

## グローバル経済・金利ウォッチ

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

宮嶋 貴之

## 2024年のインバウンドは過去最多更新となるか？

KEY  
POINT

- 2023年10～12月期に訪日外客数はコロナ禍前の水準に回帰する驚異的な回復。国際便の復元と円安が要因。2024年は中国人客の回復などから、2019年の3200万人を超える過去最多を更新すると予想。
- ただし①ホテル業などの人手不足、②能登半島地震の影響、③近隣諸国との対外関係のリスク、④中国经济の下振れ懸念がインバウンドの上値を抑える要因に。24年の訪日外客数は3300万人程度と予想。
- インバウンド消費額は円安を主因に、2023年に既に過去最高を更新。円安効果の縮小や短期滞在増加による宿泊日数の減少などから24年は5兆円台後半と予想。

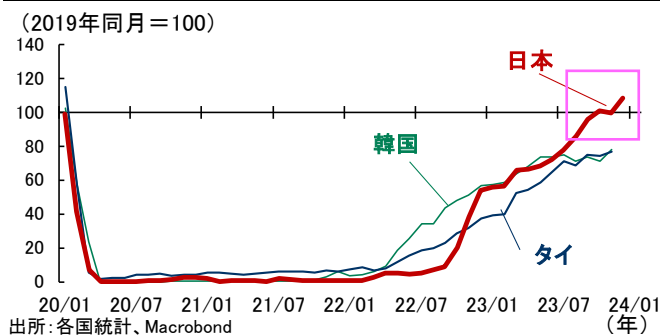
## 1. 2023年のインバウンドは予想以上の回復

コロナ禍で戦後最大の危機を迎えたインバウンド(訪日外客数)だったが、2023年は水際対策の終了などにより、当初予想を上回る驚異的な回復を遂げた。図表1のように23年10～12月期にはコロナ禍前の水準までインバウンドは回復した。中国人客がまだコロナ禍前45%程度の水準にとどまっている中で、中国人含む全体の値がコロナ禍前まで戻ってきたのは驚きだ。

なお、2023年通年でみれば、インバウンドは約2500万人となり、2019年対比80%程度まで急回復した。

図表1: インバウンドの各国比較

日本のインバウンドは他国対比でも回復が鮮明



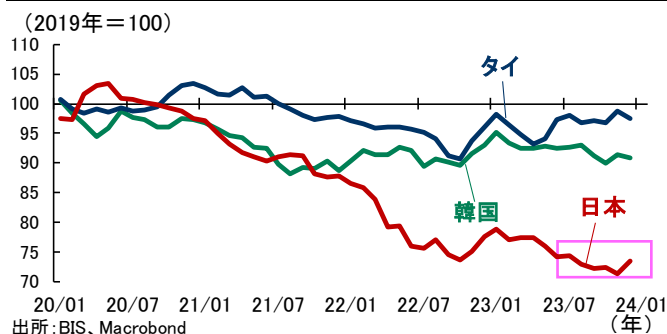
ここで特に注目すべきは地理的に近接する他のアジア諸国と比べても、日本のインバウンドの回復が顕著である点だ。図表1ではアジアを代表する観光大国のタイ、日本に最も近接する韓国と比較して日本の回復が目立つ。なお、図示していない他の国(シンガポールなど)と比べても同様の結果だ。

この要因は①国際便の予想以上の復元、②円安だ。①については、国土交通省によれば冬季国際便スケジュールの計画値は昨年10月下旬時点で2019年対比で90%弱程度まで回復する見込みとなっていた。日本の水際対策は慎重に緩和されたことから、他の国と比べてインバウンドの再開は出遅れたが、航空運輸業等の多大な努力によって日本へのアクセスが急改善し、インバウンド需要を取り込むことができた。

もう1点は、②の円安が大きな原動力と筆者はみている。図表2は実質実効為替レートを他のアジア諸国と比較したものだ。なお名目でみても結果の大意は変わらない。

図表2: 実質実効為替レートの国際比較

日本の実質実効為替レートは他国対比で通貨安が鮮明



これをみると、日本はコロナ禍前の2019年対比30%弱という大幅な通貨安が進んでおり、タイや韓国と比べても圧倒的な通貨安だ。もともと旅行先としての日本の人気は高まっていたことに加え、これだけの通貨安も進めば、日本を訪れるインバウンド客にとって割安感が非常に大きくなる。アジア方面への訪問を希望する旅行者にとって、有力な選択肢になったことは想像に難くないだろう。

## 2. 2024年はギリギリ過去最高更新と予想

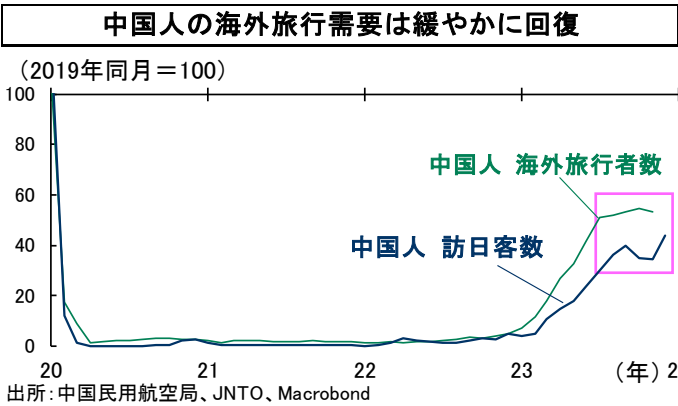
それでは2024年はどうか。結論から述べると、24年はコロナ禍前の過去最高(19年の約3200万人)を更新すると筆者は期待している。ただし、大幅更新というよりはギリギリ更新という格好になるとみている。

既に国際便の復元が進んで日本へのアクセス環境は、中国方面と結ぶ便を除けば、ほぼ正常化したといっていいたいだろう。今後、まだ完全に正常化していない空港で国際便の復元が進んでいくことが期待される。

今年は米国の利下げ開始が見込まれ、円安という追い風が弱まる点は懸念材料にもみえる。しかし、図表2でみたように、日本円の下落幅は他国と比べても大きく、その乖離が埋まるほど(つまり実質実効為替レートが30%弱上昇するほど)の円の独歩高が進むような展開になるとは見込みにくい。むしろ相対的にみれば、引き続き他のアジア諸国と比べて割安感が残ることで、訪日需要の大きな冷え込みにつながる可能性は低いとみていいのではないかと。

残るポイントは中国人客の動向だ。中国経済を巡る動向や人民元レートなど不確実性は大きいですが、**図表3**は中国人の海外旅行者数と訪日中国人客を比較したものだ。

**図表3: 中国人海外旅行者数と訪日中国人客数**



これをみると、中国人の訪日客は海外旅行者数全体と比べて、やや回復が遅れている。この理由は、日本の水際対策が慎重に緩和されたことで航空便の復元が遅れたことがある。冬季スケジュール時点の計画では中国と日本を結ぶ便は2019年対比約50%程度しか復元されない見込みだ。また、中国側の団体旅行ビザ緩和が遅れたことも一因と考えられる。なお、処理水放出の影響については、統計の動きや各種報道等を見る限り、一部に影響が出ている可能性は否定できない。ただし、かつての尖閣諸島問題時のように、訪日需要全体を大きく揺るがすほどではないようだ。

中国人の海外旅行需要から鑑みれば、訪日客についても今後、日本と中国を結ぶ便の復元が進むにつれて、もう少し増加する余地があるとみてよいだろう。

中国人を除くインバウンドが足下では既にコロナ禍前の水準まで回復しているため、今後中国人客が、小幅であったとしても増加していけば、過去最高を達成することは難しくない。

### 3. インバウンドの上値を抑える制約要因

とはいえ、インバウンドの上値を抑える懸念材料も少なくない。言うまでもなく、大きいのは観光関連業の人手不足だ。空港、鉄道、ホテル、飲食店など、観光関連スポットでの人手不足感は今も十分感じる。特に深刻なのは宿泊業だ。2023年(1~11月)の宿泊業の雇用者数は2019年対比90%強しか戻っていない(総務省「労働力調査」)。一方で、延べ宿泊者数(日本人+外国人、観光庁「宿泊旅行統計調査」)はコロナ禍前に戻っている。2019年の雇用者数対比の延べ宿泊者数比率は約8.5倍だったが、2023年は9倍を超えており、2013年以降で最大だ。人手不足により、インバウンド需要を完全に受け止めきれないケースが今後一部に出てくるだろう。

元日に発生した能登半島地震の影響も懸念されるところだ。当然ながら、能登半島方面に訪問予定だった訪日客のキャンセルが発生していることが報じられている。加えて、訪日自体のキャンセルの動きが大きくなるかどうか、現段階では不確実性が大きい。

そして、今年は空前の選挙イヤーであり、日本と近接する地域でも選挙が多く行われる。そのため、中国や韓国などとの関係変化の有無には注視しなければならない。既に注目され

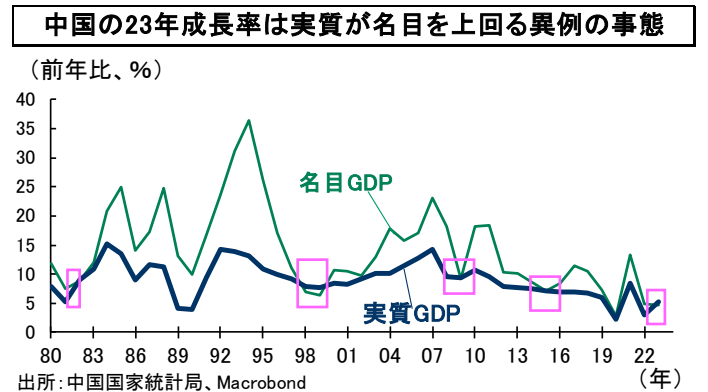
ていた台湾総統選挙が実施され、与党・民進党の候補・頼清徳氏が総統に就任する見込みとなった(当社マンスリーp.6をご参照 [リンク](#))。頼氏は現・蔡英文総統の政策路線を継承することを明言しており、引き続き中国との台湾海峡を巡る対立が懸念される。これに関連して、米国・日本と中国の関係にも大きな変化が生じるか注目される。

同様に、インバウンドをみる上で重要なのは韓国の議会選挙だ。現在の尹錫悦大統領は米国や日本との連携を重視してきたが、4月の選挙で大敗となれば早期にレイムダック化し、野党から外交政策の批判が強まるリスクは否定しきれない。

中国については景気動向も懸念されている。ただし中国政府によれば、今年の春節では海外旅行者が大きく増加するとみられ、今のところ海外旅行需要が大きく冷え込む兆しはあまりない。もともと海外旅行者は相対的に所得水準の高い層が多いとみられることやビザの動向がより鍵を握るため、必ずしも景気動向と密接に関連しないため、過度の懸念は不要だ。

ただそれでも、中国経済に変調の兆しもあり、懸念は完全には払しょくできない。特に、**図表4**にあるように2023年の名目GDP成長率が8年ぶりに実質GDPを下回った点は要注目だ。

**図表4: 中国の名目・実質GDP成長率**



筆者の計算では、名目が実質を下回るケースは24年を除けば1980年以降で4回(1982年、1998~99年、2009年、2015年)ある。いずれも中国経済の減速感が相応に強まった時期だ。

筆者は、足下の中国経済はセクターによって景況感の差異が大きいまだら模様とみているが、少なくとも民間に近い企業にとっては、収益や株価の低迷等からみれば、停滞感が強い状況と推察される。

こうした中で、今年の中国人客による海外旅行需要が順調に回復していくかどうか、安心しきれない面は残る。

以上をまとめると、①人手不足、②能登半島地震、③対外関係、④中国経済といったリスクを踏まえると、今年のインバウンドの見積もりは慎重にみておくべきだ。これまでの過去最高である2019年の3200万人を大きく超えるとは考えづらく、2024年は3300万人程度になると筆者は予想する。

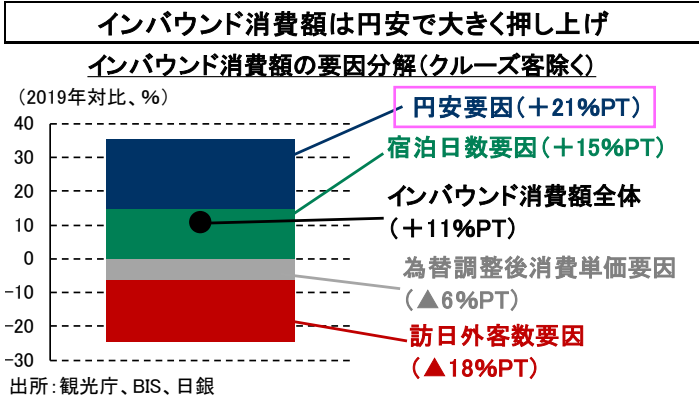
### 4. インバウンド消費増による為替レートへの影響は限定的の見込み

インバウンドが過去最多更新となれば、インバウンド消費額も大きくなり、円転による円レートに及ぼす影響も大きくなるようにみえる。しかし、結論から述べると、筆者は今年の旅行収支が円レートに及ぼす影響は限定的とみている。

まずインバウンド消費額については、2019年の4.8兆円を超え、2023年は過去最高の5.3兆円まで増加した。主因は、一人当たり消費単価の増加だ。上述したように、23年通年の訪日外客数はまだコロナ禍前に戻っていない。一方で、23年の一人当たり単価が爆買いブームの2015年の18万円を超えて20万円超まで増加したことが、インバウンド消費の原動力となった。

この背景を探るため、インバウンド消費額増加の要因分解を行ったものが図表5だ。

図表5: インバウンド消費の要因分解



これをみると、インバウンド消費額を押し上げた主因はやはり円安だ。円安要因による押し上げだけで訪日外客数の下振れを完全に相殺しているほどだ。

ただし、2024年は米利下げ開始や日銀の政策修正期待が高まる中、昨年からの円安による押し上げ効果がさらに大きくなる可能性は小さい。円高に転じれば、前年よりも押し上げ効果はやや縮小することになる。

加えて、国際便の正常化やリベンジ消費もあって短期滞在の観光客が増加していることから、10~12月期の宿泊日数はすでに2019年と同水準まで減少した。この宿泊日数要因の押し上げ効果は今年は続かないとみた方がよい。

為替レート調整後の消費単価(要するに旅行相手国通貨建てでみた消費単価)が高まるかどうかは海外経済次第の面があり予想は難しい。ただ、米国経済も減速に向かい、中国経済も前述したように期待しにくい中、同要因が全体を大きく押し上げるといった期待は過大ではないだろうか。

宿泊日数の追い風がやむだけで2019年対比15%PTもの押し上げ効果が剥落してしまう。仮に訪日外客数が筆者見込み通り2019年対比やや増加する程度まで拡大したとしても、インバウンド消費全体は去年から一桁台の増加にとどまると筆者はみている。

インバウンド消費額が6兆円を突破するには、筆者の訪日外客数の見立て(3300万人程度)を前提とすると、消費単価は18万円以上をキープする必要がある。23年対比▲18%以下まで下落しなければよい計算だ。ただ前述したように、23年の円安と宿泊日数による押し上げ効果は非常に大きい。また、単価の低いクルーズ客の復活も、単価を押し下げる要因になる。6兆円超達成のハードルはやや高いと筆者はみている。

以上を踏まえると、インバウンド消費金額は5兆円台後半になると予想する。この金額は23年の経常収支のうち受取額合計(約168兆円、1~11月の値)の数%に過ぎず、円転による円レート

への影響も限定的だろう。

最後に、旅行収支の受取側(インバウンド)だけではなく支払側、すなわち日本人海外旅行客も増加することが見込まれることも忘れてはならない。今年は円安の進行にも歯止めがかかるとみられることや国際便の復元がさらに進むことで、海外旅行者数が増加していき、旅行支払額は増加する見込みだ。この点も踏まえると、旅行収支ネットで見れば昨年の3兆円強(1~11月の値)から大きく増加せず、円レートへの影響が去年より増大するとは考えにくい。

宮嶋貴之





**尾河 真樹 (おがわ まき)**  
 執行役員 兼 金融市場調査部長  
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんの まさあき)**  
 金融市場調査部  
 シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
 金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
 金融市場調査部 担当部長  
 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
 金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
 金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

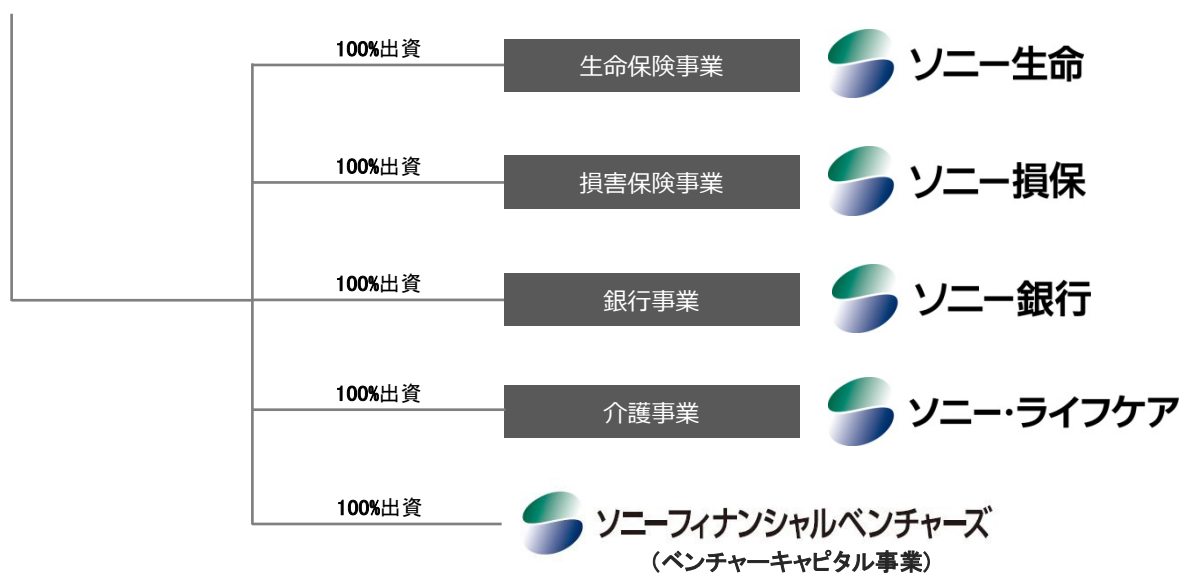
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>