

みずほマーケット・トピック(2022 年 9 月 13 日)

鎖国政策終了とその後の課題

政府が 10 月までを目途に鎖国政策と揶揄される各種水際措置の撤廃を検討していることが報じられた。ツアー客限定や観光ビザの要求など悪名高い障害が取り除かれるのは朗報だが、マスク着用や基本的な感染対策を恐らく残すであろうことも含めれば、どれほどのインバウンド需要が復元されるのか予断は許さない。既に、ほかのアジア観光地は日本よりも規制緩和が進んでおり、足許ではユーロ安も進んでいる。日本が鎖国政策を続けている間にインバウンドの代替需要を引き受ける国・地域は現れている。また、インバウンド需要が政府の目論見通り復元されるとして、少なくとも 2 つの懸念がある。それは供給制約と物価上昇に関する問題意識。例えば、インバウンド需要が復元されるとしても、この受け皿となるべき宿泊・飲食サービス業の人手不足は深刻を極めている。また、日本社会全体がインバウンド需要を契機として物価上昇に直面していく可能性もある。国民の財布が貧しくなる以上、外国人の財布に依存せざるを得なくなるのは必然の帰結であり、そこにストレスはどうしても付いて回るのだろう。

～鎖国政策終了でインバウンド需要は元に戻るか～

昨日、政府が 10 月までを目途に新型コロナウイルスの水際対策として導入している 1 日あたりの入国者数の上限(現在 5 万人)を撤廃する調整に入ったことが報じられている。これに合わせて悪名高いツアー客限定、観光ビザの要求も撤廃されることが検討されているという。報道を見る限り、果たして全ての規制が撤廃されるのか現時点では定かではないが、これらが事実であれば鎖国政策はいよいよ終了することになる。そもそも G7 で水際対策と銘打って外国人の移動を制限しているのは日本だけであり、「10 月までを目途」と言わず即刻撤廃されるべきである。もちろん、中国がゼロコロナ政策を敷く以上、ピーク(2019 年)時の旅行収支黒字である+2.7 兆円に肉薄するのは根本的に難しい。また、大きな障害が取り除かれるとはいえ、日本自身がマスク着用や基本的な感染対策(こまめな検温、手洗い、アクリル板設置など)を恐らく残すであろうことも含めれば、果たしてどれほどのインバウンド需要が復元されるのか予断は許さない。円が極めて割安な通貨になっていることは確かに追い風だが、例えば同じアジアの観光地であるタイでは屋内も含めたマスク着用義務が撤廃されている。また、ここにきてユーロも大幅に値を下げており、当地も日本ほどマスク着用に固執する雰囲気はない。日本が鎖国政策を続けている間にインバウンドの代替需要を引き受ける国・地域は現れており、「規制を外したから元に戻る」というほど話は単純ではないように思われる。

～インバウンド解禁が含む 2 つの問題点～

それでもインバウンド需要に門戸を開くことが景気にとってプラスに働くことは間違いない。木原副官房長官がインバウンド拡大について経済活性化に「最も効く」と評しているように、購買力に勝る外国人観光客は何の制限も受けなければ消費・投資意欲を存分に発揮してくれることだろう。それ

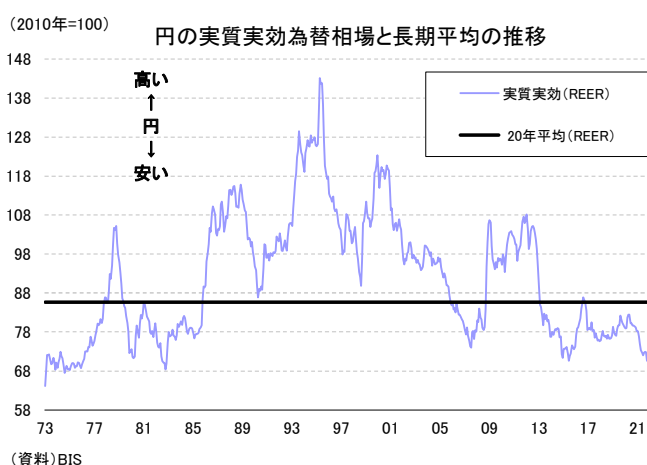
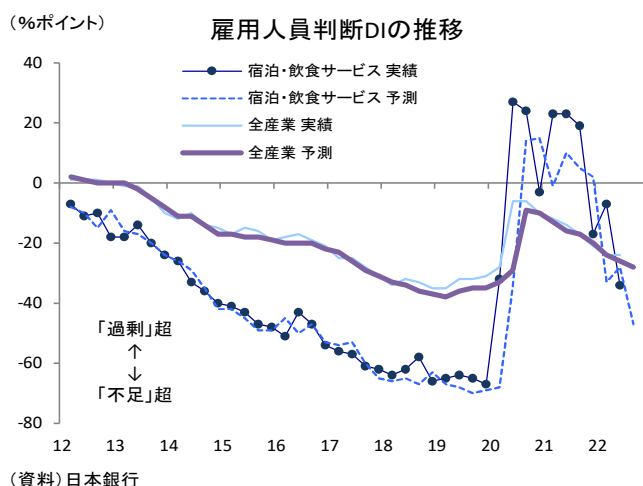
自体は確かに日本経済の活性化に寄与する話だ。しかし、インバウンド需要が政府の目論見通り復元されるとして、少なくとも 2 つの懸念が挙げられる。それは供給制約と物価上昇に関する問題意識である。まず、供給制約である。インバウンド需要がピークにあった 2019 年時点でも同様の問題が指摘されていたが、業種別に見て受け皿となるべき宿泊・飲食サービス業の人手不足は全産業ベースのそれよりもかなり深刻な状況にある(図)。短観(6 月調査)における雇用人員判断 DI は実績で ▲34、先行き(9 月予想)で ▲47 と不足感は一段と強まる公算である。これは全産業ベースの ▲24→▲28 よりも大分段差が大きい悪化見通しだ。

皮肉なことだが、インバウンド需要が「2019 年ほど復元しないかもしれない」という懸念と同時に「復元したとしてもそれに対応できる力が今の日本にはない」という問題意識はある。周知の通り、情緒的な防疫政策を慢性化させたことの皺寄せは宿泊や飲食といったインバウンドと関わり合いの深い業種を徹底的に痛めつけた。既に雇用者の業種間移動も相応に進んでいるのだとしたら、インバウンド需要が復活してもこれを取りこぼす可能性がある。

また、2 つ目の問題意識は物価上昇である。既に 2019 年時点でも指摘されていた話だが、観光地の財・サービスの値段は当然、購買力の高いインバウンド向けに再設定されることになる。当然、実質実効為替レート(REER)で「半世紀ぶりの通貨安」を抱え込んだ日本人からすれば高価な値札が並びやすくなる。東京都心の外食(特に鮎などの和食)や宿泊施設の値段が吊り上がっていることはパンデミック前から指摘されていたことではある。理論的に考えた

場合、旅行収支(受取)ひいてはサービス輸出主導で日本経済が円安を活かして復調軌道に入り、財・サービスの物価が上昇軌道に入る可能性は高い。周知の通り、円の REER は半世紀ぶりの安値であり、長期平均(20 年平均)からの乖離率は ▲30%に達している。これが修正されるには名目ベースで円高が進むか、日本の物価が上昇するか、もしくはその両方が必要である。旅行収支黒字は名目ベースの円高にある程度寄与するだろうが、財輸出が衰えた日本において名目ベースの円高はもはや迫力を失っている。片や、インバウンドが大挙し、これを主導として一般物価が上がる展開になる可能性はある。元々日本の物価が他国対比で突出して低いと言われてきた経緯を踏まえれば、行き過ぎた実質ベースの円安は物価高によって修正される余地が相当あるように思える。

ここで重要になるのが賃金の行方だ。上述したように宿泊・飲食サービス業では人手不足が極ま



っていくのである程度の賃金上昇は不可避だろう。しかし、ほかの産業に波及するのだろうか。そうなることが理想だが、少なくとも 2019 年時点ではそうはなっていなかった。財・サービスの物価は上がるものの、名目賃金に十分な反映がされないとすれば、実質賃金は低迷することになる。ここでインバウンド、要するに観光立国で経済が潤うことが社会厚生を引き上げることに繋がるのかという問題意識が芽生えることになるが、今の日本が円安を活かして外貨を獲得するにはその道くらいしか残されていないのも事実である¹。国民の財布が貧しくなる以上、外国人の財布に依存せざるを得なくなるのは必然の帰結であり、そこにある程度のストレスを感じる社会にはなるのではないか。観光立国初期における避けては通れない悩みなのかもしれない。

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。

¹ 輸出やインバウンドといった正攻法に頼らずに外貨を獲得する手段でも良いならば、2005 年、ブッシュ米政権が行ったレパトリ減税なども考えられる。これに応じてドル高になったことは為替市場では有名。日本も対外直接投資が増えているため、海外子会社の内部留保額に関し、国内へのレパトリを条件に減税する方法はある。岸田政権の志向に沿った使途(賃上げや設備投資など)に限定してもよいだろう。この点は別の機会に論じたい。

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9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりののか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
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」のブレーキが重要～)
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～株価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～