

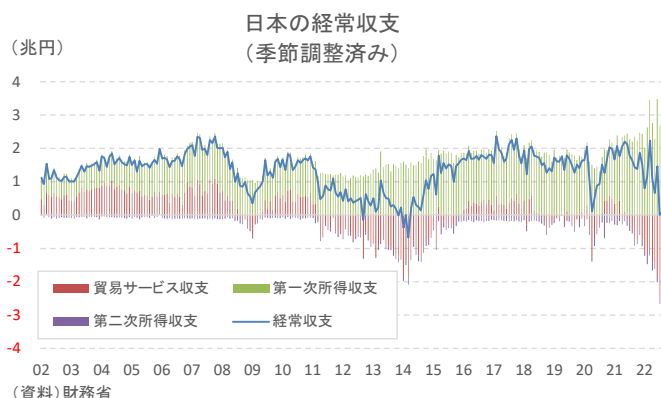
みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 12 日)

インバウンド復活は 2023 年春以降のテーマに

本邦 10 月国際収支統計は、経常収支が▲641 億円と今年 1 月以来、2 度目の赤字を記録。年初来(1～10 月)合計の経常黒字は+9 兆 6960 億円だが、同期(1～10 月合計)の経常収支に関してパンデミック直前の 3 年平均(2017～2019 年)を取ると+18 兆 7480 億円。パンデミックや戦争などを通じて、日本の経常黒字水準が半分になったイメージに。なお、水際対策緩和で注目される訪日外国人観光客数(インバウンド)は順当に増えており、10 月の旅行収支黒字は+430 億円と 2020 年 1 月以来の大きな黒字を記録している。しかし、インバウンドの水準は回復傾向にあるとはいえ、まだ往時の 2 割程度だ。インバウンドの水準には「春・夏(4～7 月頃)が高く、秋冬(10～2 月)が低い」という季節性があるため、旅行収支が往時の迫力を取り戻せるかどうかは 2023 年春先以降の本格的なテーマと言える。日本人の実質所得環境が悪化している以上、「外国人の財布」から消費・投資意欲を発揮して貰うしかないという状況は今後も残る。国内物価上昇を通じて円の実質実効為替レートが円高方向へ修正される展開はあり得る。

～原系列/季調共に経常赤字～

11 月以降の大幅調整を経てドル/円相場は小康状態に入ったようにも見受けられる。しかし、底流にある需給環境の変化は長い目で見た方向感を規定するはずであり、定点チェックを欠かしてはならない。先週 8 日に発表された本邦 10 月国際収支統計では、経常収支が▲641 億円と今年 1 月以来、2 度目の赤字を記録した。10 月に赤字となるのは比較可能な 1985 年以降で 2013 年(▲162 億円)以来、2 度目である。年初来(1～10 月)合計



の経常黒字は+9 兆 6960 億円だが、同期(1～10 月合計)の経常収支に関してパンデミック直前の 3 年平均(2017～2019 年)を取ると+18 兆 7480 億円だった。あくまで現時点のスナップショットの話ではあるが、パンデミックや戦争などを通じて、日本の経常黒字水準が半分になったイメージになる。

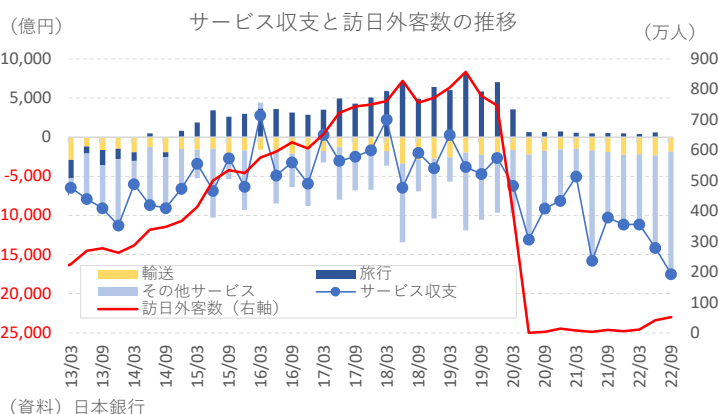
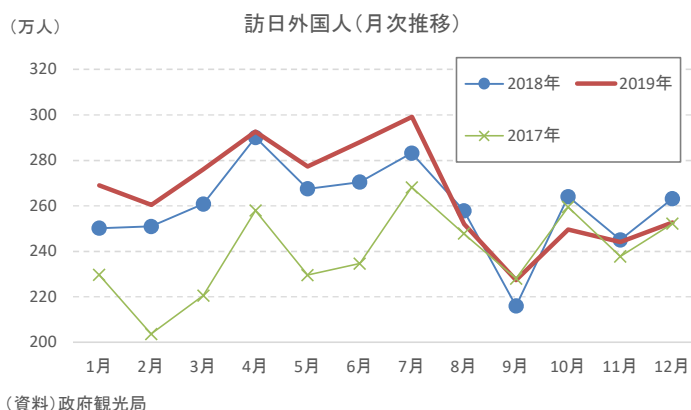
また、本欄で繰り返し議論しているような国際収支発展段階説における発展段階の変化を捉える意味で季節調整済み経常収支も注目されるが、これも▲641 億円と 2014 年 3 月以来の赤字を記録している。現状、季節調整済み経常収支で赤字が定着するには至っていないものの、黒字水準自体も切り下がっていることの深刻さは感じたい。例えば 2017 年から 2019 年の 3 年間では季節調整済み経常収支で見ても月平均、約+1.7 兆円の黒字が記録されていた。これに対し、2022 年は月平均で約+7600 億円と半分以下になっている。やはり黒字の半減傾向は感じるところである。

もちろん、10 月はドル/円相場が 152 円付近と年初来高値をつけたタイミングであり、原油価格のピークアウトもまだ十分に輸入金額に織り込まれていない。そのため、今後は輸入減少に主導される格好で貿易収支ひいては経常収支は改善に向かうことが予想される。しかし、本稿執筆時点の原油価格は 1 バレル 70 ドル強と 100 ドルを超えていたピーク時から調整しているとはいえ、2017～2019 年平均の 60 ドル強より高い。この背景に脱炭素機運に沿った化石燃料の供給能力低下、ロシアからの供給減少、経済安全保障の観点から再構築されるサプライチェーンのコスト上昇などがあるのだとすれば、今後際立って価格が下がってくる期待を持つべきかどうかは議論がある。もし、高止まりするとなれば輸入の 4 分の 1 が鉱物性燃料である日本にとって構造変化と言える状況である。ちなみに 1 バレル 60 ドル強だった 2017～2019 年平均で日本の貿易収支は月次で +1700 億円程度だった。原油価格がそこまで戻ってようやく貿易収支が均衡に近づける程度のイメージであり、原油価格が下がっても顕著に貿易黒字が回復するわけではないことにも注意したい。

～インバウンド復活は 23 年春以降のテーマ～

資源価格以外で今後、日本の経常収支が改善に向かう展開があるとすれば旅行収支黒字拡大に伴うサービス収支の改善に起因する動きだ。鎖国と揶揄された水際対策の大幅緩和が始まった 10 月の訪日外国人観光客数(インバウンド)は 49 万 8600 人と 9 月の 20 万 6500 人から倍増している。この成果は旅行収支にも表れており、10 月は +430 億円と 2020 年 1 月以来の大きな黒字を記録している。すなわちパンデミック後では最高の黒字ということの意味するが、2020 年 1 月の旅行収支黒字は +2962 億円と現在の 7 倍近くだった。インバウンドの水準も回復傾向にあるとはいえ、2019 年 10 月は 249 万 6568 人であり、現状はその 2 割程度しかない。正常を謳うには程遠い現状である。また、水際対策の緩和がヘッドライン上では注目されやすいが、日本へ訪れるインバウンドの水準には「春・夏(4～7 月頃)が高く、秋冬(10～2 月)が低い」という季節性がある(図)。今や日本にとって貴重な外貨獲得手段となった旅行収支が往時の迫力を取り戻せるかどうかは 2023 年春先以降の本格的なテーマだ。その頃には中国のゼロコロナ政策緩和も期待したいところである。

旅行収支が為替需給ひいては日本経済に与える影響は大きいとは言えないが、小さいと言えるほどの規模でもない。例えば、年間 3200 万人のインバウンドが訪れていた 2019 年の旅行収支はグロス(受取)ベースで約 +5 兆円、ネット(収支)ベースで約 +2.7 兆円の黒字だった。これ

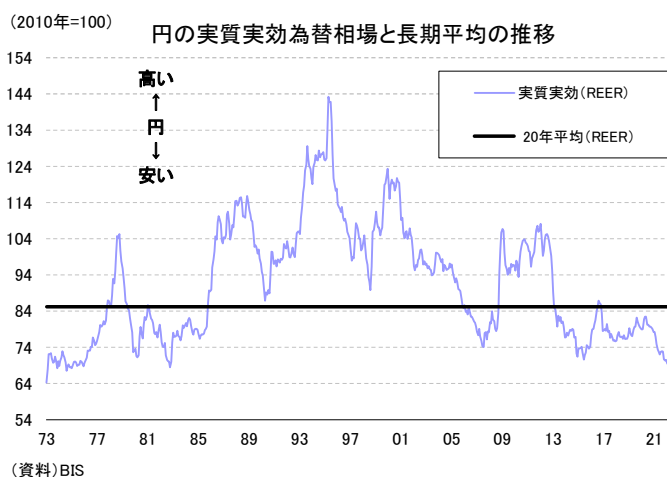


が慢性化していたサービス収支を概ね均衡にまで押し上げる原動力になっていた(前頁図)。年間+15~+20兆円の経常黒字をコンスタントに稼いでいた当時の状況に照らせば旅行収支黒字の存在感が際立って大きいという話にもならないが、今年年間で+10兆円の経常黒字を稼げるかどうかという現状にあり、+3~+5兆円という潜在的な黒字の可能性は軽視できない。

～「外国人の財布」に依存するのは必然～

日本人の実質所得環境が悪化している以上、「外国人の財布」から消費・投資意欲を発揮して貰うしかないという状況は今後も残るだろう。障壁を設けなければヒト・モノ・カネは合理的な意思決定に従うので、日本人の意思に関係なく、先般の鎖国政策のようなことをしなければ自然とそうなっていくはずである。その結果、何が起きるか。恐らく東京を中心として外国人の消費・投資意欲に近いものから物価が引き上げられていく未来が予想される。宿泊や飲食といった業態ではパンデミック前から起きていた話だ。これまでは安い円を武器に輸出していたものが財(自動車など)だったものが、サービス(観光)になるという話であり、その結果として諸外国との物価格差が埋まっていく。

財輸出を主体としていた時代は貿易黒字経由で名目ベースの円高が起きやすかった。サービス輸出でも旅行収支黒字が稼がれるものの、影響が大きいのは外国人が入ってくることによる国内の物価上昇ではないかと思われる。「半世紀ぶりの円安」と呼ばれる実質実効為替相場が修正されるには①名目ベースの円高と②国内物価の(海外と比較した相対的な)上昇が必要になる。これまでは①が作用しやすかったが、今後は②が強く作用する展開になるのではないかと(図)。それは過去の日本が経験したことのない展開だが、プラザ合意以降で史上最大の円安を経験した今、そのような展開を想定するのはさほど不思議ではない。



なるのではないかと(図)。それは過去の日本が経験したことのない展開だが、プラザ合意以降で史上最大の円安を経験した今、そのような展開を想定するのはさほど不思議ではない。

歴史を踏まえ、「いつかは円高に戻る」は未だに根強い価値観と見受けられる。しかし、仮に名目ベースで一時的に円高へ振れても、実質ベースでみた円安は当面持続しそうである。それは外国人にとっての「安い日本」が当面続くことを意味する。そうした未来をメインシナリオに置くと円相場ひいては日本経済がどのような顛末を辿るのか。2023年以降の大きなテーマの1つと言える。

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12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
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プ化構想～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～