

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 8 日)

続・対米投資 5500 億ドル合意の現在地

赤澤大臣とラトニック商務長官は、7 月に日米が合意した 5500 億ドルの対米投資についての覚書に署名。本件に関して現在入手可能な情報を踏まえる限り、基本的には日本よりも米国がこれまで主張してきた内容に近そう。まとめると「投資対象は米国が決定し、利益も米国に帰属し、資金を出し渋ったら関税を引き上げる」という半ば恐喝のような建付けが貫かれているように見受けられる。今回の本欄では①投資先の決定権、②収益の配分、③実施の形態、④関税との関係、の 4 点に絞って問題点を整理する。総じて、日本にとって「提案はできるが決められない」構造であり、資金がどのように使われるかは日本側で制御できそうにない。各種論点で日本に不利な状況が見出せるが、米国の意思通りに投資契約を履行しない場合、米国が制裁的に関税引き上げに踏み切る可能性も明記。この条項がある以上、日米関税交渉は振り出しに戻るリスクが常につきまとう。ここにきて石破政権が倒れてしまったことも気がかり。

～強まる悲観、「bad news is bad news」の浸透～

昨日、石破首相の急転直下の辞任表明を受けて、政局流動化と拡張財政路線への懸念が高まる中、アジア時間の為替市場は円売り優勢の動きで始まっている。日本の政局に絡めた議論は総裁選も含めた関連情報が出揃ってから改めて行うことにしたい。こうした日本政局の動き以前に先週 5 日は日米関税合意にまつわる大統領令の発令、対米投資に関する覚書の締結、そして米 8 月雇用統計の大崩れなど多くの材料が重なった。雇用統計は悪化に構えていた大方の予想を超えるさらに悪い内容であり、株価も素直に下がっている。これまでは「bad news is good news」の解釈の下、悪い経済指標が出てても利下げ期待から株価が押し上げられていたが、事態の收拾がそれだけでは済まないとの悲観も強く、「bad news is bad news」の解釈が浸透している。もともと、9 月 FOMC の▲25bp 利下げ織り込みが 100%になっただけでもあり、ドル/円相場が 145～150 円という主戦場を下抜けているわけではない。日本経済にとっては、その事実の方がよほど重いと言える。

～結局、米国の主張に近かった対米投資合意～

それよりも筆者が気になったのは、対米投資に関する覚書の内容である(厳密には覚書は未公表ゆえ、主要報道を元にした内容である)。9 月 4 日(米国時間)に赤澤大臣とラトニック商務長官は、7 月に日米が合意した 5500 億ドルの対米投資についての覚書に署名した。対米投資合意にまつわる懸念点は先週の本欄でも整理したが、現在入手可能な情報を踏まえる限り、基本的には日本よりも米国が主張してきた内容に近いように見受けられる。詳しい論点と日本への懸念点を整理したものが次頁表だ。まとめると「投資対象は米国が決定し、利益も米国に帰属し、資金を出し渋ったら関税を引き上げる」という半ば恐喝のような建付けが貫かれているように見受けられる。以下、主な懸念点を整理しておこう。総じて日本に不利と言わざるを得ない内容である。

まず、最も注目されている

①投資先の決定権について見ておきたい。なお、覚書は公表されていないため、各種報道や分析を元にした上での議論ということを断っておく。特に、英 FT 紙は入手したメモ(恐らく覚書の草稿)を元にして詳細な内容を報じている¹。これらの情報によれば、日本が投資に全く関与できないわけではなく、まず (A) 協議委員会

対米投資にまつわる要点整理

覚書の要点	内容	日本側の懸念点	リスク
①投資先の決定権	最終決定権は大統領。大統領に推薦する「投資委員会」の議長は商務長官。日本の参加は投資委員会の前段階である「協議委員会」まで。	「日本企業の対米投資を支援」という大義は明記されず。	日本の公金が日本企業ではなく米国企業に使われることの適法性。
②収益の配分	「みなし配当額」を上限として日米で 50:50。それを超える部分は日米 10:90。	「みなし配当額」の決定方法が不明。恣意的に設定されると米国が総取りに。	収益配分が限定される以上、「投資」であると同時に開税を下げてもらおうための「贈与」のような性格を帯びる。
③実施の形態	出資・融資・融資保証	出資・融資・融資保証の割合は明記なし。「米国側に収益90%が分配されるのは全体の1~2%に限定された政府系金融機関の出資部分」という赤澤大臣の説明は記載なし。	出資が大部分を占めると収益配分も米国寄りに。なお、出資自体は円投で行われる可能性もあり、円安リスク。
④開税との関係	ブーメラン条項で規定。日本が予定通りの資金提供を行わなかった場合、米国大統領が一方的に関税引き上げを行う権限がある。	「日本が投資を約束 → 守らなければ米国が制裁（関税引き上げ）」という構造。投資は事実上の強制。	「投資しなければ開税で報復される仕組み」を前提としている以上、①~③すべてで米国の意思が強まる。

(資料) ホワイトハウス公表資料などから筆者

(Consultative Committee)に日米双方が参加し、プロジェクト候補について双方の意見を出し合う機会は一応用意されている。しかし、日本側が関与できるのはここまでであり、その後には控える(B)投資委員会(Investment Committee)の議長は米国商務長官(現在はラトニック氏)が務め、(A)で議論された候補から大統領に推薦する案件を振るいにかけることができる。

要するに、「提案はできるが決められない」構造であり、資金がどのように使われるかは日本側で制御できない。これでは日本政府が国民向けに説明するにあたって、「日本企業支援のため」と言いにくいだろう。実際、ラトニック商務長官は覚書公表直後の 5 日、5500 億ドルの対米投資の用途についてトランプ大統領に「完全な裁量権」が与えられていると CNBC のインタビューで語っている。より具体的には「半導体、医薬品、金属、重要鉱物、造船、エネルギー(パイプラインを含む)、人工知能/量子コンピューティングなど、米国の国家および経済安全保障を促進するための全米の分野のプロジェクト」とある。この内容に大きな問題はないが、英 FT 紙は「これらの投資は、米国政府により決定され、米国に数十万人の雇用創出をもたらし、国内製造業を拡大した上で、何世代にもわたって米国の繁栄を確かなものにする」と報じている。基本的には、米国製造業の復興に寄与するための投資プロジェクトに資金を配分する強い意思が見て取れる。

～「みなし配当額」という境界線～

もちろん、投資案件の決定に関与できずとも収益配分が平等であればまだ救いはある。また、覚書には「投資委員会が可能な限り日本のベンダー・サプライヤーを選ぶこと」との記載もあると報じられており、収益配分について日本側への配慮も残されているようだ。しかし、より厳密には収益の配分方法について、「みなし配当額」を上限として日米で 50:50、「みなし配当額」を超える部分は日米で 10:90 との報道が多い。この「みなし配当額」というのが判然としない。真っ当に考えれば投資金額とこれに伴う金利水準から将来的な収益(キャッシュフロー)を推定した上で「みなし配当額」を算出し、これを前受けできるスキームなのだろうか。当然、前倒しされた分は米国の財政収支の

¹ ハドソン研究所 “Investing in Security and Success: Analysis of the US-Japan \$550 Billion Strategic Investment Fund” 9 月 5 日、Financial Times “Trump to direct Japan’s \$550bn investment in US after deal with Tokyo” 9 月 5 日

改善に寄与するだろう。この「みなし配当額」部分については平等に日本も裨益するため、金銭的な得失は無いのかもしれないが、これを超える部分は殆ど米国が総取りする構図にある。

「みなし配当額」が収益分配の比率が変わる境界線として使われている以上、それが日本側にとって死活問題となりかねないわけだが、その算出方法がブラックボックスとなっていることは看過できない論点と思われる。

～実施形態を巡る懸念:「出資 1～2%」の話はどこに～

また、実施形態について覚書には何の記載もなかった。これまで赤澤大臣の説明では「出資部分は 5500 億ドル(≒80 兆円、1 ドル 145 円換算)の 1～2%」という話だった。すなわち出資額のレンジは 55 億ドルから 110 億ドル、日本円にして 8000 億円から 1.6 兆円という想定である。より具体的には、「8000 億円から 1.6 兆円の政府系金融機関(具体的には国際協力銀行)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%にとどまる」という話であり、投資規模全体に照らせば非常に些細な話という整理だった。25%から 15%までの関税引き下げで回避できた損失額が 10 兆円程度と言われていたので、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」、というのが 7 月下旬の合意時点での評価だった。

しかし、現在入手可能な情報を踏まえる限り、大前提となる「出資部分は 5500 億ドル(≒80 兆円)の 1～2%」という事実は記載がなさそうである。なお、各種報道では「日本は、大統領が投資先を選定したと通知を受けてから 45 日以上経過した日に、指定された単一または複数の口座に米ドル建ての即時利用可能な資金を拠出する」という事実も報じられているが、これが出資なのか融資なのかといった実施形態については言及がない。上述の「みなし配当額」の計算方法が分からないため具体的な数字が作りにくい、出資部分が大きくなるほど、米国に帰属する収益部分が大きくなるため、この部分がブラックボックスのまま残されているのはやはり禍根を残すだろう。先週の本欄でも懸念したように、「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」というのが統計上の定義である。結局、今回の対米投資 5500 億ドルは相当部分の円売りを含んだ対外証券投資ということになってしまうのではないのか。

さらに言えば、日本企業的意思決定プロセスを踏まえれば、「投資先の決定から振り込みまでに 45 日間しかない」という事実はあまりにも非現実的ではないかと思われる。

～ブーメラン条項による強制～

最後に、日本が反論する余地を塞いでいるのが④の論点である。日本が米国の意思通りに投資契約を履行しない場合、米国が制裁的に関税引き上げに踏み切る可能性が明記されているという。日本が米国に投資しない限り、関税がブーメランのように日本製品に返ってくるという建付けゆえブーメラン条項とも形容できるが、これがある以上、日米関税交渉が振り出しに戻るリスクがつきまとう。かかる条件の下、①～③のあらゆるシーンで日本が米国に意見することは難しく、資金拠出だけを求められ続けるのではないか。9 月 6 日に帰国した赤澤大臣が「まだ決着はついてない」と述べるように、大統領が署名できていない論点は残されている。その際、今回ブラックボックスとして残されている重要論点についても、日本の国益になる形で修正が行われることを期待したい。

しかし、以上のような不透明感を残しつつ、石破政権が倒れることになってしまったのは気がかりと言わざるを得ない。赤澤大臣は石破首相の右腕のような存在であり、次期政権で対米交渉役として大臣職に残れるかどうかは相当に疑義があるだろう。基本的に本件の処理にあたる人選については継続性が担保されることを祈りたいが、当面の波乱材料として関税交渉は目が離せそうにない。

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.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9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
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	貰かれなかった「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～デュアルマンドートの拮抗～
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「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～