

みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 11 日)

インバウンド解禁と円安抑制の関係性

インバウンド全面解禁には①防疫政策の正常化、②分配の強化、③円安抑止と景気浮揚といったメリットが想定される。一方、デメリットは「変異株が持ち込まれる」という感情的で検証の難しい論点。日本社会の防疫意識は自浄作用が働かなくなっており、インバウンド全面解禁とセットでこれを修正するのが賢明。この機を逸してしまえば日本のパンデミック脱却はさらに遅延するだろう。また、インバウンドは地方でも消費・投資をするはずであり、分配を重視する岸田政権にとっても悪い話ではない。しかし、インバウンド全面解禁に伴い最も期待されるのは円安抑制と景気浮揚にまつわる効果。仮に円安による輸入物価上昇(それに伴う実質所得環境の悪化)を食い止めたいのならば、旅行収支黒字の復活は王道。過去の実績を踏まえる限り、旅行収支黒字は貿易赤字により増えた円売りの小さくない部分を吸収するはずである。なお、インバウンドの 30%は中国人であり、日本の旅行収支が往時の水準に戻るには同国のゼロコロナ政策解除も必要だろう。ちなみにパンデミック後、中国と日本のサービス(旅行)収支は対照的な動きをしているが、これは人民元と円が対照的な動きをしていることに関しているのではないか。

～インバウンド全面解禁はパンデミック脱却の好機～

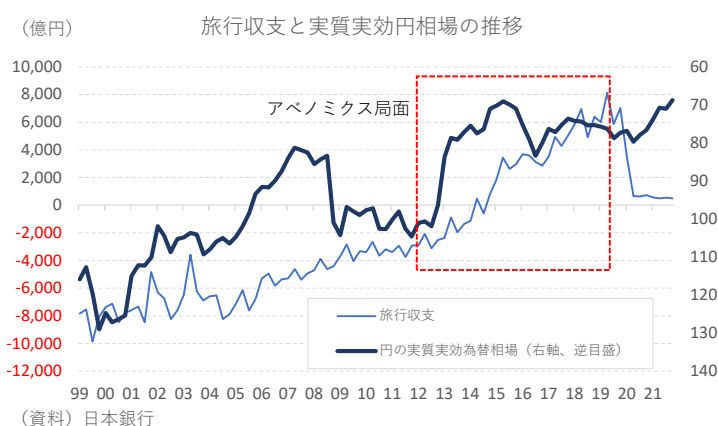
5 月訪英の際、岸田首相は経済界から批判が強い「鎖国」と揶揄される水際対策に関し、コロナ対策を段階的に見直す一環として緩和する方針に言及した。但し、観光目的の外国人(いわゆるインバウンド)の新規入国は「少人数のツアー」に限定するとも報じられ、全面解禁には至らないと言われている。日本人が海外へ往来するのは OK でその逆は駄目だという理屈は破綻しており、もはや水際対策の体裁をなしていない。限定無しに即全解除が常識的な対応だろう。また、インバウンド全面解禁は外圧によってガラパゴス化した防疫政策の在り方を見直し、成長率の復元に弾みをつける好機にもなるはずである。炎天下の屋外やスポーツジムでもマスク着用に固執する日本の状況は世界的に見ても異様であり、これを海外から来た人々に強いるのは無理筋だろう。もはや日本社会の防疫意識は自浄作用が働かなくなっているようにも見え、インバウンド全面解禁とセットでこれを修正するのが賢明と考えたい。逆に言えば、この機を逸してしまえば日本のパンデミック脱却はさらに遅延するのではないだろうか。自分で変えられないなら他人に変えて貰うしかない。

～円安抑制と景気浮揚というメリット～

インバウンド全面解禁はこうした防疫政策の正常化も促すほか、岸田政権の標榜する「新しい資本主義」(具体的には分配)にも貢献する話だ。インバウンド全面解禁に伴い外国人は日本全国に散らばり、消費・投資をしてくれるだろう。拡張財政に依存した「GoTo○○」に類する政策よりも、よほど健全に飲食・宿泊・旅行業界をバックアップする効果が見込めるであろうし、それ自体が地方活性化策にもなるはずだ。分配政策に関心を抱く岸田政権にとって悪い話ではないと思われる。

しかし、インバウンド全面解禁に伴い最も期待されるのは円安抑制と景気浮揚にまつわる効果であろう。この点は議論の余地がない。過去の本欄でも議論しているが、仮に円安による輸入物価上昇(それに伴う実質所得環境の悪化)を食い止めたいのならば、インバウンド全面解除に伴う旅行収支黒字の復活は王道である。国内生産拠点が失われ円安でも「財の輸出」が増えなくなった日本が「サービスの輸出」である旅行収支(の受取)で外貨を稼ごうとするのは自然である。当然の話だが、足許で「悪い円安」というフレーズが跋扈しているのは円安のメリットを体感できないことに起因している。通貨安には当該国の競争力を相対的に改善させることで収益機会が増えるというメリットがある一方、輸入財の価格が上昇するというデメリットがある。現状、メリットは鎖国政策で自ら打ち消し、デメリットだけが残る状況にあるのだから「悪い円安」と呼ぶ世間の胸中也理解できる。

日本の旅行収支黒字は 2015 年に約 +1.1 兆円と暦年ベースでは初の黒字に転じ、その 4 年後の 2019 年には約 +2.7 兆円と 3 倍弱まで膨らんでいる。図示するように、当時の勢いを考えれば、パンデミックさえなければ過去最高の黒字を更新していたはずである(何より東京五輪も通常開催されていれば、と悔やまれる)。より具体的な数字を見よう。2021 年通年の経常黒字は約 +15.5 兆円とコロナ直前の 5

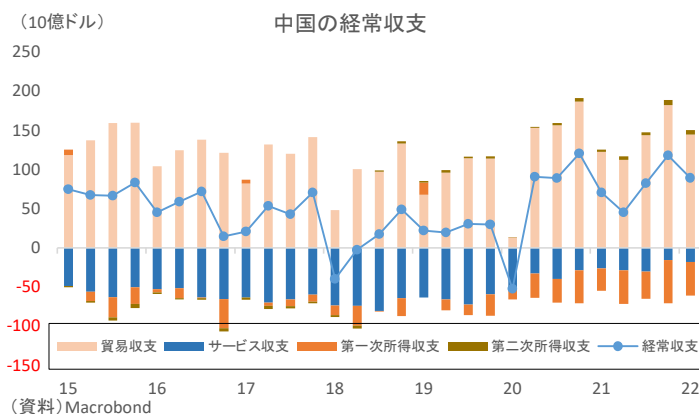


年平均(2014～2019年)の約 +19.9 兆円と比較すれば 4～5 兆円ほど下振れている。恐らく 2022 年 はもっと小さくなる。下振れの原因は言うまでもなく貿易赤字の拡大であり、実際に円売りフローが増えたことを意味している。過去の実績を踏まえる限り、旅行収支黒字(2019年で約 2.7 兆円)はその貿易赤字により増えた円売りの小さくない部分を吸収するイメージになる。需給が円売り超過に傾斜していることが円安相場の背景と言われている以上、一定の歯止めとしては期待できる。

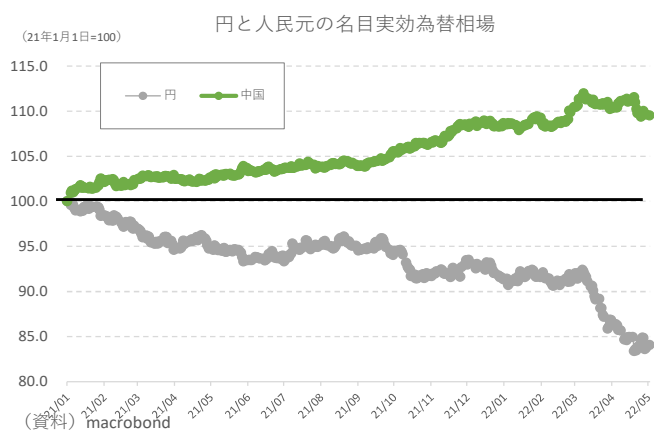
ちなみに、円安抑止と同時に景気浮揚効果も当然ながら期待できる。観光庁が発表する訪日外国人消費額は 2019 年時点で約 4.8 兆円と 7 年連続で過去最高を更新していた。実質実効ベースで半世紀ぶりの円安になっているということはインバウンドにとってそれだけ日本の物価が「お得」に映っているはずなので、消費額はさらに増える可能性がある。パンデミックを経てインバウンドが日本で発揮する購買力はアップしていることも加味したい。

～中国と日本の対照性～

もっとも、貿易収支同様、旅行収支も「相手がある話」だ。インバウンドの大半は中国人であり、2019 年時点では訪日外客数 3188 万人のうち約 30% (959 万人) が中国人であった。周知の通り、その中国はゼロコロナ政策に固執しており、日本以上に防疫政策による経済破壊が進んで



いる(もともと中国は 2021 年中にパンデミック以前の GDP 水準を復元しており、日本と違って余力はある)。インバウンド全面解禁の効果をフルに享受するためには中国のゼロコロナ政策放棄も必要であろう。なお、図示されるように、パンデミック前と比較して中国の経常黒字は水準が切り上がっている。これは日本とは逆に旅行収支を中心とするサービス収支の赤字が減少していることに起因する。言うまでもなくパンデミックで海外旅行ができなくなった影響であり、日本側から



見れば「爆買い」と形容された消費活動が消滅した結果でもある。為替市場からは名目実効為替相場ベースで見た時、人民元と円が対照的な動きをしていることに着目したい。これは中国人が日本で落とす外貨(円買い・元売り)が巻き戻されたという可能性も示唆する(図)。仮にそれが事実だとすれば、インバウンド全面解禁に伴う円安抑止効果は尚の事、期待できる。

以上見るだけでも、インバウンド全面解禁には①防疫政策の正常化、②分配の強化、③円安抑止と景気浮揚といったメリットが想定される。一方、デメリットは「変異株が持ち込まれる」という感情的で検証の難しい論点だろうか。いつまでも日本に入ってきて来ようとしている外国人をばい菌扱いして入国規制を続けても、閉塞的な日本経済の状況は一向に良い方へ変わらない。科学的根拠に基づいた上で未来にとって有益で迅速な政治決断を期待したい。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株値に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシスデミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治ヘアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株値を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本邦の正常化プロセスは23年以降に～)