

みずほマーケット・トピック(2025年9月3日)

対米投資 5500 億ドル合意の現在地

日米関税協議を巡る不透明感は 7 月下旬に一旦は払拭されたものの、ここにきて暗雲が垂れ込め、再び相場リスクに。既報の通り、8 月 28 日に予定された赤澤経済再生担当大臣の訪米が発直前に中止されている。これは対米投資の詳細を明文化する代わりに、未だ実現していない自動車関税の引き下げや、相互関税の特例措置(ノースタッキング条項、後述)を実現する大統領令を出して貰うための訪米だった。日米両国の主張を総合すると「資金の性格」と「スタッキングの取り扱い」という最も重要な論点で大きなボタンの掛け違いが発生している模様。前者に関しては「貰った金なのだからそれをどう使おうと米国の勝手」というのが米国の立場。これが「投資先は米国が決定できる」などの主張にも行きついている。後者については EU はノースタッキング条項を明文化しているものの、日本は口約束に留めてしまったことがアダに。なお、仮に 5500 億ドルが純粋な円投となってしまうと、円相場へのインパクトは甚大である。

～再びリスク化する日米協議～

日米関税協議を巡る不透明感は 7 月下旬に一旦は払拭されたものの、ここにきて暗雲が垂れ込め、再び相場リスクと化しつつある。既報の通り、8 月 28 日に予定された赤澤経済再生担当大臣の訪米が発直前に中止された。これは対米投資の詳細を明文化する代わりに、未だ実現していない自動車関税の引き下げや、相互関税の特例措置(ノースタッキング条項、後述)を実現する大統領令を出して貰うための訪米だった。しかし、米国の事務方と折り合いがつかず、大統領令は出されないという状況を受けて訪米中止に至っている。この状況はどうやら本稿執筆時点でも進展が見られていない。

7 月下旬に報じられた通り、日本は相互関税を 15%まで引き下

日米合意、対米投資5500億ドルを巡る論点の相違

項目	米国の主張	日本の主張
資金の性格	米国に対する「署名ボーナス」。つまり、米国が好きに使うことができる。	あくまで日本政府による貸付・保証枠であり現金贈与ではない。出資部分も存在するが全体の1~2%。
スタッキング (tariff stacking、※) の扱い	過徴収された分は遡及して返金すると主張	そもそも非スタッキング条項 (Non-stacking) を要求。EUはこれが明文化。
利益配分	米国に90%帰属。	出資部分は90%が米国に帰属するものの、それは全体の1~2%。
投資先の決定権	米国が主導権	日本の国益になる案件しか許容できず

(資料) 各種資料より筆者作成 ※「同じ輸入品に別々の根拠で課した関税が“重ねがけ”で同時にかかること」を指す。例えば「相互関税15% + 別法に基づく関税25% = 合計40%」のように関税の重ねがけ発生は理屈上あり得る。米EU合意では明示的にこれが否定されているが、日本はそうではない。

げて貰う代償として第二次トランプ政権の任期中である 2028 年までに 5500 億ドルの対米投資を約束している。合意が報じられた当初から合意文書が存在しないことへの懸念は指摘されていたものの、「合意による不透明感払拭を優先した」というのが日本政府の主張だった。

であれば、文書によらずとも日米合意に不一致は無いと思われたが、現実には大きな齟齬があるようだ。日米両国に同次元の文書が無いと、そもそも論点ごとの相違点を把握することすら難しい状況に見受けられるが、大きな論点は「資金の性格」と「スタッキングの取り扱い」と考えられる。最も重要な論点で大きなボタンの掛け違いが発生していると言って良いだろう。

～5500 億ドルは証券投資？～

まず、「資金の性格」についてトランプ大統領はスポーツ選手の契約を例に「署名ボーナス (signing bonus)」だと表現している。要するに、5500 億ドルは日米合意という契約を経て「米国が日本から貰った金」ということだ。結局、「貰った金なのだからそれをどう使おうと米国の勝手」という話になるので「投資先は米国が決定できる」とか「利益の殆どを米国が得る」といった驚くべき主張に至るのである。今回の「5500 億ドル」は形態としては対米直接投資がイメージされていたはずだが、米国側の主張を総合すると米政府の運営するファンドに日本の企業や政府が出資するようなイメージに近い。それは「直接投資」ではなく「証券投資」である。投資の結果、議決権 10%以上が獲得されたり、経営への関与が可能になったりしない限り、それは直接投資ではなく証券投資(またはその他投資など)に相当する。関税交渉で証券投資をバスターにされることがおかしいというわけではないが、あまりにも「金で買った合意」が露骨過ぎるのは否めない。

実際、日本政府は米国のように考えておらず、5500 億ドルの殆どが融資や融資保証であり、出資部分は 1～2%という解釈にある。これは NHK のニュース番組で赤澤大臣が明言している。この 1～2%の出資部分に限り「利益 90%が米国に帰属」というのは事実のようだが、金額にすれば「55～110 億ドルでしかない出資部分の 90%」であれば「関税を 25%を 15%に引き下げて貰った方が得」というのが赤澤大臣による説明だった。しかし、「貰った金」を前提とされてしまうと、出資部分が 100%という意味と同義であるし、この 90%部分の利益を渡すことなどできるわけがない。

～ノースタッキングは大前提だったはず～

さらに問題になるのが、次の「スタッキングの取り扱い」だ。「スタッキングの取り扱い」に理解の齟齬があるせいで、「関税を 25%から 15%に引き下げて貰う」という大前提すら成立していない。8 月 7 日に発動した日本への相互関税は既存関税に 15%乗せられる格好で発動している。スタック (stack) とは「物を積み重ねる、あるいは物事を積み重ねる」を指す。既存関税に相互関税をスタック(積み重ね)しない取り決めを「ノースタッキング条項」と呼び、米 EU 合意ではこれが明文化され、日米合意では暗黙の了解として処理された。結果的にこれが命運を分けてしまっている。いづれにせよ、「1～2%の出資部分に限定して利益の 90%を譲り、関税をノースタッキング条項の下で 15%に揃える」という日米合意の要諦は不安定極まりなく、全く安心できない状況にある。

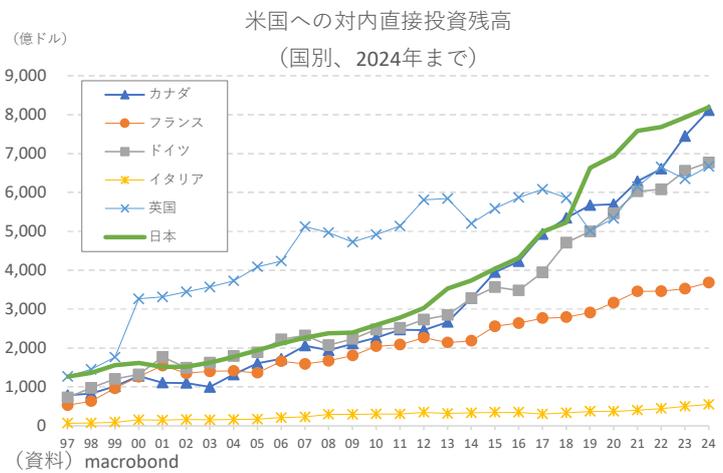
今回の訪米は「対米投資にまつわる諸条件の明文化」と「ノースタッキング条項」の交換を目指すものだったと理解するが、現状の報道からだけでは「対米投資にまつわる諸条件」で揉めているのか「ノースタッキング条項」で揉めているのか分かりかねる。そもそも「ノースタッキング条項」が明文

化されている EU でも、8 月分の過徴収分の還付が実現しているわけではないため、「ノースタッキング条項」についてトランプ政権内で何らかの摩擦があるのかもしれない。

～「資金の性格」で折り合えなければ巨額の円売りに～

なお、仮に「資金の性格」を巡る齟齬が解消されなかった場合、それは円相場にとっては大きな話である。上述の通り、トランプ大統領の主張に沿って「5500 億ドルは米国の意向通りに使える」という建付けになった場合、それは日本政府から米国政府への大規模な対外証券投資と計上されそう。この形は日本政府の主張する融資や融資保証を主軸とする枠組みとは大きく異なり、5500 億ドル分の円売り・ドル買いに直結する恐れがある。もちろん、為替市場から直接ドルを調達する方法、もしくは既存のドル建て資産を処分してドルを調達する方法もあるため、5500 億ドル全額が円売りになるとは思わないものの、相当部分が円投(円売り・外貨買い)になるはずである。

この規模の円投を 3 年間で行うインパクトは甚大である。5500 億ドルは、2024 年末時点の対米直接投資残高である 8192 億ドル(世界最大)の 67%に相当する。これを 2026～28 年の 3 年間で達成するには年平均で 1833 億ドルの対米直接投資が必要になる。過去 10 年間(2015～2024 年)の対米直接投資は年平均 446 億ドル、過去 5 年間の年平均では 312 億ドルである。通常の 4～6 倍の投資額が必要という話であり、「インパクトは甚大だが、現



実味は薄い」と言わざるを得ない。これは実需の 3 倍のエネルギー輸入額を EU が約束した米 EU 合意を彷彿とさせる金額設定だ。そもそも年間 1833 億ドルは 1ドル 148 円計算で約+27.1 兆円だ。これは現時点で過去最大ペースで積み上がっている日本の「統計上の経常黒字」をほぼ食い潰すし、キャッシュフローベースの経常黒字であれば太刀打ちできないほどの規模の円売りが残る。

今のところ、筆者は「ノースタッキング条項」を巡る摩擦の中で訪米中止が決断されていると察しているものの、対米投資について「米国の金として全額寄越せ」というのがトランプ政権の強い希望になっており、しかもそれを日本政府が飲むという展開になれば相当大きな円安要因になることには言及しておきたい。日本政府にとって「自動車関税の 25%は絶対に飲めない」というのがレッドラインであるとすれば、絶対に無いとは言えない展開である。

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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
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	米国価格下げの影響～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月スタフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～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「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～