

みずほマーケット・トピック(2025 年 4 月 7 日)

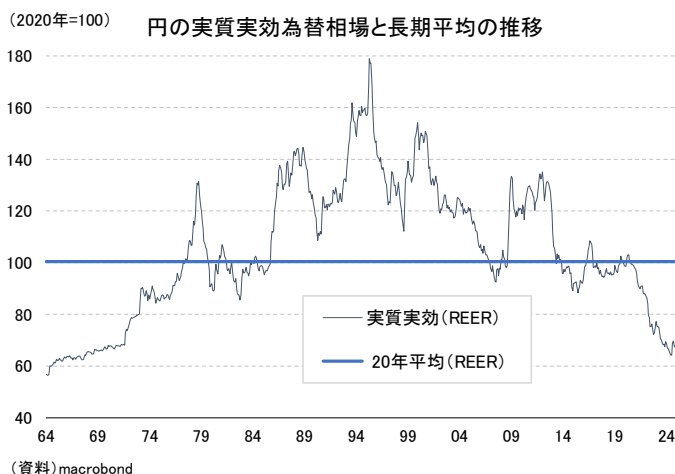
インバウンド需要はピークアウトするか？

相互関税発表を受けた市場の動揺は未だ収まっていない。過去 1 週間で円の対ドル相場は値幅にして最大 5 円、変化率にして+3%以上急騰。既に貿易収支の赤字が常態化し、円安インフレによる実質成長率の低迷が争点化していた日本経済の現状を思えば、円高それ自体に狼狽する必要はない。しかし、今の日本は財ではなく大量のサービスを旅行という形態で輸出している。この点は円高が逆風として作用する余地はある。直近の日銀短観では宿泊・飲食サービスや卸・小売業の業況判断 DI では 3 か月先の指数が大幅悪化。理由としては労働供給制約による稼働率の停滞、日本人の実質所得環境悪化などが考えられる。現状を踏まえれば、そこへ円安のピークアウトという材料も乗ってくることになる。もちろん、現時点でインバウンド需要のピークアウトはまだ始まっていないのかもしれないが、それだけで国内関連産業の景況感を維持するのが難しくなっている様子はある。今後、関税政策が人の往来に影響などにも注目したい。

～1 週間で+3%の円急騰～

トランプ政権による相互関税発表を受けた金融市場の動揺は未だ収まっていない。過去 1 週間(3 月 31 日～4 月 4 日)で円の対ドル相場は値幅にして最大 5 円(約 150 円から約 145 円)、変化率にして+3%以上急騰した。関税政策の現状や展望について思索を巡らせたところで想像の域を出ないゆえ、現下の円高が日本経済に与えそうな影響について注目してみたい。既に貿易収支の赤字が常態化し、円安インフレによる実質成長率の低迷が争点化していた日本経済の現状を思えば、円高それ自体に狼狽する必要はない。円高が社会問題化していた時代(2012 年頃まで)はそれにより輸出数量が抑制され、国内経済における生産・所得・消費の逆回転が懸念される状況があった。こうした論点は、輸出拠点としてのパワーを失っている今の日本経済において問題にはならない。しかし、今の日本は財ではなく大量のサービスを旅行という形態で輸出している。この点は円高が逆風として作用する余地がある。

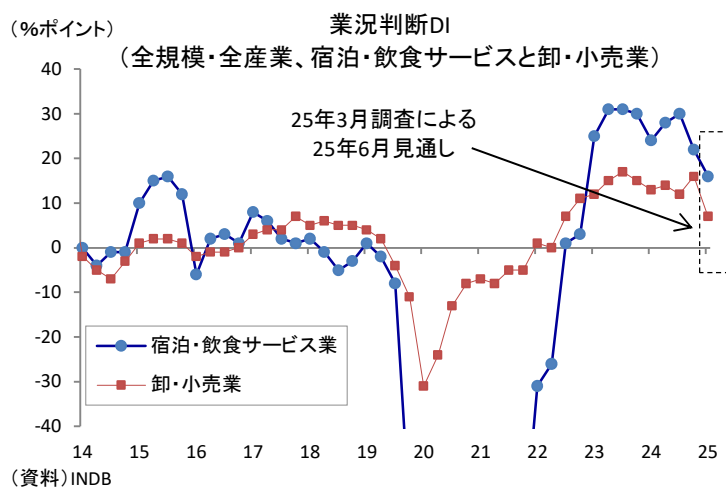
もっとも、その懸念も時期尚早だろう。今のところ、対ドルで言えば、3 年前対比で約▲30%下落したものが、3 か月で約 7+% 上昇したという話に過ぎず、日本の旅行輸出が早晚競争力を失うということは考えにくい。しかも、名目ベースはともかく内外物価格差を加味した実質ベースで見れば実効相場は簡単に巻き戻らない(図)。外国人から見た財・サービスの消費地としての日本は依然お買い得に映るはずである。円高によって旅行収支



黒字が直ぐに圧縮されるとは思えない。

～インバウンド需要に陰り？～

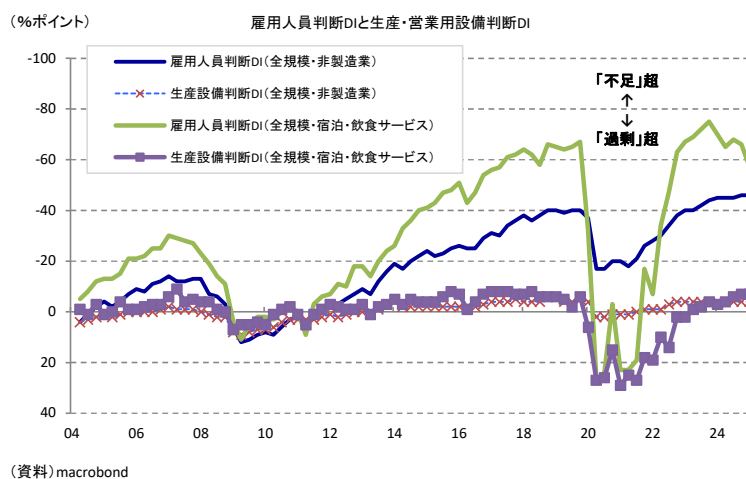
とはいえ、かねて本欄では注目してきた論点だが、そもそも旅行収支黒字にピークアウト懸念があったことは事実である。パンデミックからの増勢が注目された 2022～2024 年と違って、2025 年はインバウンド需要の地力が試される年と考えられていた。それは日本国内において労働供給制約が存在し、増大するインバウンド需要を処理できないのではないかという懸念があったからだ。実際、その兆候は見



られ始めている。先週 1 日に公表された日銀短観では宿泊・飲食サービスや卸・小売業の業況判断 DI では 3 か月先の指数について悪化が予測されている(図)。その理由は 1 つではないだろうが、労働供給制約による稼働率の停滞、日本人の実質所得環境悪化などが考えられる。現状を踏まえれば、そこへ円安のピークアウトという材料も乗ってくることになる。もちろん、現時点でインバウンド需要のピークアウトはまだ始まっていないのかもしれないが、それだけで国内関連産業の景況感を維持するのが難しくなっているのは確かである。

～人手不足の緩和から何を读むのか？～

景況感以外の計数からもインバウンド需要のピークアウトは懸念される。宿泊・飲食サービスと言え、雇用人員判断 DI の悪化が定番となってきたが、足許ではやや様相が異なる。右図に示すように、2023 年 10 月調査(▲75)をピークとして人手不足感は明らかに緩和しており、今回調査では▲57 まで改善している。それでも大きな人手不足であることには



変わらないが、無視はできない変化である。図示されるように、非製造業全体の雇用人員判断 DI は緩やかな悪化が続いているため、人手不足の緩和は宿泊・飲食サービスに限った現象とも読める。これが何を意味するのか現時点では定かではないが、インバウンド需要が後退している可能性と取れなくもない。

ちなみに、雇用人員判断 DI を全業種で比較した場合、今回調査時点で宿泊・飲食サービスは 3 番目のマイナス幅で、建設や運輸・郵便よりはましという構図にある。今まで「人手不足と言え

宿泊・飲食サービスが圧倒的に大きい」という状況が定着していたため、継続的にウォッチしている立場からすると、やはり気になる変化と言わざるを得ない。

～気になる宿泊・飲食サービスの生産設備判断 DI 悪化～

なお、今年 1 月の展望レポートでは資本と労働の代替弾力性を業種別に試算した上で、サービス業や建設業がその代替性の低さから深刻な人手不足に直面している実情が指摘され、話題を集めた。宿泊・飲食サービスを筆頭に対面サービスを求められる業種では特に資本と労働の代替性(補完性)が低い(高い)ため、人手不足に直面すると設備を稼働できないという状況にも直面しやすくなる。結果、統計上はプラスの労働投入ギャップとマイナスの資本投入ギャップが併存する。こうした状況下、マイナスの資本投入ギャップから「設備が使われていない」と読むだけでは不十分であり、「設備は使いたくても使えない」という事情も読み込む必要があるという分析であった。

この点、前頁図に見るように、非製造業およびこれに類する宿泊・飲食サービス業では雇用人員判断 DI は大きなマイナスであり、労働力の逼迫を示唆している。だが一方、生産・営業用設備判断 DI は概ね中立水準にあり、資本についてはさほど稼働していない状況が読み取れる。ただし、よく見ると、宿泊飲食サービスについては極めて緩やかではあるが、生産・営業用設備判断 DI の不足感が強まっている様子もある。「人手不足の緩和に伴って設備を稼働させる人員が確保できるようになり、今度はその設備に対する供給制約を感じ始めている」ということだろうか。そうなるとインバウンド需要は後退しておらず、むしろ宿泊・飲食サービスは人手確保に成功し、新規需要を取り込み始めているという可能性もある(しかし、それでは景況感の先行き悪化予測と整合的ではない)。宿泊・飲食サービスの生産・営業用設備判断 DI についてはもう少し傾向を見定めたいところだ。

～関税騒動は人の往来にも及ぶのか？～

かねて本欄では強調しているポイントだが、現在の日本のサービス収支はデジタル赤字の増勢を旅行収支黒字の増勢で打ち返している実情がある。仮に、旅行収支黒字が頭打ちとなった場合、サービス収支赤字は顕著に拡大を強いられる可能性が高く、それ自体はアウトライトの円売りが優勢になることを意味する。筆者は遅かれ早かれその時代が到来し、2030 年代にはサービス収支赤字▲10 兆円台が常態化すると考えている¹。トランプ政権の関税政策は現状のところ貿易収支に焦点を当てた措置が中心だが、人の往来にまで影響する話になるのか。日本にとって唯一残された能動的な外貨獲得手段であるインバウンド需要の先行きは当面の重要なテーマの 1 つである。

国際為替部
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 本欄 2025 年 2 月 12 日号「デジタルに規定されるサービス赤字 10 兆円時代の足音」をご参照ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げ shouldn't 理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリエーションを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感ずること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版