みずほマーケット・トピック（2025 年 7 月 28 日）

対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～

日米関税協議において設定された対米投資枠（5500 億ドル、約 80 兆円）について、「利益の 90%を米国が受け取る」という米国側の主張が物議を醸している。米国の政府高官からの情報発信だけを踏まえるとその不平等性が際立つが、日本政府の解釈は JBIC が 10%程度の出資で関与する案件に限っては「利益の 90%を米国が得る」という表現が当てはまりそう。この JBIC が関与する出資部分は「80 兆円の 1～2%の話」と赤澤大臣は NHK 番組で述べている。すなわち出資額のレンジは 8000 億円から 1.6 兆円に落ち着く。15%までの関税引き下げで回避できた損失額が 10 兆円程度だと報じられているため、出資分が全損しても比較にならないほど関税引き下げは「お得なディール」だったということになる。円相場の観点からは「仮面の黒字国」問題をより悪化させる懸念。トランプ政権における一連の言動を踏まえ、これまで以上に再投資収益として現地にドルを留保する誘因が増したように思える。どの道、外貨は日本に戻りにくそう。

～米国に 90%取られる？～

日本時間 23 日早朝に妥結に至った日米関税協議に関し、15%の税率と実勢レートおよび採算レートの関係は先週の本欄で詳しく論じた。しかし、これ以外にも①日本から米国への投資枠として 5500 億ドル（約 80 兆円）が設けられること、②農産物輸入については 77 万トンのミニマム・アクセス米（以下 MA 米、無関税）の枠内で米国から米輸入を増やすこと、③鉄鋼・アルミの関税率は 50%であることなども合意されている。ホワイトハウスの公表する fact sheet（合意声明文ではない）によれば「米国産の旅客機を 100 機購入すること」や「米企業に関連する防衛費支出を年間 140 億ドルから 170 億ドルへ引き上げること」などの論点も見られている。

もっとも、公式の合意文書が存在するわけではなく、各論点に関する日米当局の情報発信が必ずしも一致しているわけではない（後述するように、これは不安材料ではある）。現状、特に注目されているのが 80 兆円におよぶ対米投資に関し「利益の 90%を米国が受け取る」という米国側の主張である。これはトランプ大統領が SNS 上で発言しているほか、枠組みの立ち上げに関わったラトニック米商務長官も、ブルームバーグのインタビューに対し「利益の 90%は米国の納税者、10%が日本側に分配される」などと述べている。さらにベッセント財務長官は「日本が 15%の関税率を獲得できたのは、同国が革新的な資金供給スキームを提供する意思を示したから」と述べている。米国の政府高官がこぞって手放しで喜ぶ様子を目の当たりにするほど、日本からすれば嫌な予感はどうしても抱かれる。後述するように、実態は違うとしても、「米国に利益の 90%を取られる」という懸念は現時点で払拭はされているようには見えない。

～出資部分に限定したトーク～

ちなみに、ホワイトハウスの fact sheet では以下のように記述されている：

- The United States will retain 90% of the profits from this investment—ensuring that American workers, taxpayers, and communities reap the overwhelming share of the benefit（米国はこの投資による利益の 90%を留保し、米国の労働者、納税者、地域社会が利益の圧倒的な部分を享受することを保証）

確かに、これらの情報発信だけを踏まえると「日本の対米投資なのに利益の 90%は米国に取られる」といった印象が抱かれる。しかし、この点は赤澤大臣が NHK のニュース番組などでも説明しているように、この取り決めで日本が譲った額は「数百億円の下の方」である一方、15%までの関税引き下げで回避できた損失額は 10 兆円程度だと述べられている。具体的に解釈を進めると、あくまで「出資比率≒利益配分」という建て付けが政府の解釈であり、この出資として国際協力銀行（JBIC が関与する案件に限って、「米国が利益 90%の取り分」という取り決めが採用される。

しかし、JBIC が関与する案件は、それが背負う貢献度やリスク度合いについて 10%程度に収まるように調整されることになる。必然的に残り90%が日米の（民間）企業部門に帰属することになる。この点、「利益の 90%を米国が得る」という表現は拡大解釈と割り切れば間違いとも言い切れない。

ただし、赤澤大臣は上記のニュース番組において「出資部分は 80 兆円の 1～2%の話」と述べている。すなわち出資額のレンジは 8000 億円から 1.6 兆円という話になる。「8000 億円から 1.6 兆円の JBIC 出資が行われたプロジェクトについては、日本の取り分が 10%になる」ということだ。プロジェクトの利益率を何%に仮定するかが議論を呼ぶため「数百億円の下の方」という曖昧な表現になっていると察するが、15%までの関税引き下げで回避できた損失額が 10 兆円程度だとすると、出資分（8000 億円～1.6 兆円）が全損しても比較にならないほど「お得なディール」だったということになる（最初は関税自体が存在しなかったという不平不満はこの際、脇に置く）。

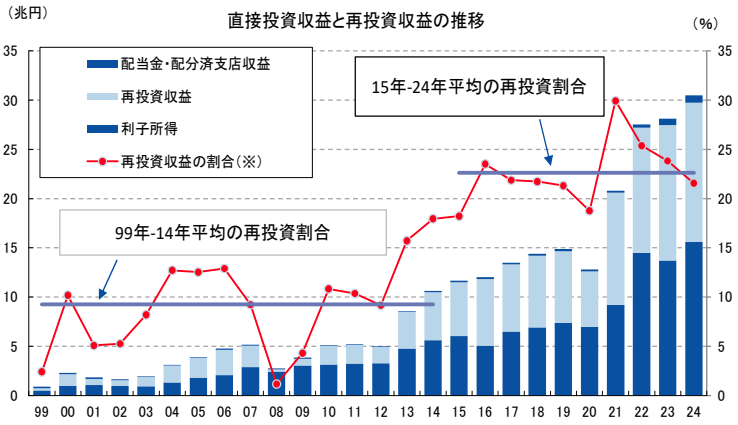
～より戻らなくなる日本企業の海外収益～

なお、JBIC 出資の 10%部分を除いた 90%について、より厳密な話をすれば、米国だけではなく日本の企業も関与するため、「90%の利益を米国と日本が受け取る」という表現が正確なはずだ。この点、番組内で赤澤大臣は「9 対 1 と」いう数字が米国に有利であることは間違いなく、「大統領が国内向けに『取った』と言うのはあってしかるべき」と述べている。大統領の一連の発言は「正確ではないが間違いではない」と言ったところだろうか。しかし、ベッセント財務長官からは早速トランプ大統領の気分次第で 25%に戻ることもあり得るとの発言が見られている。やや不穏な空気も感じられるのは事実であり、日米当局の間に横たわる齟齬は解消しておいた方が無難ではあろう。金融市場としてはいつ爆発するか分からない材料を抱えさせられている状況でもある。

実のところ、上述した対米投資以外にも気になる論点はたくさんある。相互関税の引き下げ時期や防衛装備品や米国産コメの輸入額については、必ずしも日米当局で公式の認識が発表されているわけではない。例えば前者について日本は 8 月 1 日と理解しているが、米国はノーコメントだ。後者についても、ホワイトハウスの fact sheet には具体的数値が見られるものの、日本は調整段階との認識にありそうである。日本に限ったことではないが、合意の証跡がトランプ大統領をはじめとする高官発言やホワイトハウスによる一方的な声明しか存在しないというのは不安である。

なお、円相場の観点からは「仮面の黒字国」問題をより悪化させる懸念もある。過去の本欄でも

繰り返し論じてきた通りだが、日本企業の海外現地法人が稼いだ利益（直接投資収益）のうち、日本に戻さず、そのまま現地に滞留するもしくは再投資される部分（再投資収益）は米国に言われるまでもなく増加傾向にある（図）。今回の80兆円にのぼるプロジェクトのうち日本企業に分配される利益部分も当然あるだろう。しかし、それが日本に回帰して円相場を支える第一次所得収支黒字になるかと言えば、その話はまた別である。むしろ、第二次トランプ政権における一連の言動を踏まえて、これまで以上に再投資収益として現地にドルを留保する誘因が増したように思える。今後4年間は対米投資を強要されそうなリスクを踏まえれば、それが合理的な判断になりやすいはずである。



（資料）日本銀行、※再投資収益が第一次所得収支（受取）に占める割合

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に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
2025年7月25日	週末版（ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～）
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版（日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～）
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年6月分）
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版（FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～）
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年5月分）
	週末版（変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～）
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～）
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数（HICP）の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版（ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～）
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年4月分）
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版（米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～）
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版（日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～）
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版（ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～）
2025年4月17日	マールアラーゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年3月分）
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版（リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～）
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
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（世界に拡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	インフレに適応する家計部門～「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」