

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 10 日)

震災と旅行収支の関係について～2011 年からの教訓～

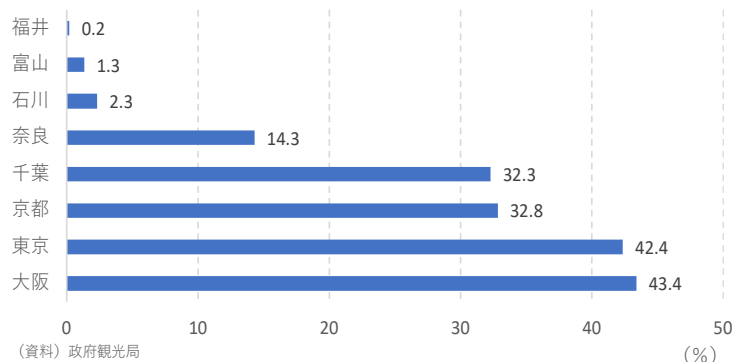
「震災と為替需給」という観点に立つと、循環的かつ短期的な論点として、目先の訪日外国人観光客(インバウンド)の出足にどのような影響があるかは注目したい。今や旅行収支は日本が能動的に外貨を獲得できる唯一の経路であることを踏まえると、円相場を検討する上では重要な論点。日本政府観光局のデータを踏まえると、北陸三県への訪問率は決して高いものではなく、その多くが大阪からの流入と考えれば、日本全体のインバウンド需要に影響を持つ可能性は決して高くない。また、原発事故を伴った 2011 年 3 月以降でさえ、インバウンド需要は直後こそ激減したものの、1 年も経たずに復元に至っている。しかも、当時は円が史上最高値付近で推移していたのに対し、現在は歴史的な円安水準という追い風もある。能登半島地震が旅行収支黒字を大幅に減少させるとは考えにくい。しかし、今の日本は拠って立つ需給環境が脆弱になっていることもあり、仮に旅行収支黒字がまとまった幅で減少すれば、経常収支全体のイメージを規定しかねない状況がある。当面、インバウンドの趨勢は円相場を占う上で重要な論点。

～震災と旅行収支～

能登半島地震の被害全容は未だ明らかになっていないが、人命救助や災害処理と並行して経済・金融面への影響も徐々に議論が進んでいくことになる。為替市場の観点からは、そのファーストリアクションからも理解される通り、もはや円が危機時に求められる通貨ではなく、国難と共に売られる「普通の通貨」に変わったことが指摘できる。先週の本欄では、その背景として、かつてのような貿易黒字大国ではなくなったという需給構造の変化を議論した。もっとも日本の貿易黒字消滅についてはそうなるまでに長い年月がかかっており、それゆえに構造的かつ長期的な論点となるわけだが、「震災と為替需給」という観点に立つと、循環的かつ短期的な論点もある。それは目先の訪日外国人観光客(インバウンド)の出足にどのような影響があるか、だ。今や旅行収支は日本が能動的に外貨を獲得できる唯一の経路であることを踏まえると、円相場を検討する上では極めて重要である。

日本政府観光局(JNTO)のデータによれば、2019 年時点の「都道府県別訪問率ランキング」に関し、目的を「観光・レジャー」に限った場合、石川県(2.3%)・富山県(1.3%)・福井県(0.2%)の北陸三県で 4%弱と決して大きくはない(※訪問率は「当該地を訪問したと答えた回答者数÷全回答者数」で算出され、複数回答可であるため、合計は 100%にはならない)。また、北

インバウンド訪問率(※、2019年実績)



(資料) 政府観光局

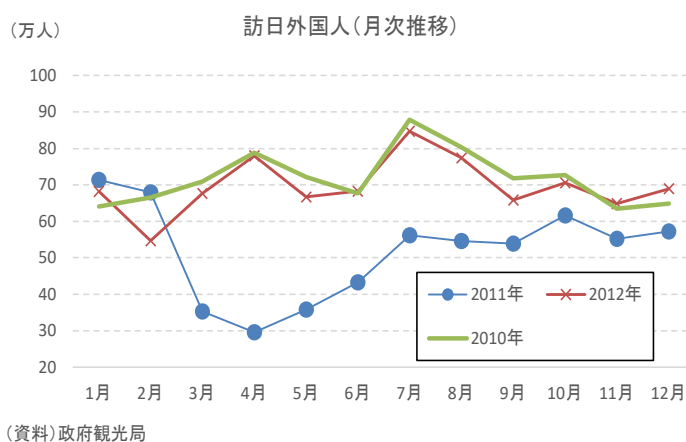
※訪問率は「当該地を訪問したと答えた回答者数÷全回答者数」で算出

陸に入ってくるインバウンドは 3 大都市圏の空港から入ってくる層が多く、特に大阪から北陸圏への流入が多いことで知られている。大阪を筆頭とする大都市圏への流入があつて、その副次効果として北陸圏への流入があるとすれば、今回の震災の影響はさほど大きくない可能性もある。

また、後述するように、東日本大震災時に直面した放射線関連の真偽不明の情報（東京が壊滅するなど）は今回心配する必要が無いことも考えると、インバウンドの趨勢を握る大都市圏への影響はさほど大きくないと推測はされる。もっとも、筆者は昨夏、輪島や能登町を訪れているが、特に輪島朝市では多くの欧米観光客を目にした。日本全体への影響は限定されたとしても、当地経済への影響は決して小さいものにはならなそうことは付言しておきたい。

～東日本大震災時は 1 年で復元～

東日本大震災の影響を持ち出すと、地震が発生した 2011 年 3 月のインバウンドは前年比▲50.3%の 35.2 万人となり、翌 4 月は同▲62.5%の 29.6 万人となった。しかし、図示されるように、震災翌年（2012 年）には震災前年（2010 年）と同程度の水準に戻っている。2011 年 3 月以降の状況を思い返せば、恐らくインバウンド需要の縮小に最も寄与したのは地震やこれに伴う津波といった自然現象への恐怖感もさることながら、福島第一原子力発電所の事故を受



けた放射線汚染にまつわる真偽を問わない情報が拡散されたことが大きかったと推測する。2011 年 3 月の「訪日外客数・出国日本人数」において JNTO は「福島第一原子力発電所事故により、旅行の前提となる安全・安心に対する懸念が高まり、被災地のみならず、日本全域への旅行が大幅に手控えられた」とのコメントを付している。しかし、原発事故という未曾有の有事を伴った東日本大震災でさえ、1 年後は完全復元に至ったという経験則は参考になるのではないか。しかも、当時は円が史上最高値付近で推移していたのに対し、現在は歴史的な円安水準という追い風もある。能登半島地震が旅行収支黒字を大幅に減少させる材料にはならないように思える。

～需給分析上、旅行収支は重要なパーツ～

旅行収支黒字の多寡は円の基礎的需給環境を検討する上で重要なパーツである。2023 年 1～10 月の経常収支を分解すると第一次所得収支黒字が約+30 兆円の黒字である一方、貿易収支が約▲6.1 兆円、サービス収支が約▲3.0 兆円の赤字となっている。ちなみに約+30 兆円の第一次所得収支黒字のうち、筆者試算ではキャッシュフロー (CF) として日本に回帰するのは約+10.6 兆円だ。第二次所得収支赤字 (約▲3.6 兆円) の存在も踏まえれば、CF ベース経常収支で▲2 兆円程度の赤字という状態にある。ここでサービス収支の内訳が重要になる。サービス収支は輸送収支▲5300 億円、旅行収支+2.6 兆円、その他サービス収支▲5.1 兆円の合計で約▲3 兆円の赤字となっている。旅行収支でいくら黒字を出せるかがサービス収支、ひいては CF ベースで見た経常収支の符

号にも影響しそうな状況にある。極端な話だが、仮に旅行収支黒字がなければ、CF ベース経常収支赤字の水準は倍になるし、黒字が上乘せされれば CF ベースでも経常収支は黒字になる。

今後についてはどう考えるか。極めてラフなイメージと断った上で年間の想定を検討すると、サービス収支は、まず旅行収支が恒常的に+3 兆円前後の黒字を稼ぐことが期待されるだろう。これによって▲6 兆円前後のその他サービス収支の赤字を半分相殺し、その上で輸送収支の▲7000 億円程度の赤字も加わってくることになる。結果、サービス収支では▲3～▲4 兆円程度の赤字が続くことが想定される(もっとも、デジタル赤字に象徴されるその他サービス収支赤字は年々拡大しているため、▲6 兆円前後にとどまらない恐れはある)。一方、貿易収支の赤字が▲2～▲3 兆円程度(※パンデミック前の 10 年平均が▲2.5 兆円前後)だとすれば、貿易サービス収支は▲5～▲7 兆円程度の赤字が想定される。第一次所得収支黒字が+30～+35 兆円で、その 3 分の 1 程度(過去 10 年の円転率が約 27%)が円転されるとすれば、約+10 兆円の円買い CF になる。

とすると、この時点で日本の経常収支は CF ベースで+3～+5 兆円の黒字(第一次所得収支黒字の円転需要の約+10 兆円と約▲5～▲7 兆円程度の貿易サービス収支の合計)になるわけだが、旅行収支黒字が震災の影響を受けて+3 兆円前後ではなく+1 兆円前後に落ち込み、その他サービス収支赤字が順当に拡大して▲7 兆円前後になったりすれば、CF ベース経常収支は直ぐに均衡水準に引き戻される状況にある。もちろん、既に述べた通り、そもそも今回の震災がインバウンド需要に与える影響はそれほど大きくない可能性もあり、それがあつたとしてもごく短期的なものにとどまる可能性が高い。しかし、近年脆弱性を抱える日本の為替需給の状況を踏まえると、円相場の方向や水準を検討する上では、それほど小さな話題とも言えない論点には思える。

金融市場部
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.mizuho-bank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・～)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨はいつか来た道
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・～)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドリンデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～