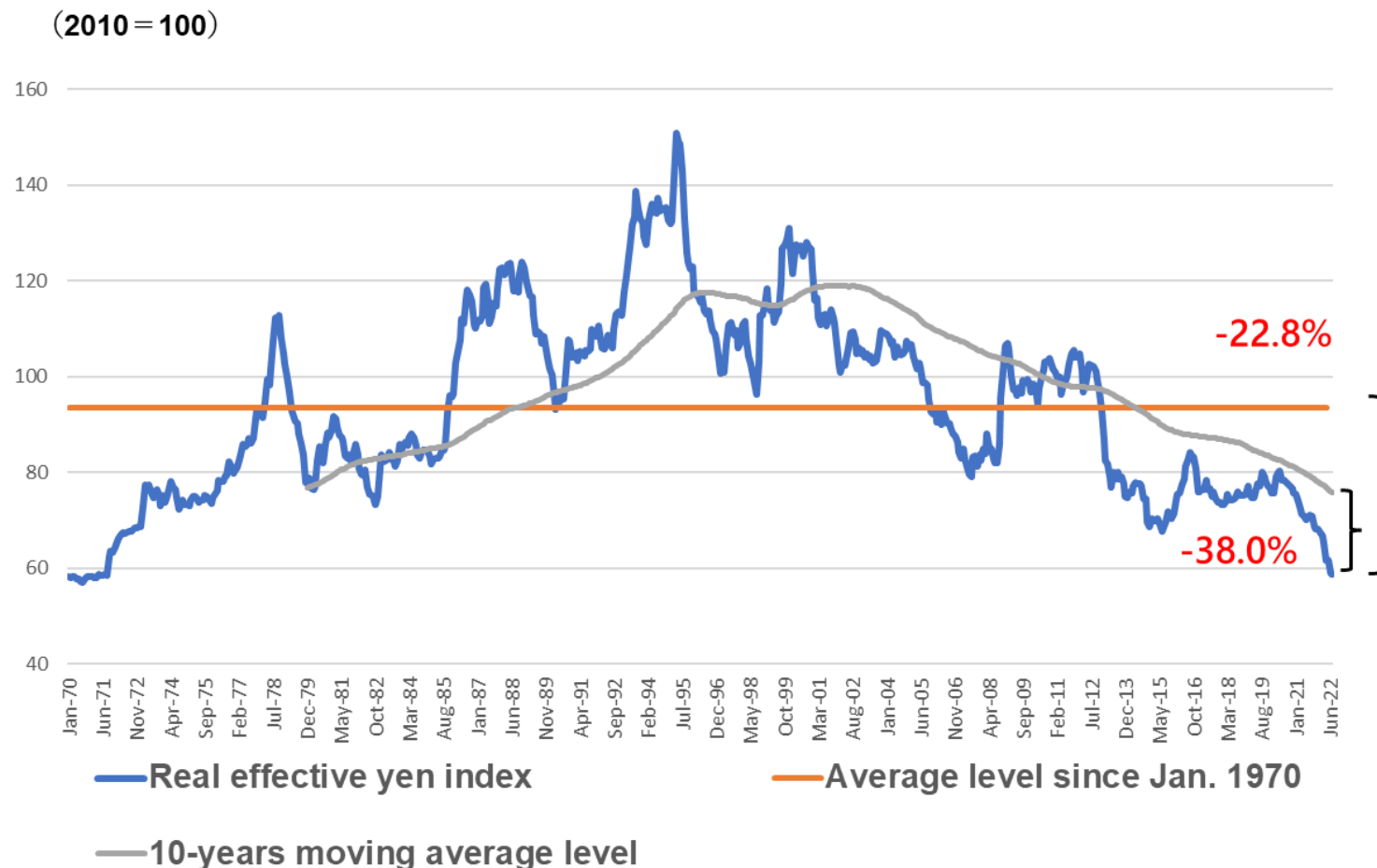
NRI

Share the Next Values!

歴史的円安の後に大幅な円の巻き戻しは生じるか？

(Will Unwinding of the Yen take place after the Historical Depreciation?)

The real effective index implies undervalue of the yen



■ The real effective yen index is the lowest in 50 years.

■ There is a risk of a rapid unwinding of the yen if US long-term interest rates decline, the global economy slows, and financial market becomes unstable.

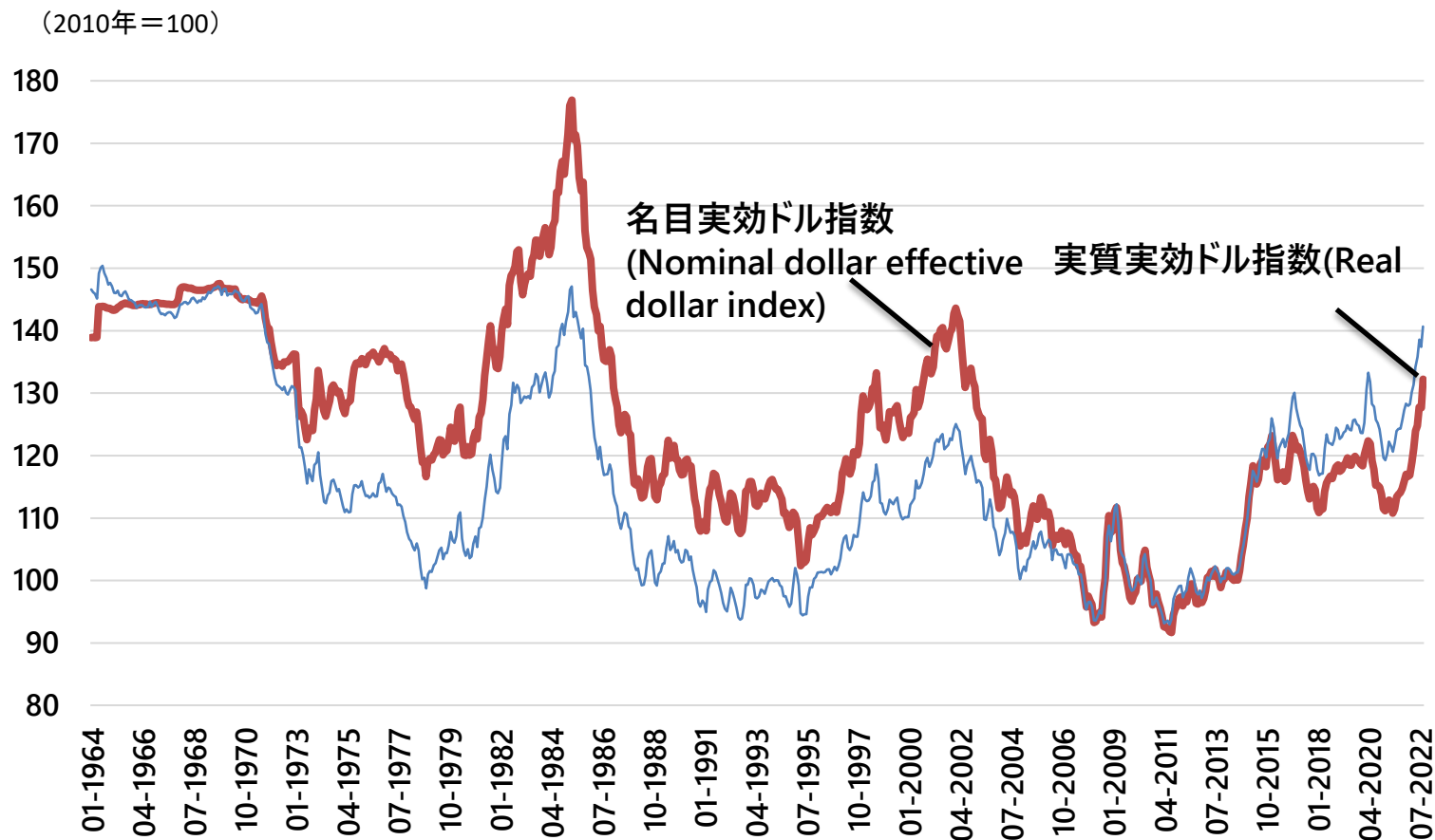
Note; The latest value is August 2022.

Source; Nomura Research Institute, based on Bank of Japan

実質実効ドルは歴史的な高水準に

(Real effective dollar hits historic high)

ドル指数の歴史的推移 (Real effective dollar index)



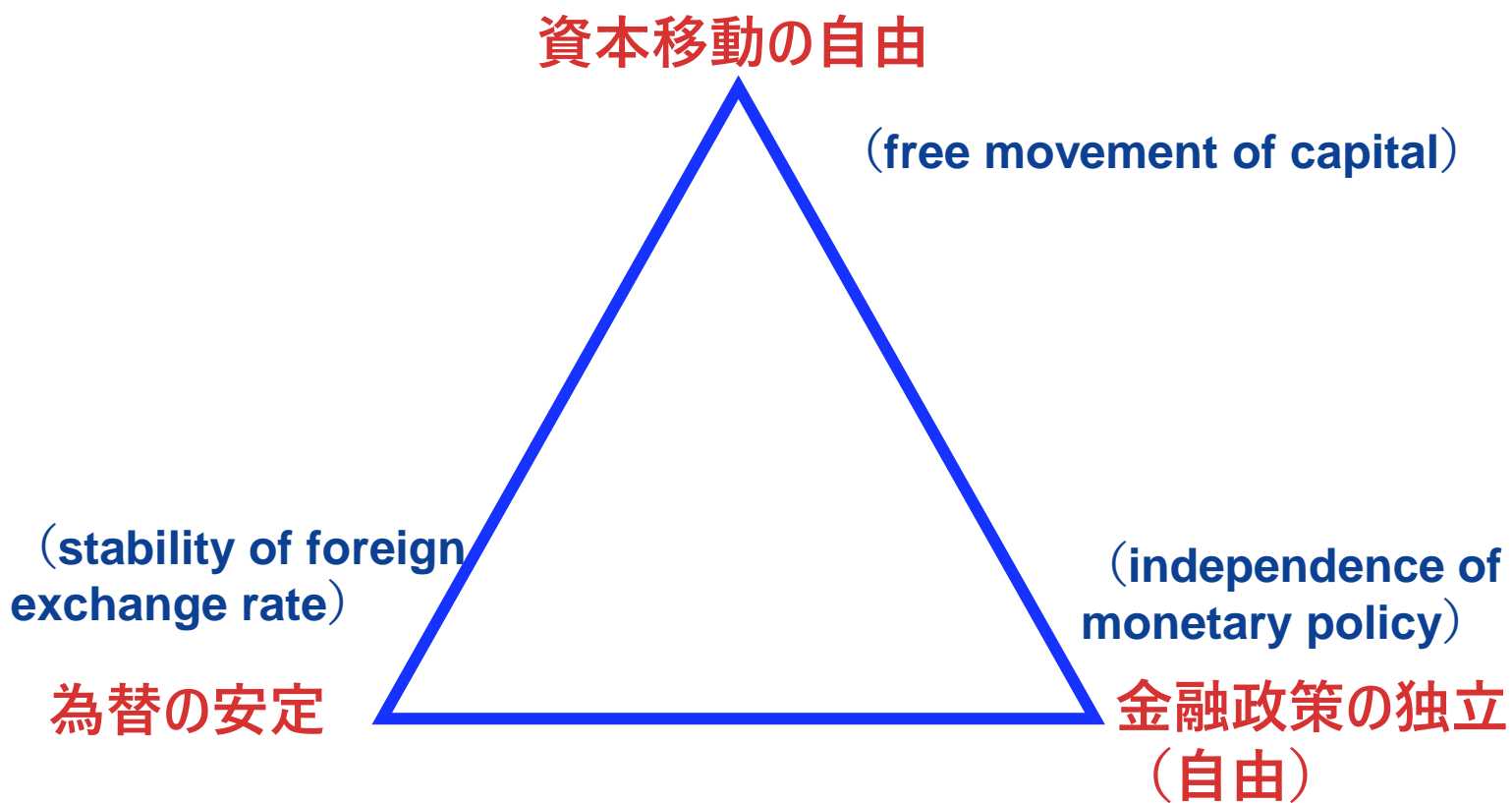
(出所) BIS (国際決済銀行)

- 貿易相手国との物価上昇率の差を調整した実質実効ドル指数は、1985年のピークの高水準に接近。現在のドル高は米国の輸出企業の国際競争力を損ない、経済に打撃
- 無党派層の取り込みも意識し、バイデン政権はドル高容認姿勢を修正も

国際金融のトリレンマのもとで世界は通貨高・利上げ競争に

(Under the international financial trilemma, the world is in a race to appreciate currency and raise interest rates)

国際金融のトリレンマ (the international financial trilemma)

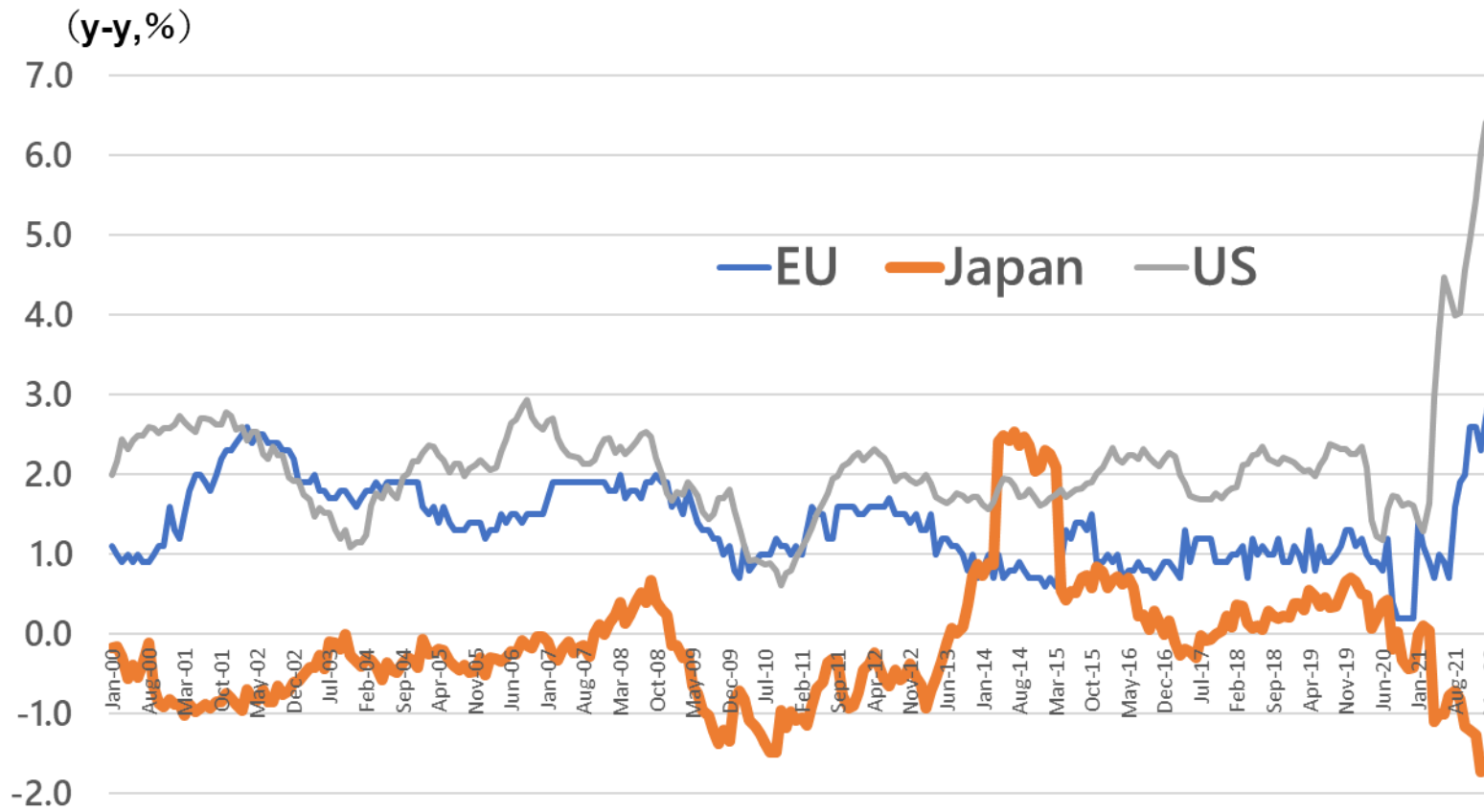


(出所) 野村総合研究所

- 物価高を助長する通貨安を回避したい各国は、経済を犠牲にして米国の利上げに追随。通貨高を通じてインフレ圧力を他国に押し付けあう構図に
- 国際金融のトリレンマのもと、各国は「金融政策の独立」を放棄して「為替の安定」を選択
- 日本は「金融政策の独立」を維持する一方、為替介入で「資本移動の自由」を一定程度制限するポリシーミックス

物価動向に格差 (Diversifying Price Increase Situation by Regions)

CPI (excl. food & energy) in Japan, US and EU



Source; OECD

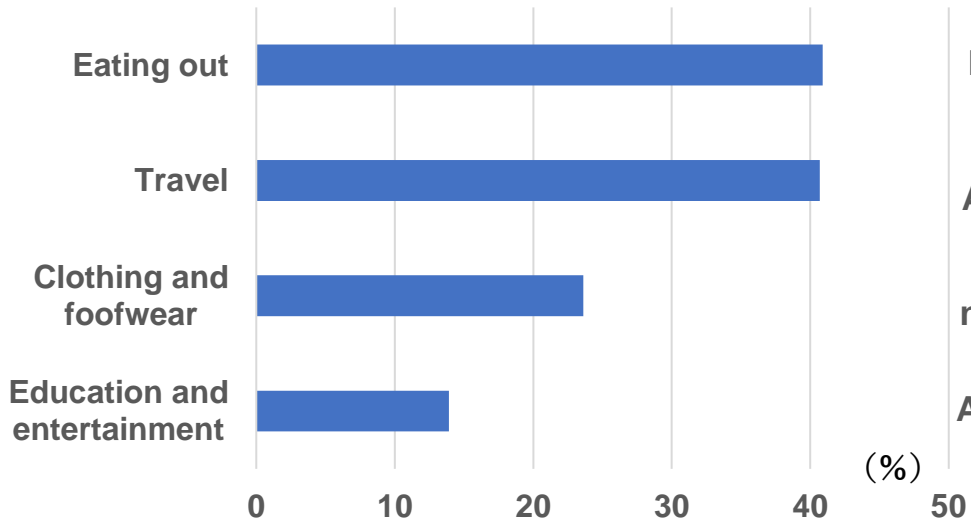
■ The reasons why Core CPI in Japan is still low compared with that in US and EU are ...

- ① slow economic recovery after the pandemic shock
- ② low inflation rate trend reflecting low potential of the economy
- ③ companies' cautious policy of changing prices and wages

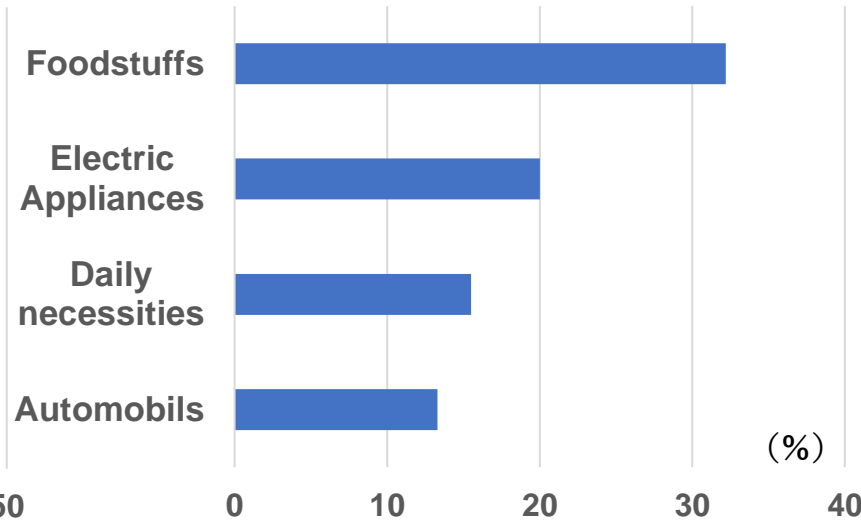
物価高はポストコロナ経済の産みの苦しみ (Soaring Prices are the Inevitable Pains in Transition to the Post-Pandemic Economy)

Change in consumer behavior under the pandemic

Items that consumers have decreased their spending on compared with one year ago



Items that consumers have increased their spending on compared with one year ago



- Change in consumer behavior under the pandemic causes higher prices and wages which are the driving force of the transformation of industrial structure.
- In Japan, where wages and prices are rising moderately, the transformation of the industrial structure tends to be delayed.

Note1. Up to three answers were allowed.

Note2. Education and entertainment includes tutoring schools, recreational lessons, amusement parks, and movies. Daily necessities include detergents and general merchandise.

Source; "Opinion Survey on the Public's Views and Behavior (March 2022), Bank of Japan

米国金融政策の転換点はいつか？ (When will be the turning point in U.S. Monetary Policy?)

FRB金融政策の5つのステージ (Five stages of FRB monetary policy)

【ステージⅠ】 (2022年3月～)

物価対応の後れを取り戻すため大幅な利上げを進める

【ステージⅡ】 (2022年7月～)

景気と物価の双方をにらみ、経済指標に応じた形で利上げペースを調整する

【ステージⅢ】 (2022年12月～2023年1-3月期?)

景気悪化のリスクにも配慮して利上げペースを明確に低下させる

【ステージⅣ】 (2023年前半?)

追加利上げを見合わせ、様子見に転じる

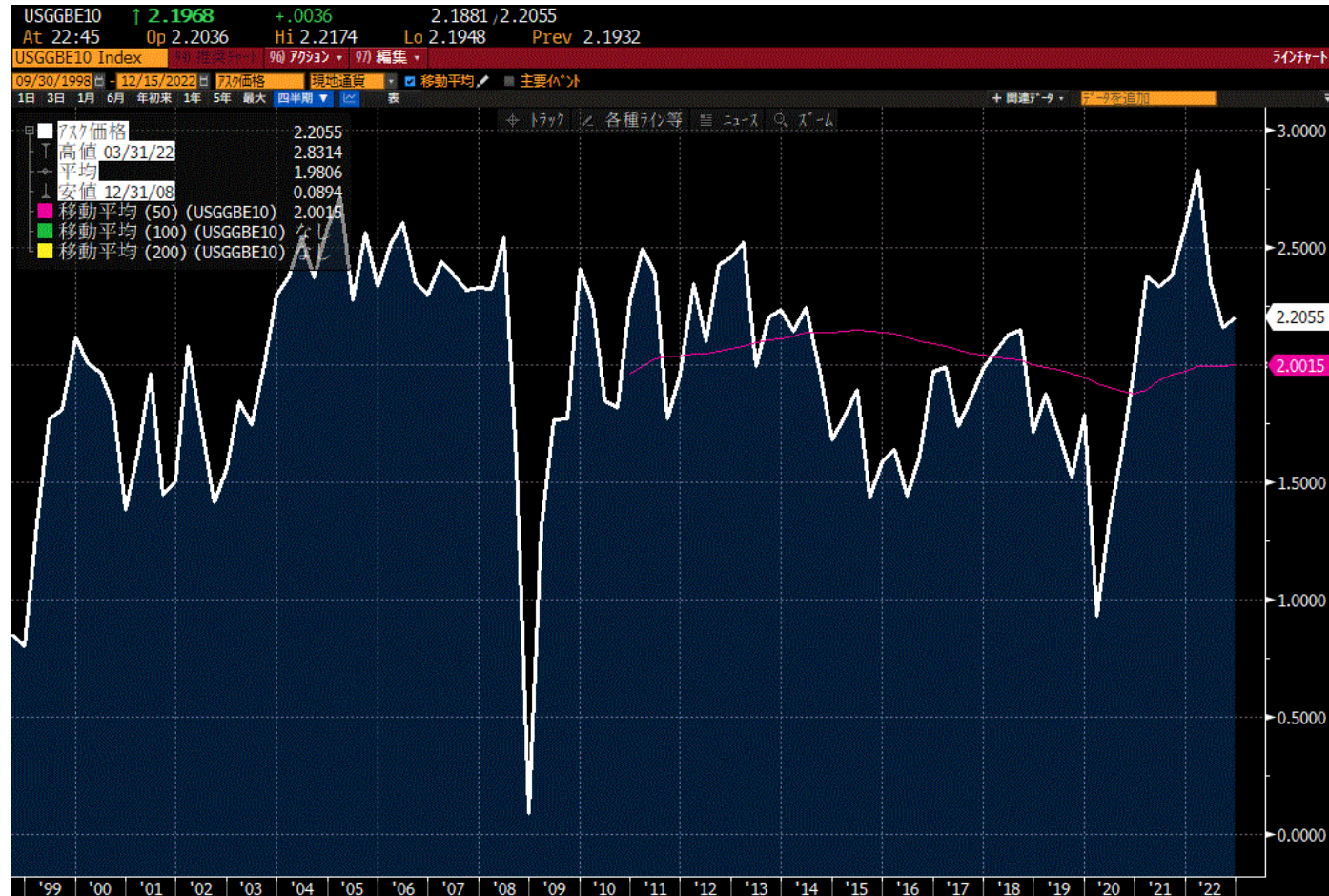
【ステージⅤ】 (2023年半ば～後半?)

利下げに転じる

中長期予想物価上昇率が安定を維持する中、実質金利が大幅上昇へ

(The real interest rates will rise significantly, while medium- to long-term inflation expectations remain stable)

米国10年予想物価上昇率（US 10-year inflation expectations; BEI）

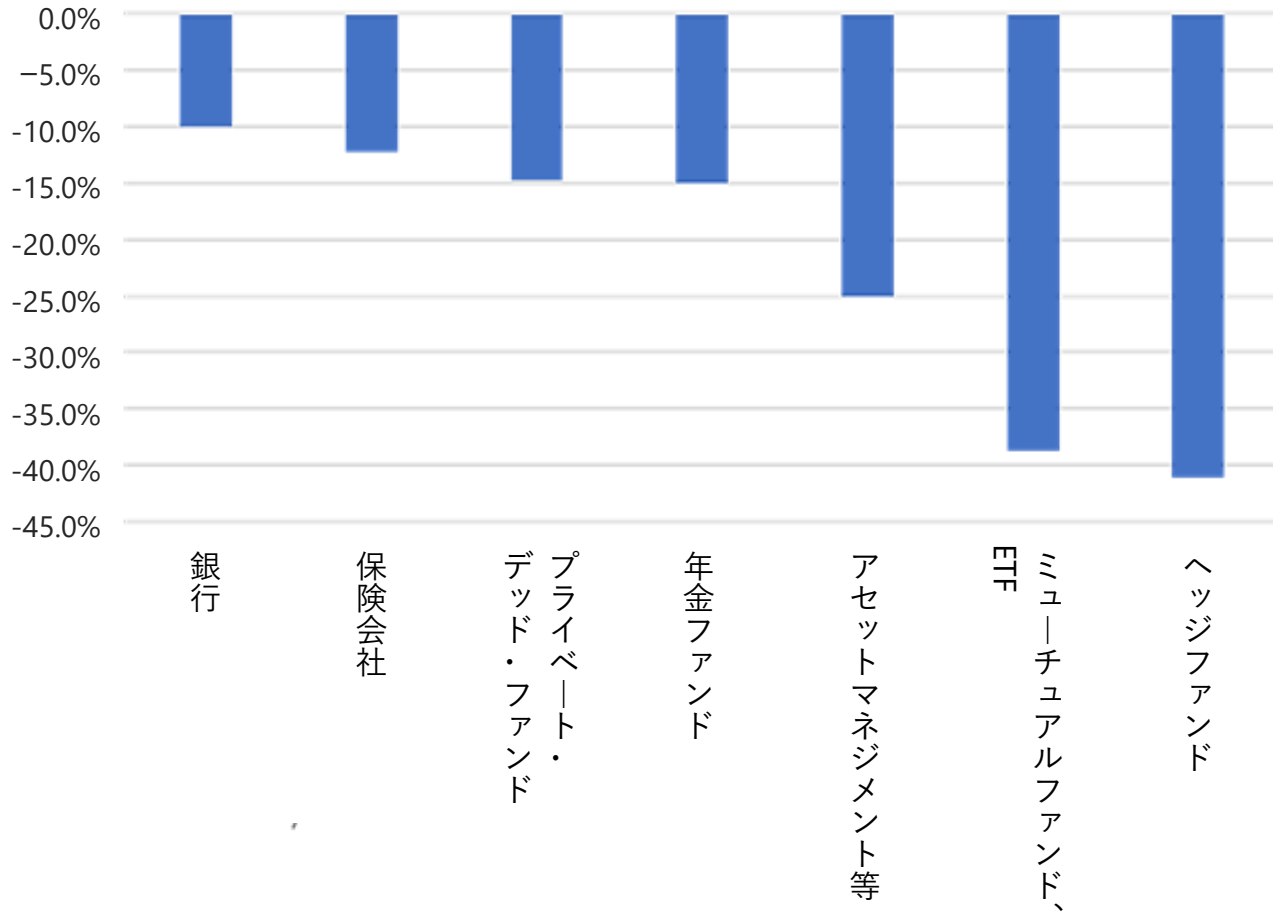


(出所) ブルームバーグ

高リスク資産の価格調整による世界の金融機関の損失試算

(Estimated Losses of Global Financial Institutions Caused by Price Adjustments of High-Risk Assets)

機関別損失率推計

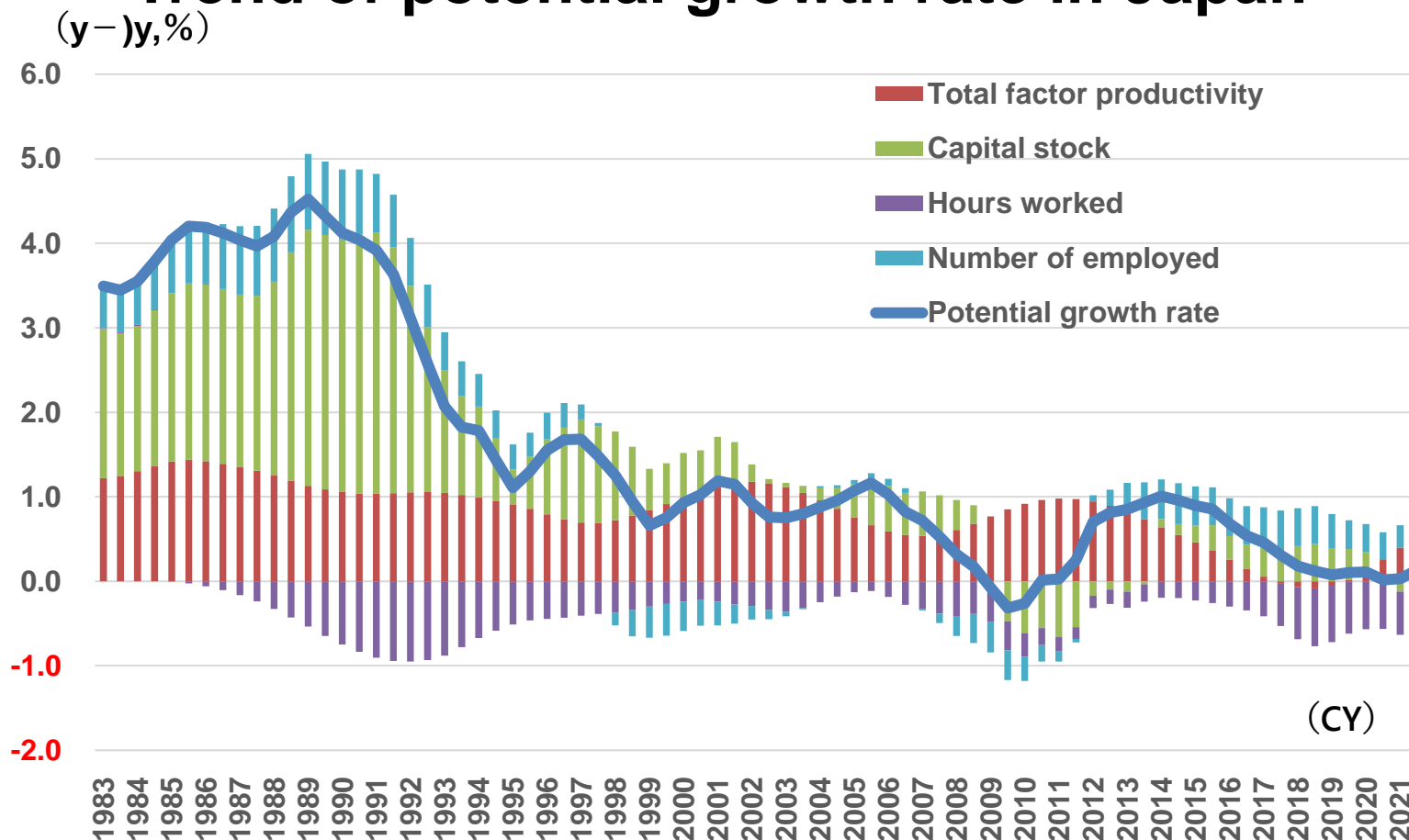


- ハイールド債やCLO（ローン担保証券）など高リスク資産にリーマン・ショックと同程度のショック（価格下落、デフォルト率上昇）が生じた場合の世界の金融機関の損失は、1兆3,070億ドル
- 損失額が最も大きいのがミューチュアルファンド（投資信託とETF（上場投資信託））
- 損失率ではヘッジファンドが最大

(出所) IMF, Global Financial Stability Report, April 2020 より野村総合研究所作成

10年に渡る異次元緩和は潜在成長率の低下に歯止めを掛けることはできなかった(Extraordinary Easing Monetary Policy for Neary a Decade Has Failed to Stem the Decline of Potential Growth Rate)

Trend of potential growth rate in Japan



Source; Nomura Research Institute, based on Bank of Japan

異次元緩和10年の総括 (Assessment of Extraordinary Easing Monetary Policy by The Bank of Japan for 10 years)

- ①リーマンショック後の超円高を修正し、一時的に需要を刺激した
- ②経済の潜在力、物価上昇率への影響は明確に確認できなかった
- ③10年間での長短金利の低下幅は限定的
- ④2%の物価目標は、企業・家計の行動に目立った影響を与えなかった
- ⑤痛みを伴う構造改革・成長戦略の推進を妨げ、経済の潜在力を損ねる政府債務の増大を促した
- ⑥それ以外に以下のようなリスクを高めた

1) 市場機能の低下、2) 金融機関の収益圧迫と金融仲介機能低下、3) 日銀の財務リスクの高まり通貨信認低下、日銀の独立性低下、4) 硬直的な政策運営が円安進行など市場を不安定化

中央銀行の物価目標の考え方

(The central bank's price targeting)

- ① 中央銀行の物価目標は、最終目標ではない。物価目標至上主義はリスクが高い
- ② 物価を通じて経済の歪みを察知し、柔軟な金融政策の変更を通じて物価を目標値に誘導することで中長期的な経済・国民生活の安定を確保することが、物価目標政策の本質
- ③ 中央銀行は経済の実力（潜在力）に見合った「物価の安定」を目標値に設定する。それは過去の物価上昇率の平均値に近い
- ④ 「物価の安定」は経済の発展ステージなど各国ごとに異なるもので、国際基準は存在しない
- ⑤ 経済の実力（潜在力）に見合った「物価の安定」は変化するため、物価目標も柔軟に修正する必要がある

誰が新総裁となっても金融政策の正常化は進む

(No Matter Who Is Nominated as the New Governor, Policy Normalization is Likely to Proceed)

Expected key candidates of the next governor

	Main Career	Specialty in BOJ	International? or Domestic?	Relationship with Governor Kuroda	Relationship with Government	Easing Monetary Policy Stance
Masayoshi Amamiya	Current Deputy Governor of BOJ (March 2018 - March 2023)	Monetary Policy	Domestic	very close	very close	aggressive
Hiroshi Nakaso	Current Chief Director, Daiwa Research Institute Former Deputy Governor of BOJ (March 2013 - March 2018)	Financial Market, Prudence Policy	International	somewhat close	weak	Cautious
Hirohide Yamaguchi	Current Chief Director, Nikko Financial & Intelligence Former Deputy Governor of BOJ (October 2008 - March 2013)	Monetary Policy, Management	Domestic	weak	somewhat close	Negative

Source; Nomura Research Institute

- **As is widely expected, the current BOJ's Deputy Governor Amamiya is likely to be nominated as the new Governor. However, if the relationship between the BOJ and the government worsens over the harmful yen depreciation, the other candidates could possibly be nominated who are not close to Governor Kuroda or more flexible and cautious for monetary easing.**

金融政策の正常化プロセスは？ (How Will the Normalization Policy be Proceeded?)

The normalization process will be as follows:

- 1. revision of price target of 2% (to longer-term target, etc.),**
- 2. cancellation of negative interest rate,**
- 3. elimination of long-term interest rate target,**
- 4. elimination of overshoot-type commitment,**
- 5. reduction of long-term government bond holdings,**
- 6. off-balancing of ETF.**

BOJ will not normalize its policy in a hurry in case of economic slowdown or sharp appreciation of the yen. Normalization has a long way to go.