

第3節 米国のサービス貿易と所得・投資構造

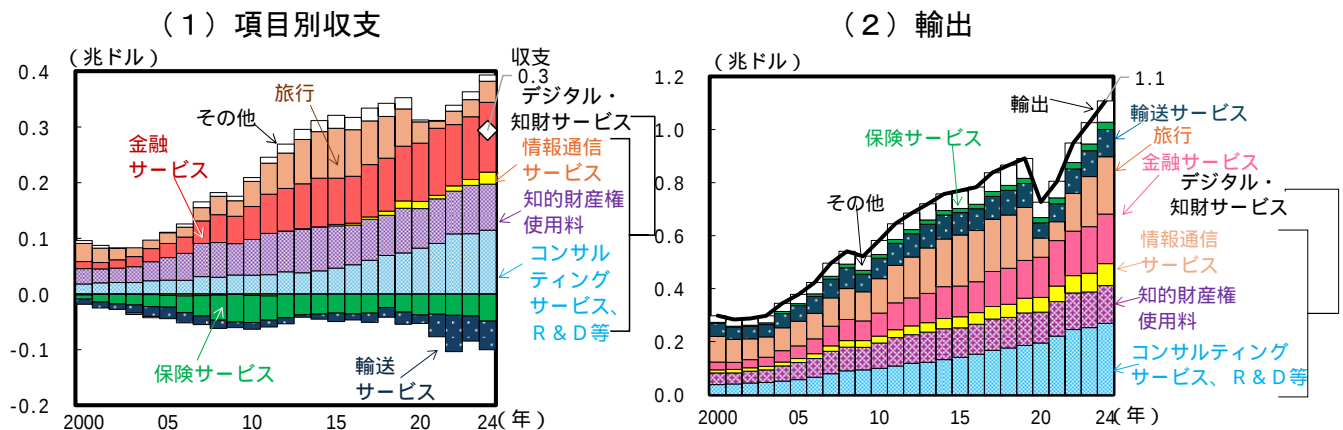
米国経済は、財貿易は赤字である一方、サービス貿易は黒字となっており、とりわけ高付加価値のデジタル・知財サービスの輸出に強みがある。また、米国は世界各国に直接投資を行い、高い収益率で直接投資収益を上げている。

本節では、米国のサービス貿易と所得・投資構造について確認する。その上で、財の貿易収支、サービス収支、所得収支を総じてみた経常収支が赤字の状況が継続していることについて、その背景にある財政赤字と基軸通貨であるドルの役割について考察する。

1. サービス貿易の構造

米国のサービス貿易は、一貫して黒字を続けている（第2-3-1図）。2000年以降、サービス輸出をけん引する主要な項目としては、「コンサルティングサービス、R&D等」⁸⁰、「知的財産権使用料」、「情報通信サービス」のデジタル・知財サービスや、「金融サービス」が挙げられる。

第2-3-1図 サービス収支、輸出（2024年）



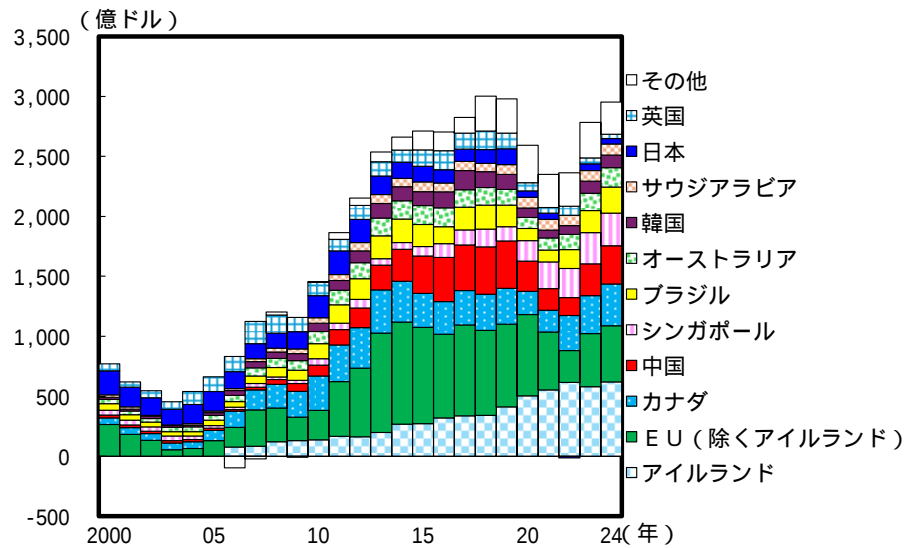
(備考) 1. 米国商務省により作成。国際収支ベース。

2. 「コンサルティングサービス、R&D等」は、「その他ビジネスサービス」を指す。

サービス収支を相手国・地域別にみると（第2-3-2図）、アイルランドに対するサービス黒字は大きくかつ拡大傾向にあることが分かる。また、2020年から2021年にかけて、特に中国、カナダに対するサービス収支の黒字幅が縮小しているが、これは、感染症拡大による渡航制限に伴う旅行サービス輸出額の減少に起因している。

⁸⁰ ここでの「コンサルティングサービス、R&D等」は、「その他ビジネスサービス」（Other Business Services）を指し、経営コンサルティングサービス、研究・開発（R&D）サービス、法務サービス、会計サービス、広告サービス等が含まれる。

第2-3-2図 サービス収支（相手国・地域別）



(備考) 米国商務省により作成。国際収支ベース。

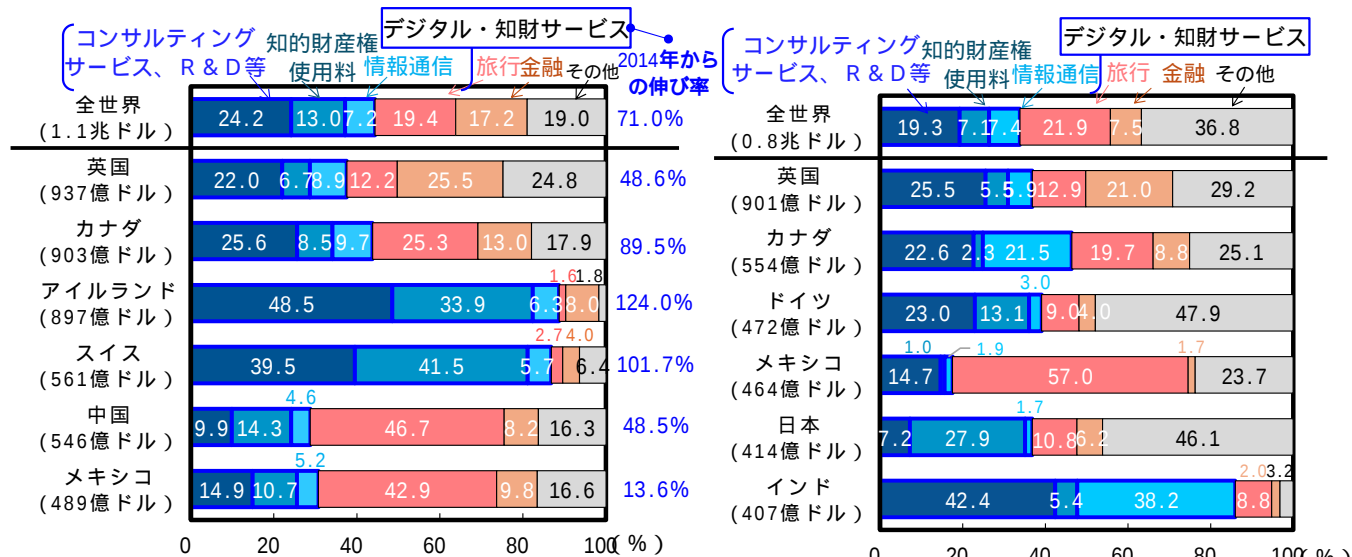
相手国別のサービス輸出の品目別シェアをみると（第2-3-3図）、全世界向けデジタル・知財サービスの輸出シェアが4割以上を占めており、特に、米国からのサービス輸出で3位であるアイルランド向け輸出はデジタル・知財サービスの輸出シェアが9割弱を占めている。アイルランド向けの輸出全体に占めるデジタル・知財サービスの輸出の割合が高い背景としては、アイルランドは、法人税率が低いことに加え、若年人口比率や教育水準が高く英語圏でもあることから、米国企業が、生産、研究・開発拠点としてアイルランドに集積していることが挙げられる⁸¹。また、2014年から2024年にかけてのデジタル・知財サービスの輸出は71%増加しており、特に、アイルランド向けは124%増加している。

⁸¹ 詳細は、村田（2024）参照。

第2-3-3図 相手国別サービス輸出入の品目別シェア

(1) 輸出

(2) 輸入



(備考) 1. 米国商務省により作成。国際収支ベース。
2. 「コンサルティングサービス、R&D等」は、「その他ビジネスサービス」を指す。

英国は、米国からのサービス輸出相手国としても、サービス輸入相手国としても1位となっている。品目としては、輸出入ともに、デジタル・知財サービスや金融サービスのシェアが高い。米英両国の供給表及び使用表⁸²をみると、金融業や情報通信業において、両国ともビジネスサービス（品目）の中間投入比率が全産業平均と比較して高く、労働生産性も高くなっている。米英では、こうした労働生産性の高い産業において、専門ビジネスサービスの水平分業が進んでいることが確認できる（第2-3-4表）。

第2-3-4表 米英のビジネスサービスの中間投入と労働生産性（2023年）

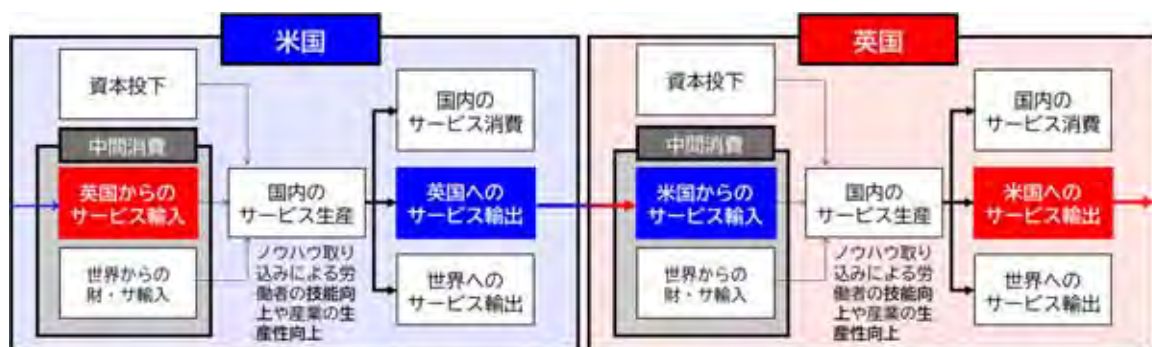
産業	米国		英国	
	ビジネスサービスの 中間投入比率（%）(億ドル)	労働生産性 （全産業=100とした指数）	ビジネスサービスの 中間投入比率（%）(億ポンド)	労働生産性 （全産業=100とした指数）
金融	25.6 (9,027)	167	25.4(443)	242
情報通信	30.7 (3,193)	384	29.9(431)	138
全産業	21.7 (2,984)	100	19.6(248)	100
飲食・宿泊	23.7 (2,317)	38	12.2(70)	38
輸送	13.4 (1,083)	75	15.7(189)	78

(備考) 1. 米国商務省、英国国家統計局により作成。
2. 中間投入比率は、各産業のビジネスサービス（品目）の中間投入額を中間投入額の全品目合計で除したもの。
3. () 内は、各産業のビジネスサービスの中間投入額。全産業については、全産業の平均値。
4. 労働生産性は産業別実質GVAを雇用者数で除して算出し、全産業を100として指数化したもの。

⁸² 供給表は、各財・サービスがどの産業によって生産されたかを示す表。使用表は、各財・サービスがどの産業によって中間投入に使われたか、または、最終需要（個人消費、総固定資本形成、政府支出等）に使われたかを示す表。

米英間でのビジネスサービス貿易は、一方的な取引ではなく、国内での知識の蓄積・応用を経て、再び国外へとサービスが輸出される相互関係にあると考えられる⁸³（第2-3-5表）。直接投資や国際分業を通じた企業間ネットワークの形成といった水平分業によって高度なサービスの輸出入が可能となり、産業全体の生産性向上と経済全体の成長拡大に寄与していると考えられる。

第2-3-5表 米英間のサービス産業における水平分業の概念図



（備考）下平・荒木（2025）により作成。

⁸³ 下平・荒木（2025）では、英国による対米ビジネスサービス輸出額及び米国による対英ビジネスサービス輸出額のそれぞれについて、一方を被説明変数、他方を説明変数とした同時方程式モデルの推計を行った結果、英国による対米ビジネスサービス輸出に対して、米国から英国へのビジネスサービス輸出が統計的に有意な正の影響を与えており、その逆についても統計的に有意な正の影響を与えていることが示されている。これは、米英間でのビジネスサービス貿易は、一方の輸出増加が他方の輸出を増加させる相互関係にあることを示唆している。

2. 所得収支と投資構造

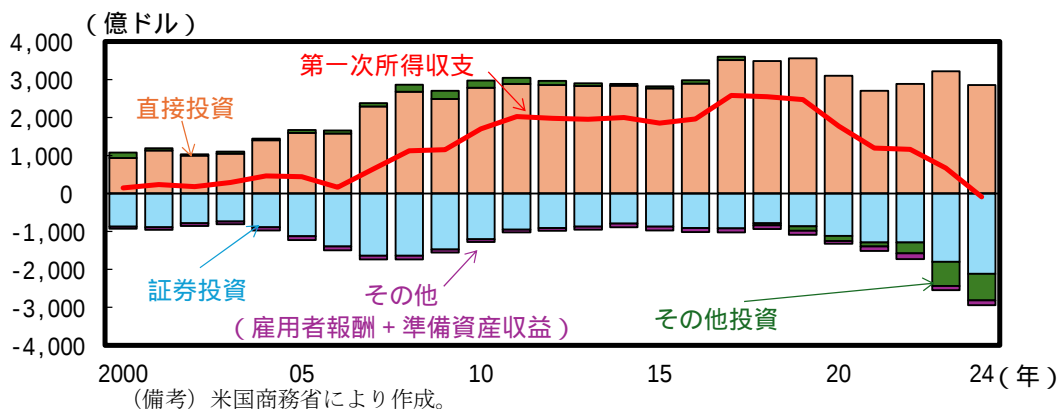
（第一次所得収支は赤字に転じた）

米国の投資構造について理解するため、第一次所得収支について確認する（第2-3-6図）。第一次所得収支は、対外債権・債務から生じる利子・配当金等の収支であり、投資収益と雇用者報酬⁸⁴で構成される。米国の場合、第一次所得収支の受取り・支払いの両方について、95%以上を投資収益が占めている。

投資収益は、直接投資収益、証券投資収益、その他投資収益、準備資産収益に分けられる⁸⁵。2000年代後半以降、主に直接投資収益の黒字額が証券投資による赤字額を上回り、第一次所得収支は黒字基調で推移してきた。しかし、2018年以降、直接投資収益が横ばいで推移する一方、証券投資収益とその他投資収益の赤字額が拡大したことにより、第一次所得収支の黒字額は縮小し、2024年には第一次所得収支は1960年の統計開始以降初めて赤字となった。

また、第一次所得収支の投資収益について、受取側と支払側に分けて確認すると、2024年時点において、受取の44.3%が直接投資である一方、支払の50.4%を証券投資が占めている（第2-3-7図）。したがって、対米投資（諸外国から米国への投資）と対外投資（米国から諸外国への投資）とで投資形態が異なることが推察される。

第 2-3-6 図 第一次所得収支



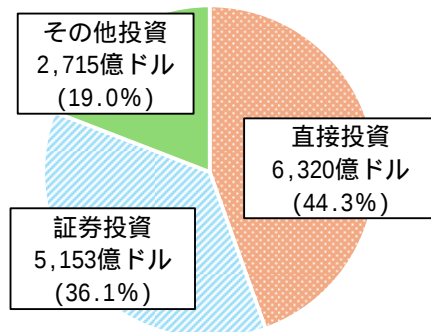
⁸⁴ 第一次所得収支のうち雇用者報酬とは、在外米国公館が現地職員に支払う給与や在米外国公館から居住者が受け取る給与等が計上される。

⁸⁵ 直接投資収益は、直接投資関係にある経済主体間の株式配当金・利子等の収支である。直接投資とは、国境を越えて居住者が非居住者の企業の経営に対し、支配または重要な影響を持つような形で行われる投資であり、議決権付き証券を10%以上保有することが基準となる。証券投資収益は、直接投資関係にない経済主体間の株式配当金及び債券利子の収支である。その他投資収益は貸付・借入、預金等に係る利子の受取・支払など、直接投資・証券投資に含まれない収支を指す。準備資産収益とは、FRBと米国財務省が保有する外貨準備等から得られる利子収入であり、主に外国債（ドイツ、フランス、日本等）や国際決済銀行（BIS）・国際通貨基金（IMF）への預け入れによって運用されている。

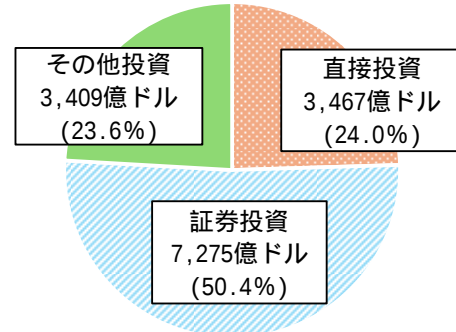
第2-3-7図 第一次所得収支のうち投資収支に占める各項目の割合（2024年）

（1）受取側（計1兆4,268億ドル）

（2）支払側（計1兆4,151億ドル）



（備考）米国商務省により作成。

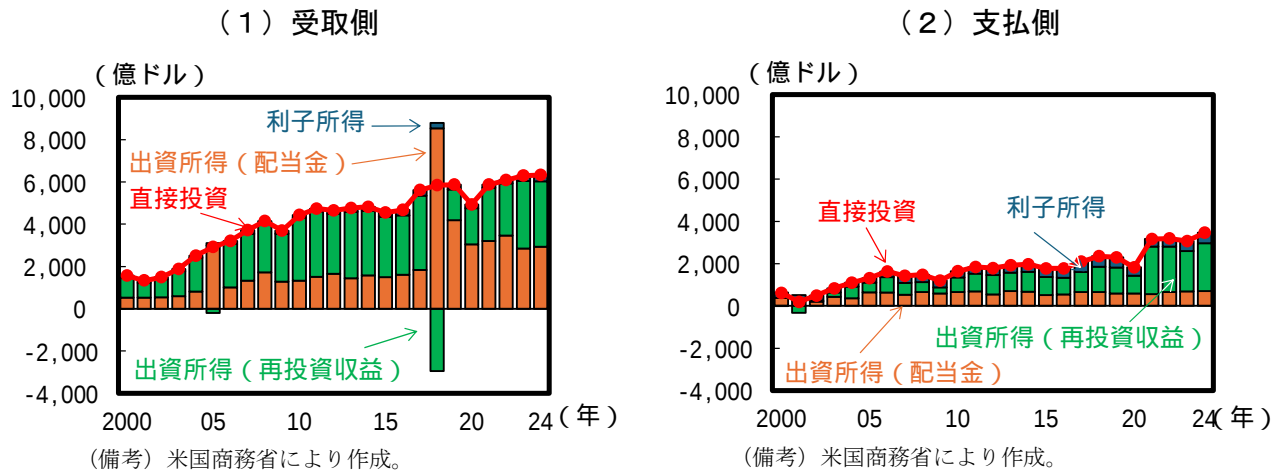


（備考）米国商務省により作成。

次に、直接投資の内訳を受取・支払別にみると（第2-3-8図）、大きくは出資所得（海外子会社からの配当金（資金還流）収益と再投資収益）と利子所得（海外子会社からの借入・債券利子収益）に分けられるが、受取・支払ともに、出資所得が9割以上を占めていることが分かる。受取側については、2006年から17年まで、現地法人で得られた収益の半分以上が現地で再投資に費やされている。2018年には配当による資金還流が急増し、再投資収益がマイナスへ転じているが、これは第一次トランプ政権で成立した2017年減税・雇用法（TCJA :Tax Cuts and Jobs Act）の影響によるものである⁸⁶。一方、支払側については、受取側以上に再投資収益の割合が高く、米国内での再投資に資金が振り分けられていると考えられる。2020年以降、収益の米国内への再投資の増加が顕著となっており、2011～20年の平均944億ドルに対し、2021年以降の平均は2,141億ドルと、2倍以上になっている。

⁸⁶ 従来、海外所得は米国への還流時点で35%課税される仕組みとなっていたが、TCJAにより1986年以降に蓄積された海外子会社の未配当利益に対し、一回限りの低税率での課税（現金性預金が15.5%、その他が8%）に変更された。これにより、2.6兆ドル超と推計される未課税利益の米国内への還流が促進された。

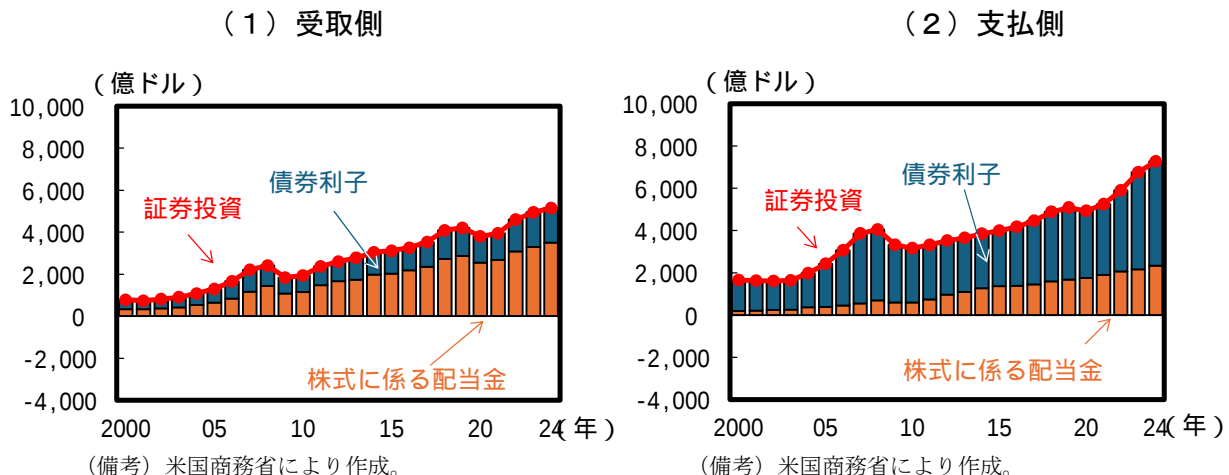
第 2-3-8 図 直接投資収支



次に、証券投資の内訳を受取・支払別にみると（第 2-3-9 図）、受取側は株式に係る配当金（非支配会社からの株式配当金による収益）が債券利子（直接投資に分類されない債券利子収益）を上回っている一方、支払側は債券利子による支出が 7 割近くを占めている。債券利子支払の 46.7%（2024 年時点）は米国債の利払費であり、その割合は上昇傾向にある。主に諸外国による米国債投資に対する利払いが、米国の証券投資収益の支払側として計上されている。

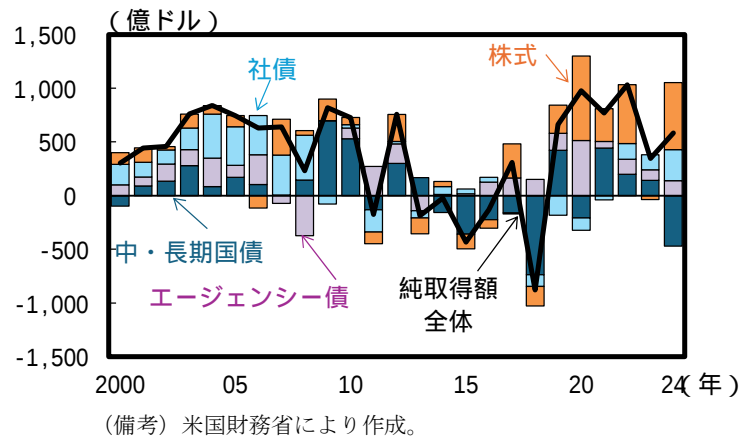
なお、対米証券投資に関連して、外国政府・外国居住者による米国長期証券の年間の純取得額の推移を第 2-3-10 図⁸⁷に示す。2019 年以降、米国株式の取得が増加しており、投資先としての需要が高まっている。

第 2-3-9 図 証券投資収支



⁸⁷ エージェンシー債とは、米国の政府関連機関や政府後援企業が発行する、主に住宅ローン担保証券を中心とする債券。

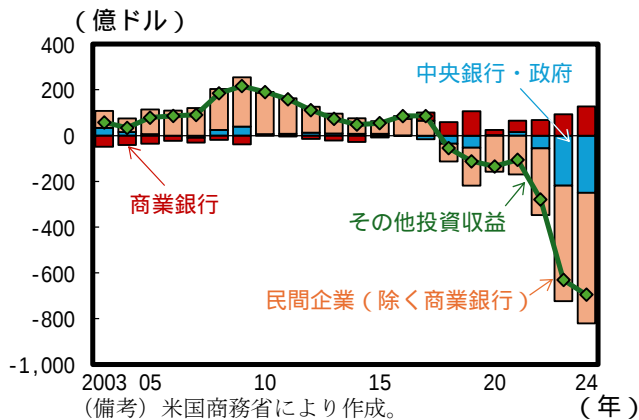
第 2-3-10 図 外国政府・居住者による米国長期証券の年間の純取得額



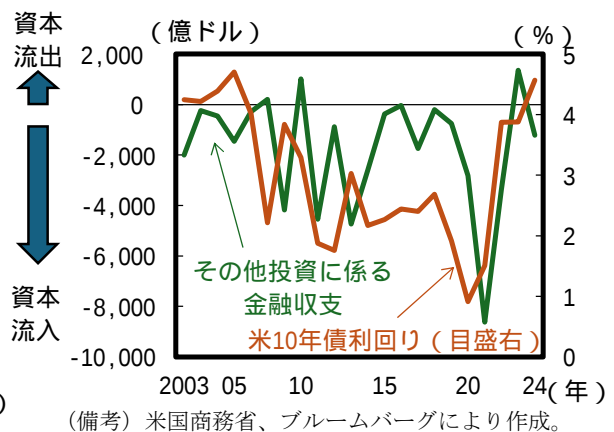
最後に、その他投資の収支をみると（第2-3-11図）、2017年までは黒字で推移してきたが、2018年以降は赤字に転じており、その赤字額は2023年以降、拡大している。部門別では、民間企業（除く商業銀行）と中央銀行・政府は赤字が拡大している一方、商業銀行は2016年以降黒字になっている。

その他投資に係る金融収支をみると（第2-3-12図）、基調的に資本流入が続いており、特に、2020～22年の3年間の純流入額は1.5兆ドルに及んだ。感染症拡大後の低金利の中で、企業の資金需要が回復し（第2-3-13図）、民間企業（除く商業銀行）が海外の投資家や金融機関から資金を調達して投資に振り向けた。これが2023年以降のその他投資収支の赤字額の拡大に寄与していると考えられる。

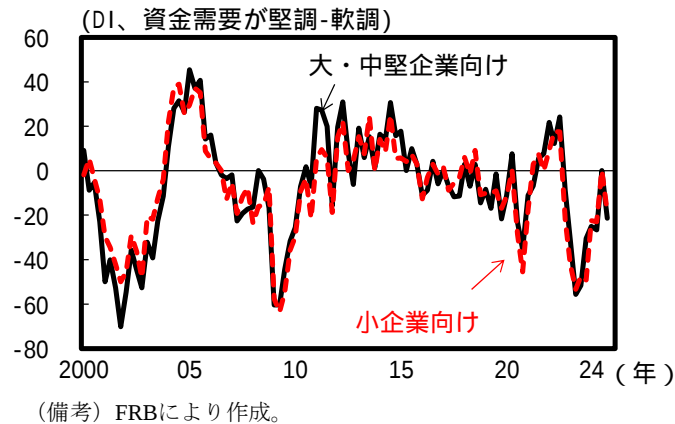
第 2-3-11 図 その他投資収支



第 2-3-12 図 その他投資に係る金融収支と米金利



第 2-3-13 図 資金需要



(対外・対米投資収益率の不均衡)

ここまでフロー面での投資所得の内訳及び推移をみてきたが、ストック面での対外純資産残高 (Net International Investment Position : NIIP) についても確認する。米国では、対外負債が対外資産を恒常的に上回っているため、負の対外純資産 (対外純負債) が続いており (第2-3-14図)、その値は2010年以降、拡大傾向にある。対外純負債は、対GDP比でも、2010年以降上昇しており、2024年には対GDP比▲89.9%となった。IMFによると、2023年以降の対外純負債額の拡大は、米国株価の上昇によるバリュエーション効果の寄与が大きく、2022年 (対GDP比▲61.2%) から2023年 (同▲70.7%) の拡大のうち、約4分の3を占めるとされている⁸⁸。

投資項目別にみると、証券投資が対外純負債額の大部分を占めている (2024年の証券投資の構成比は約66%)。証券投資は、負債 (海外投資家による米国への証券投資残高) が基調的に増加している (第2-3-15図)。前述のとおり、2023年以降はバリュエーション効果により、上昇幅が拡大している。なお、海外投資家による米国債への投資は、証券投資の約3割を占めている。

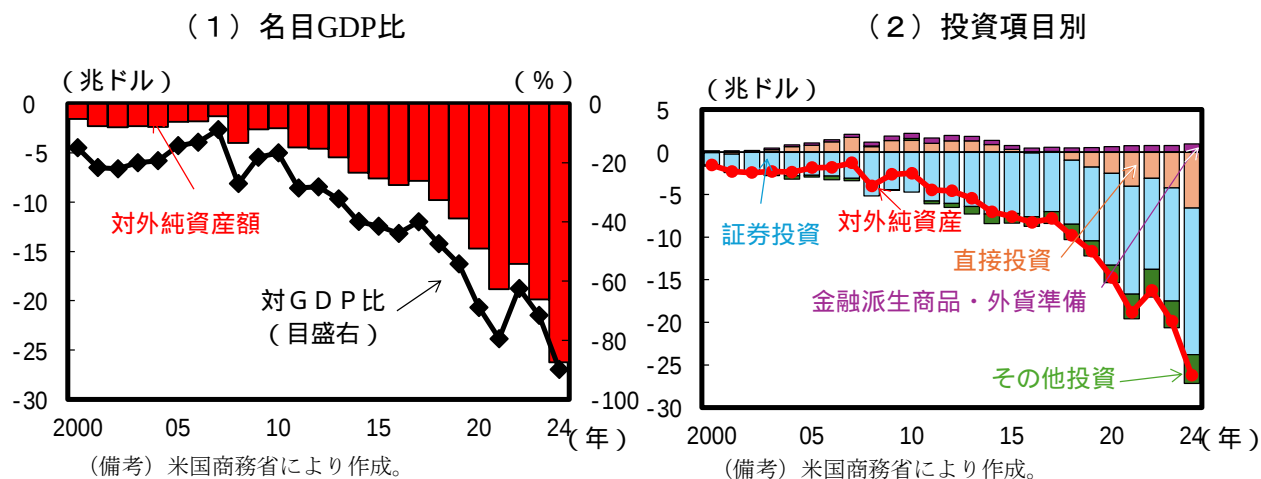
一方、近年の傾向に変化がみられるのが直接投資残高⁸⁹である。直接投資は、2000年に統計開始以降初めて対外負債が対外資産を上回ったものの、2002年以降は2015年に至るまで対外資産が対外負債を上回っていた (第2-3-16図)。しかし、2015年にアイルランドによる医薬品企業の買収が急増したことや、カナダや英国からの直接投資の流入が続いたことで、直接投資の対外負債が対外資産を上回った (時価ベースで対米直接投資

⁸⁸ IMF (2024)

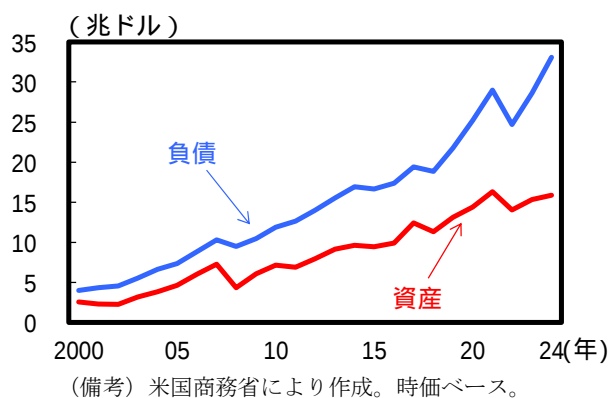
⁸⁹ 直接投資関係 (10%以上の議決権を保有) にある企業間取引について、直接投資残高＝株式資本 (株式の出資持分及びその他の資本拠出金) ＋収益の再投資 (子会社の利益剰余金を持ち分比率に応じて計上) ＋負債性資本 (貸付・借入金、債券投資残高)。株式資本のみ時価評価 (Market Value) で計算される。上場していない株式の時価評価額については、簿価ベースの調査データと株価指数 (対米直接投資は S&P500 指数、対外直接投資は MSCI の株価指数) を用いて推計される (BEA (2024c))。

が対外直接投資を上回った）。また、2022年以降は、前述のバリュエーション効果や、利益剰余金の増加が主因となり、海外からの直接投資残高が増加している。また、新規の直接投資では、情報業や専門サービス業など非製造業企業への買収が増加している。これらの詳細については後述する。

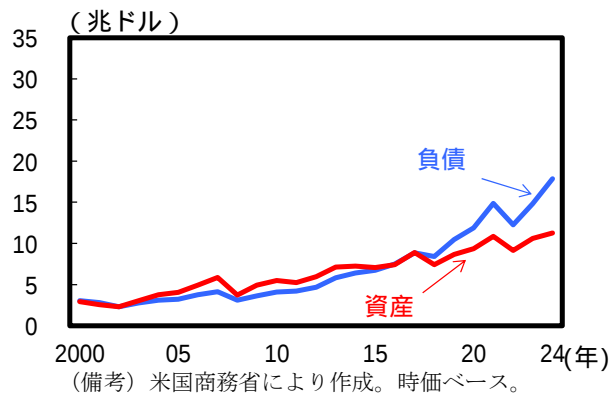
第 2-3-14 図 対外純資産



第 2-3-15 図 証券投資の資産・負債残高



第 2-3-16 図 直接投資の資産・負債残高



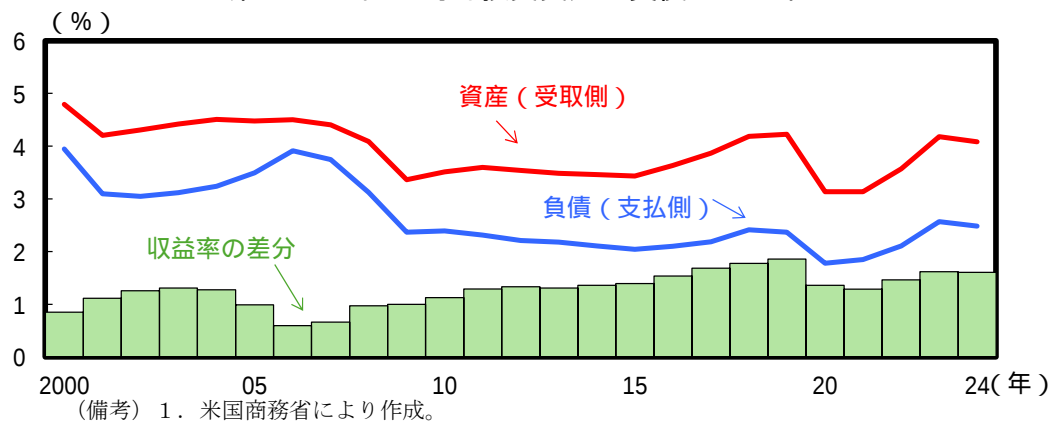
次に、対外資産・負債の収益率を確認する。

$$\begin{aligned} \text{収益率}(t\text{年}) &= \frac{\text{第一次所得収支の受取・支払額}(t\text{年})}{\text{資産・負債額}(t-1\text{年末}, t\text{年末の平均})} \end{aligned}$$

により求めた収益率の推移をみると(第2-3-17図)、対米投資に係る資産(米国からみると負債)がもたらす収益率が2%から4%程度であるのに対し、対外投資に係る資産がもたらす収益率が4%から5%程度と、2000年以降対外投資収益率が対米投資収益率

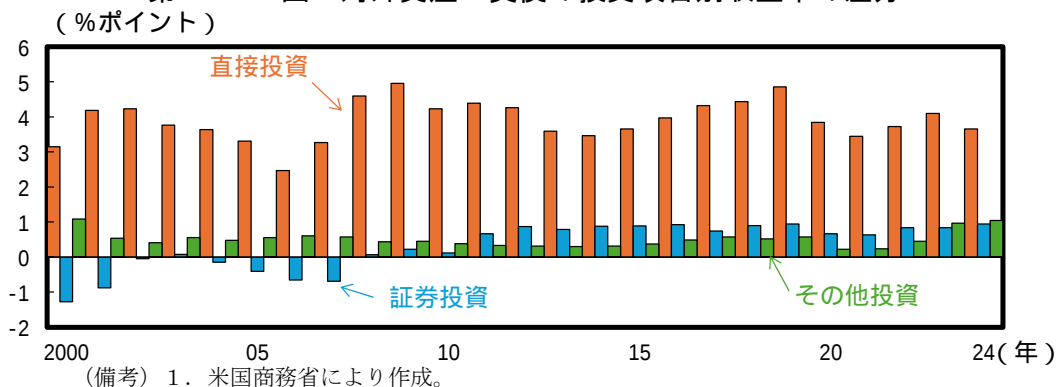
を上回っていることが分かる。このことから、米国全体でみると海外から低コストで資本を調達し、海外へ高い収益率で投資してきたことがうかがえる。

第 2-3-17 図 対外投資資産・負債の収益率



投資項目別に対外資産・負債の収益率の差分をみると、証券投資やその他投資の収益率の差分に比べ、直接投資の収益率の差分は大きく、対米・対外の違いが顕著に表れている（第2-3-18図）。ただし、直接投資の収益率の差分は、2018年の4.9%ポイントで頭打ちとなっており、2024年では3.7%ポイントまで低下している。証券投資については、2007年までは2003年を除いてマイナス、つまり、負債の収益率が資産の収益率を上回っていたが、2008年以降は資産の収益率が上回り、1%ポイント程度で安定して推移している。その他投資については、2000年以降、1%ポイント程度で推移している。

第 2-3-18 図 対外資産・負債の投資項目別収益率の差分



このように、米国は世界最大規模の純債務国であるが、主に証券投資によって低コストで調達した資本を、主に直接投資によって高い収益率で運用することにより、対外資

産からの収益が対外負債への支払を上回る構造となってきた。これについては、米ドルが世界の基軸通貨であるために享受してきた米国の「法外な特権（Exorbitant Privilege）⁹⁰」とも指摘される。

しかし、これまでみてきたとおり、この構造に変化が生じつつある。第2-3-14図のNIIPでは、2018年に初めて直接投資の資産を負債が上回った。さらに、第2-3-18図における対外・対米直接投資の収益率の差分は2022年以降縮小し、2024年には証券投資収益・その他投資収益の赤字を直接投資収益の黒字が下回ったことで、第一次所得収支は統計上初めて赤字となった。

また、保護主義的な通商政策が発表された2025年4月には、通貨・債券の投資先としての米国への懸念が広がり、米金融市場でトリプル安⁹¹となった。このような状況は、政策の如何によっては、低いコストで海外から資本を調達し、海外での高い収益率で投資利益を得るという基軸通貨国としての「法外な特権」を米国が享受できなくなるおそれがあることを想起させた。

（直接投資の状況）

次に、対外・対米直接投資の状況について詳細を確認する。

第2-3-19図は、2000年と2023年における直接投資の残高と各国・地域が占める割合（上位5か国・地域＋日本）を示している⁹²。ここでは、前述のNIIPの時価ベースでの対外投資残高とは異なり、簿価ベースの評価がなされている⁹³。

（1）図から、2000年に1.32兆ドルであった対外直接投資残高は、2023年に6.68兆ドルに増加したことがわかる。対外直接投資先の順位は、2000年は英国、カナダ、オランダ、バミューダ諸島、日本と続く。一方、2023年においては英国、オランダ、ルクセンブルク、アイルランド、カナダとなっている。なお、日本は2000年時点では4.3%を占め、全世界で5番目の対外投資先であったが、2023年には0.9%となっている。この順位変動には、米国による諸外国の非金融持株会社への投資増加が影響しており、詳細は後述する。

一方、（2）図から、対米直接投資残高は1.26兆ドルから5.39兆ドルに増加していることがわかる。対米直接投資を行っている上位5か国は、2000年時点では、英国、日本、

⁹⁰ 「法外な特権（Exorbitant Privilege）」という言葉初めて使ったのは、バレーリー・ジスカルデスタン（元仏大統領、経済・財務相）である。

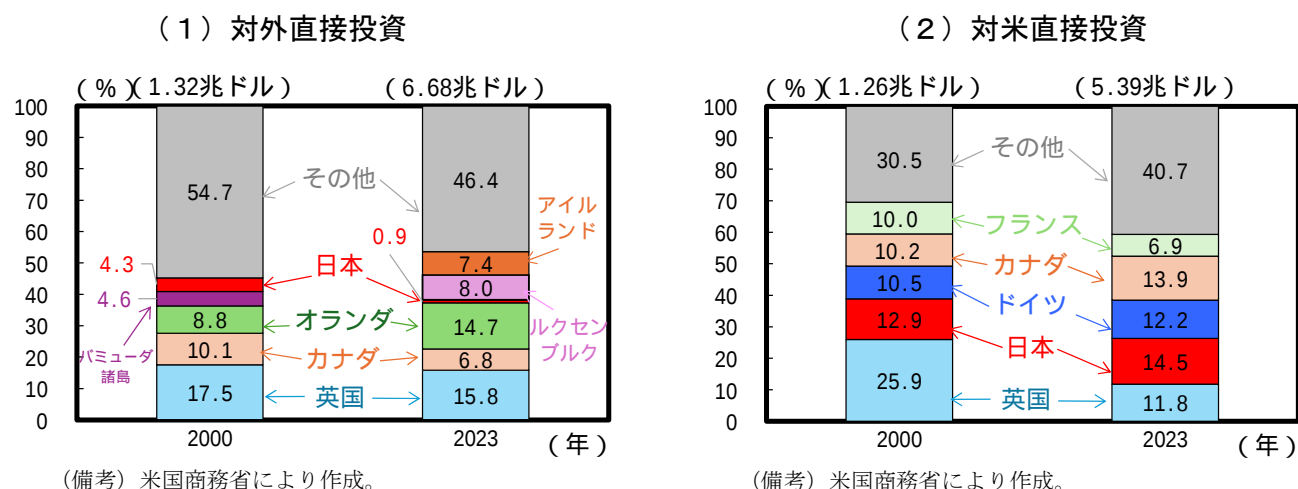
⁹¹ 第二次トランプ政権において、2025年4月2日に「相互関税」を発表したことに端を発する、米国株式・米国債券・ドルの3つの主要資産が同時に下落した事態。4月2日対比で、一時S&P500は▲12.14%（4月4日）、10年債利回りは0.36%ポイント上昇（4月11日）、ドルインデックスは▲5.33%（4月21日）低下した。

⁹² 本稿において、対米直接投資残高は投資主体を最終的に所有または支配している事業体が所在する国を基準とした集計値を示す。

⁹³ BEA (2024c))

ドイツ、カナダ、フランス、2023年時点では、日本、カナダ、ドイツ、英国、フランスとなっており、日本の順位が上昇して、世界最大の対米直接投資国となっている。日本については、後述するが、新規の直接投資が増えたというよりは、米国現地法人で得られた利益の再投資による直接投資フローの積上げによるところが大きい。

第2-3-19 図 直接投資残高（2000 年、2023 年）

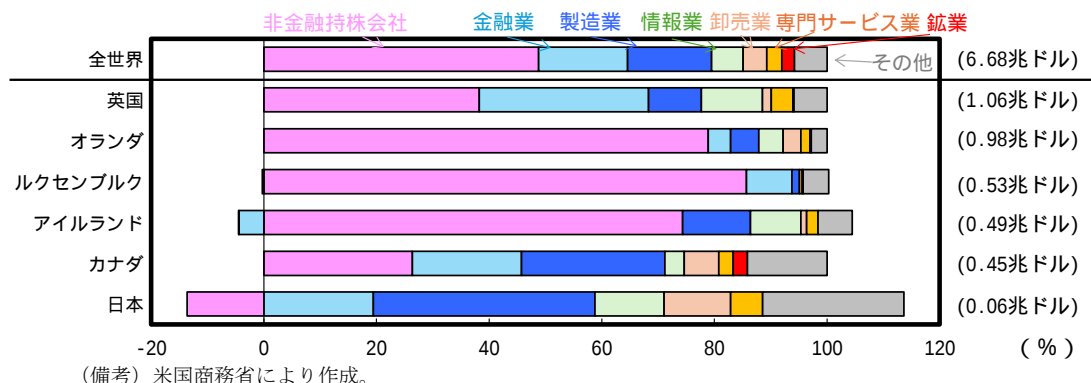


対外直接投資残高の2023年時点での上位5か国及び日本について、投資先企業の業種区分（NAICSベース）の割合をみると⁹⁴（第2-3-20図）、対外直接投資全体のうち、最大の割合を占めるのは事業活動を行っていない非金融持株会社（48.8%）であり、オランダ、ルクセンブルクは、特にその傾向が顕著である。日本については、非金融持株会社の投資残高がマイナスとなっているが、日本に所在する子会社が損失を出したことによる再投資収益の赤字、日本に所在する子会社から親会社への貸付フローが累積した結果などが要因として考えられる。

非金融持株会社を除くと、最大の対外投資先である英国については、金融業の割合が高く、カナダや日本については製造業の割合が高い。

⁹⁴ オランダ、ルクセンブルク、アイルランド、カナダ、日本の「預金取扱機関」の値は、個社企業のデータ開示を防ぐために欠損値となっているため、全体の割合が100%となるように「その他」の項目で調整している。

第 2-3-20 図 対外直接投資残高の上位 5 か国＋日本（2023 年）



非金融持株会社の割合が高いオランダ、ルクセンブルクについては、優遇税制が充実していることや、広範な租税条約ネットワークを持つため、企業の活動地というよりもグローバル企業におけるタックスプランニング上の中継地点として、持株会社が置かれている。つまり、米国企業が税負担軽減のため、これらの国に知的財産権や利益を集中させている可能性がある。

このように、実質的な雇用や資本形成を伴わず、実態のない対外直接投資はファントムFDI（Phantom Foreign Direct Investment）と呼ばれ、2010年代前半にかけて急増してきた。2019年時点で世界の対外直接投資のうち、約40%がファントムFDIであり⁹⁵、その大部分が米国の多国籍企業に起因する。特に、ルクセンブルクでは人口約60万人に対し、世界からの直接投資残高は約4兆ドルと推計されており、一人当たり約660万ドル（約9.6億円⁹⁶）となっている⁹⁷。

一方、アイルランドも非金融株式会社のシェアが高いものの、第1節で確認したとおり、アイルランドからは医薬品関連の輸入が多くみられており、医薬品産業に関わる実態のある事業会社（製造・販売・研究開発会社など）が多数存在する。それに加えて、アイルランドへの知的財産権使用料のサービス輸出額は、対外直接投資額では上回るオランダ、ルクセンブルクに比べて大きく、2024年では2国合計の3倍以上である（第2-3-21図、第2-3-22図⁹⁸）。つまり、アイルランドにおける非金融持株会社は、統括会社として置かれた側面がありつつも、域内で稼ぐ知的財産権が集約された、アイルランド国内の製造・販売会社の親会社としての色合いが強い。したがって、非金融持株会社としては、

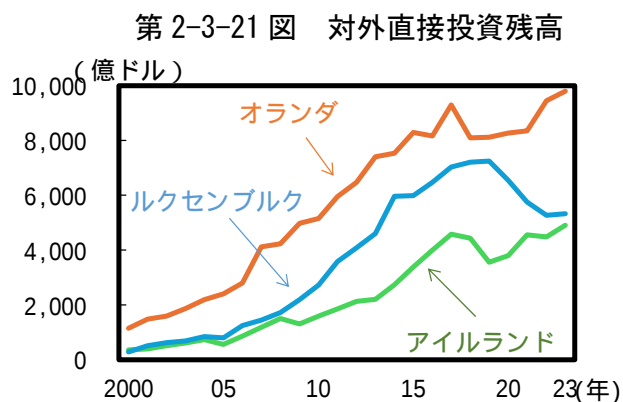
⁹⁵ Damgaard et al. (2019)

⁹⁶ 2025年6月の月中平均為替レート（1ドル145円）で換算した値。

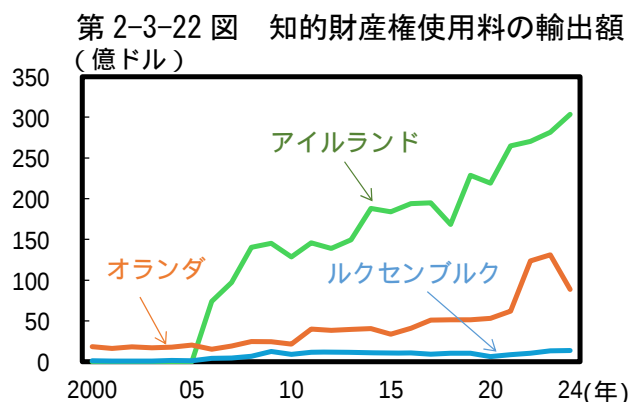
⁹⁷ Damgaard et al. (2019)

⁹⁸ アイルランドの2000年から2005年の値は欠損値。

- ①実態をもたせつつ統括会社としての機能を持たせる（特に医薬品）：アイルランド
 ②中継・利益移転に特化（ファントムFDI）：オランダ、ルクセンブルク
 といった住みわけがなされていると考えられる。

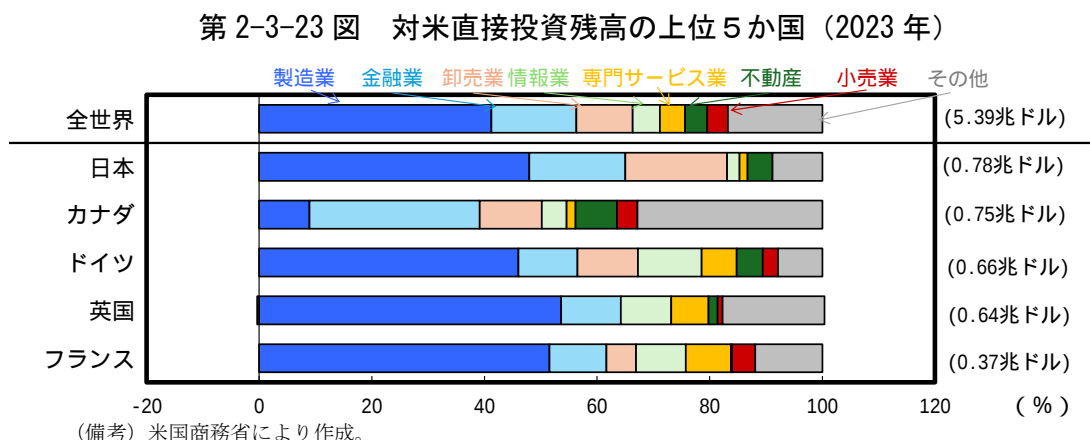


(備考) 米国商務省により作成。



(備考) 米国商務省により作成。

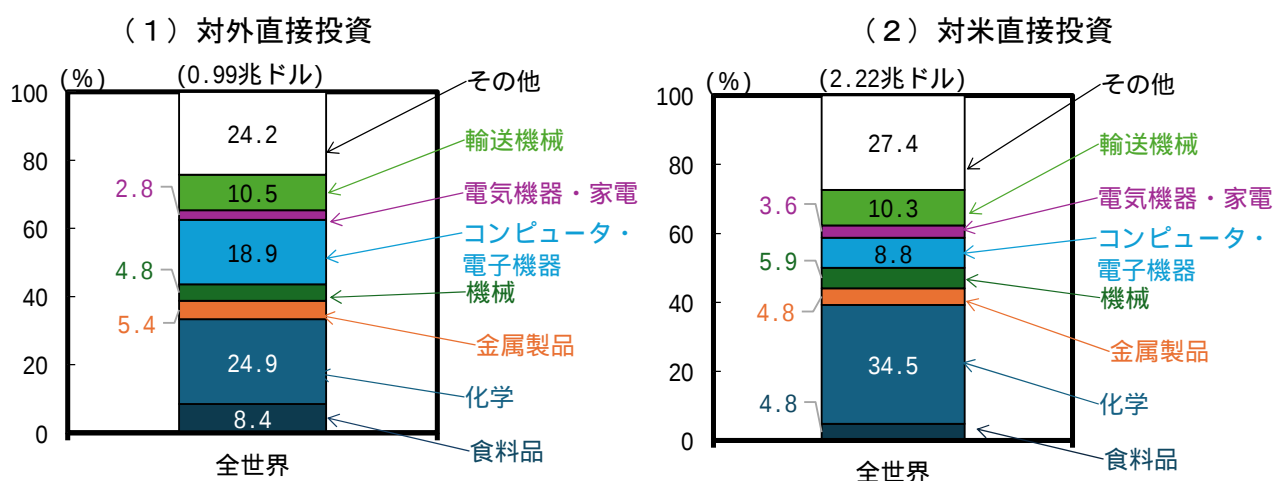
一方、対米直接投資残高の2023年時点での上位5か国について、投資先企業の業種区分（NAICSベース）の割合をみると⁹⁹（第2-3-23図）、対米直接投資全体のうち、最大の割合を占めるのは製造業（41.2%）であり、金融業、卸売業が続く。上位5か国においても、カナダ以外は製造業が50%前後の割合を占めており、製造業への投資残高は日本が最大となっている。一方、カナダについては、金融業に属する企業への投資が多いことが特徴的である。



⁹⁹ 英国の「預金取扱機関」の値は、個社企業のデータ開示を防ぐために欠損値となっているため、全体の割合が100%となるように「その他」の項目で調整している。

製造業については、第二次トランプ政権がアメリカ・ファースト政策に基づく通商政策や規制緩和、税制優遇措置等を通じて米国内へ回帰させることを目指している。その製造業への対外・対米直接投資残高（ストック）の金額とその業種別の内訳（2023年）を確認すると（第2-3-24図）¹⁰⁰、対外・対米ともに製薬含む化学企業への直接投資が最も大きい。また、食料品やコンピュータ・電子機器については、対米直接投資が対外直接投資の半分程度にとどまる。

第 2-3-24 図 直接投資における製造業の内訳（2023 年）

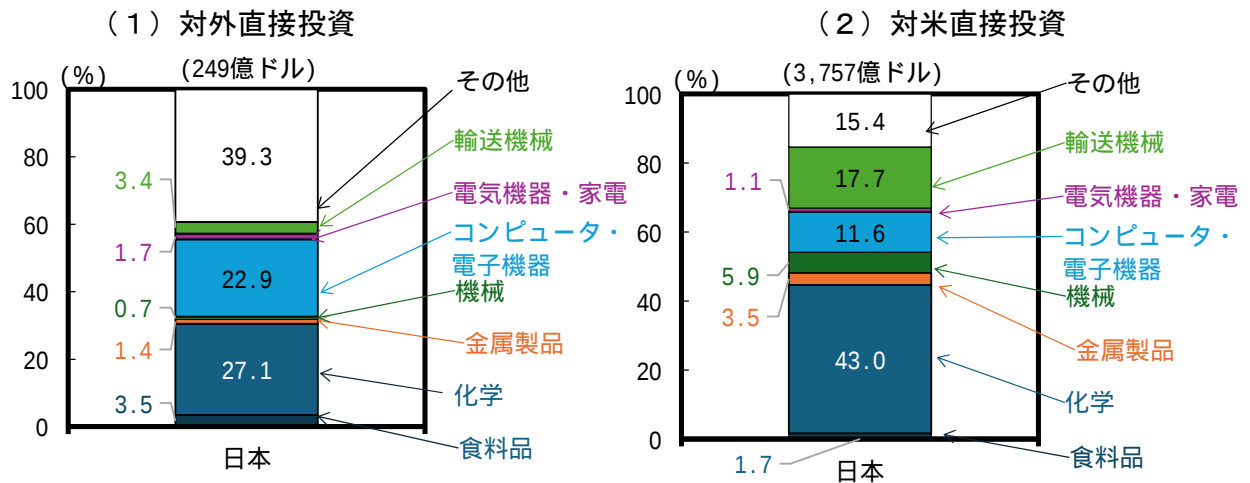


(備考) 米国商務省により作成。

次に、直接投資の主要相手国との製造業に係る投資額とその内訳を確認していく。まず日本について（第2-3-25図）、対外直接投資は化学、コンピュータ・電子機器と続く。対米直接投資は43%を化学が占めており、輸送機械、コンピュータ・電子機器が続いている。輸送機械については、第1節でも触れたとおり自動車の対米輸出が多く、現地生産も進んでいることが示されている。

¹⁰⁰ 製造業における直接投資は、対米直接投資が2.22兆ドルと、対外直接投資0.99兆ドルを上回っており、対米直接投資の方が多い。しかし、製造業を含む米国のグローバル企業の多くはオランダ、ルクセンブルク、アイルランド等に中間持株会社（地域統括拠点）を設立し、各地域での生産・販売拠点での利益を集約しているため、米国からの直接投資額の多くは「非金融持株会社」に計上されていると考えられる。したがって、実際は製造業の対米直接投資の方が多いとは必ずしも言えず、むしろ構造的には米国外に設置された製造子会社への投資（流出）の方が多いと推察される。

第 2-3-25 図 日本との直接投資関係における製造業の内訳（2023 年）

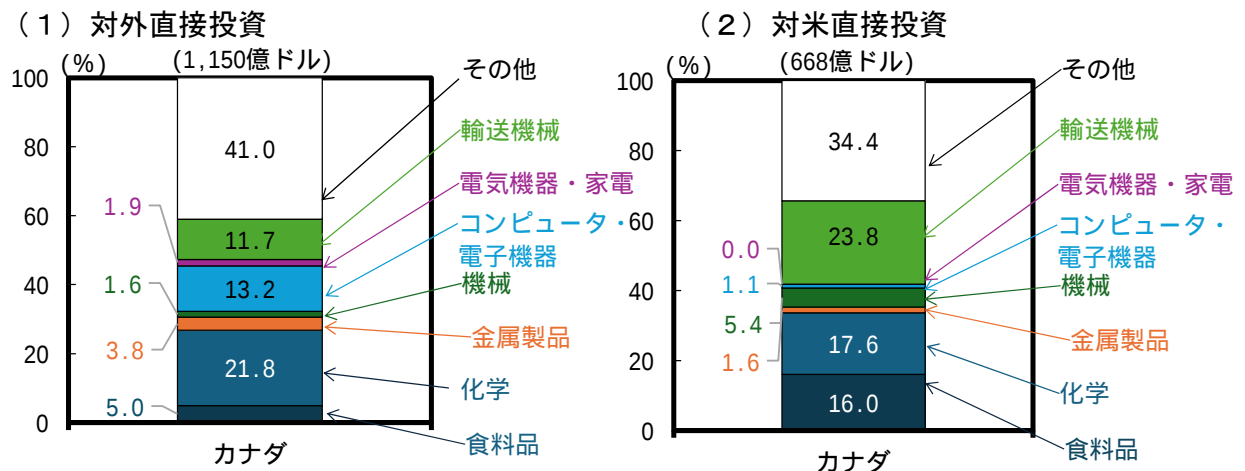


(備考) 米国商務省により作成。

(備考) 米国商務省により作成。

また、カナダについては（第2-3-26図）、対外直接投資は化学、コンピュータ・電子機器、輸送機械の順に多く、対米直接投資は、自動車を含む輸送機械が23.8%と最大で、化学、食料品の順に多い。自動車産業に関する分業体制が主にUSMCA地域内で構築されていることが、輸送機械の割合の高さに反映されている。また、食料品についても第1節で触れたように、カナダ・メキシコからの輸入額が多いことに関連しているとみられる。

第 2-3-26 図 カナダとの直接投資関係における製造業の内訳（2023 年）

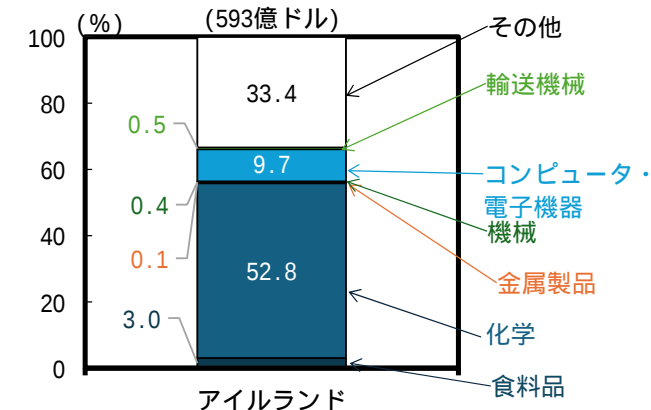


(備考) 米国商務省により作成。

(備考) 米国商務省により作成。

アイルランドについては（第2-3-27図）、対外直接投資は化学が52.8%と半分以上を占める。今までみてきたとおり医薬品関連の企業への投資が多いことが反映されているとみられるものの、前述のとおり大半は非金融持株会社に分類されている。なお、対米直接投資額は欠損値が多く、分析が困難である。

第2-3-27 図 アイルランドへの対外直接投資における製造業の内訳（2023 年）



（備考） 1. 米国商務省により作成。
2. 「電気機器・家電」は欠損値。

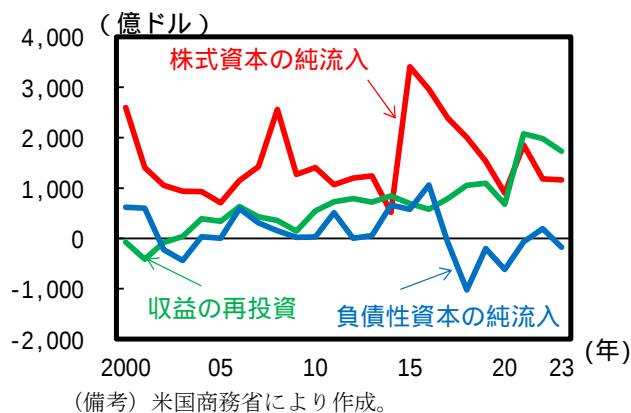
これまで対米直接投資をストック面（対米直接投資残高）から確認してきたが、対米直接投資の構造変化について理解を深めるため、フロー面についても確認する。第2-3-13図の説明でも触れたとおり、フロー面でみた対米直接投資は、

対米直接投資 = 株式資本（除く再投資）+ 収益の再投資 + 負債性資本
で構成され、これらの毎年の純流入額の推移を第2-3-28図に示す。収益の再投資については増加基調にある一方で、株式資本の純流入は2015年に頭打ちとなり、2021年から2023年にかけては3年連続で再投資収益が株式資本の純流入を上回った。これらの毎年のフローの年平均額は、2000年代に1,745億ドルであったが、2010年代には在米外資系企業の投資増加と既存の在米企業の収益増加の両方に起因し、2,712億ドルにまで増加した（第2-3-29図）。2020年代に入ってから、平均で2,722億ドルと、堅調なペースで米国への直接投資の流入が進んでいる。ただし、その内訳については変化が生じており、2000年代には株式資本の純流入が1,745億ドル（80.4%）であったが、2020年代には1,273億ドル（46.8%）にまで低下した一方、収益の再投資は176億ドル（10.1%）から1,617億ドル（59.4%）に上昇した。つまり、既存の在米企業があげる収益が海外へ還流せず米国内で再投資される金額は増加する一方、新規の直接投資の流入は伸び悩んでいる。

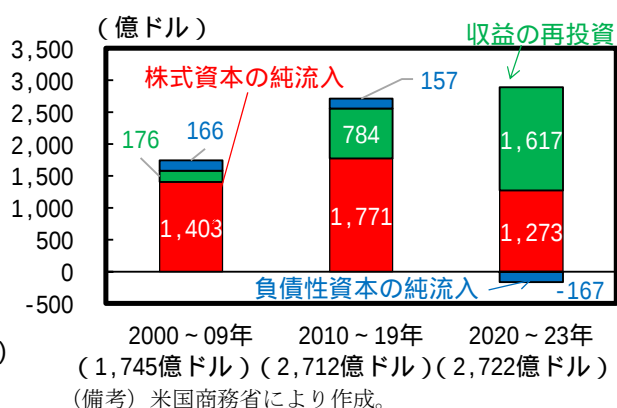
また、第2-3-30図は、対米直接投資残高の2023年上位5か国について、2020年代累計

の対米直接投資の純流入額を示している。日本やフランス、ドイツについては、2020年代に入り、新規の株式資本の流入は少ないにも関わらず、既存の米国子会社で得た利益の再投資による対米直接フローの積上げが大きく、資本の引上げも少ないため、対米直接投資残高の上位を維持していると考えられる。一方、カナダは、株式資本の純流入のシェアが全世界や他の上位国に比べ高く、新規案件が比較的多いと推察される。また、英国は負債性資本の引上げ（親子ローンの返済や債券の償還など）が他国に比べて多かったとみられ、第2-3-19図で示したとおり、直接投資残高全体に占める割合が低下した。

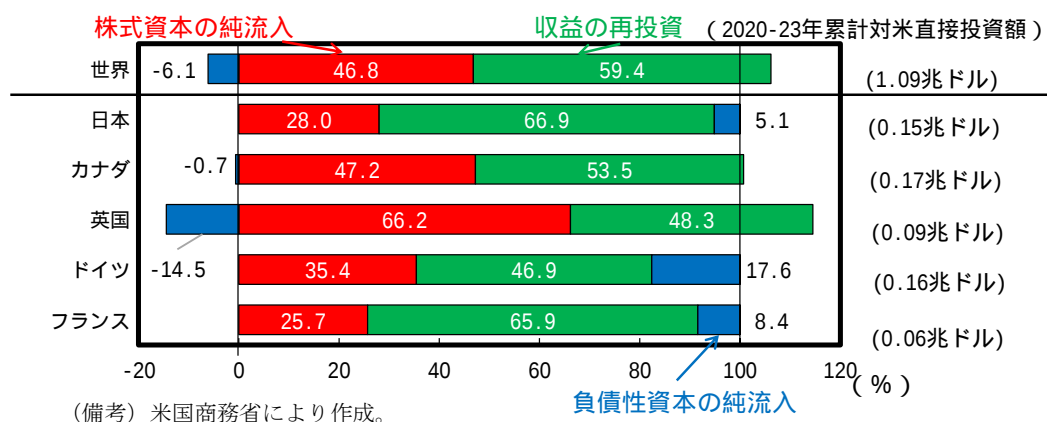
第 2-3-28 図 対米直接投資の内訳項目別
純流入額の推移



第 2-3-29 図 対米直接投資純流入額の
年平均額



第 2-3-30 図 国別の対米直接投資フロー（2020～23 年累計額）



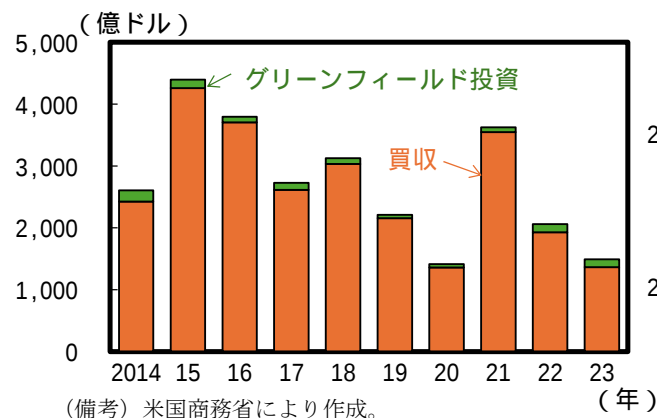
次に、毎年の資本流入額のうち、在米外資系企業が米国企業の買収・新規設立・拡大に費やした支出額の推移を確認する（第2-3-31図）。この統計は、米国商務省が在米外資系企業を対象に実施する調査から、米国企業の買収・新規設立・拡大に費やした支出を示しており、収益の再投資や負債性資本（貸付・借入金、債券投資残高）による直接

投資残高の増減は含まれない。

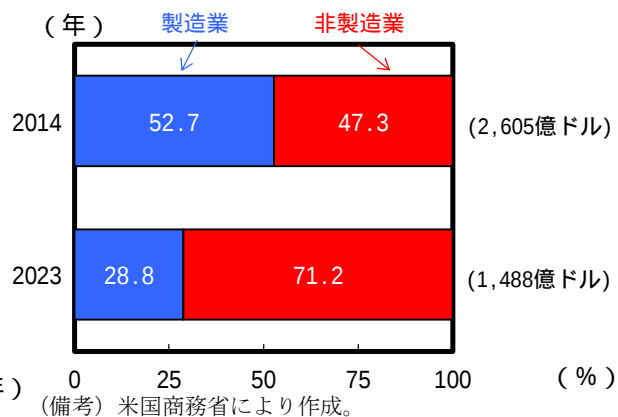
米国への直接投資は、買収による投資がグリーンフィールド投資（事業拠点の新規設立・拡大）を大きく上回り、全体の9割以上を占める。2015年に買収による投資が増加しているが、これは主にアイルランド企業による医薬品企業の買収が急増したことに起因している（アイルランドの2015年投資額は1,759億ドル、前年差+2,326億ドル）。さらに2016～18年にかけても主にカナダや英国などから、3,000億ドル前後の対米直接投資が続いたことが、この時期に対米直接投資残高が増加した要因である。また、感染症拡大後の2021年にも大きく増加しているが、2022年から23年にかけては2年連続で減少しており、新規の直接投資が減速傾向にあることが示されている。

また、新規の対外直接投資全体に占める製造業の割合は、大型案件によってブレが生じるものの、直近では3年連続で減少しており、海外からの直接投資の対象企業に変化がみられる（第2-3-32図）。具体的には、2022年は情報サービス業、2023年は運輸・倉庫業や専門サービス業における直接投資額が多かったと報告されている¹⁰¹。

第2-3-31 図 新規の対米直接投資額



第2-3-32 図 新規の対米直接投資額に占める製造業・非製造業の割合



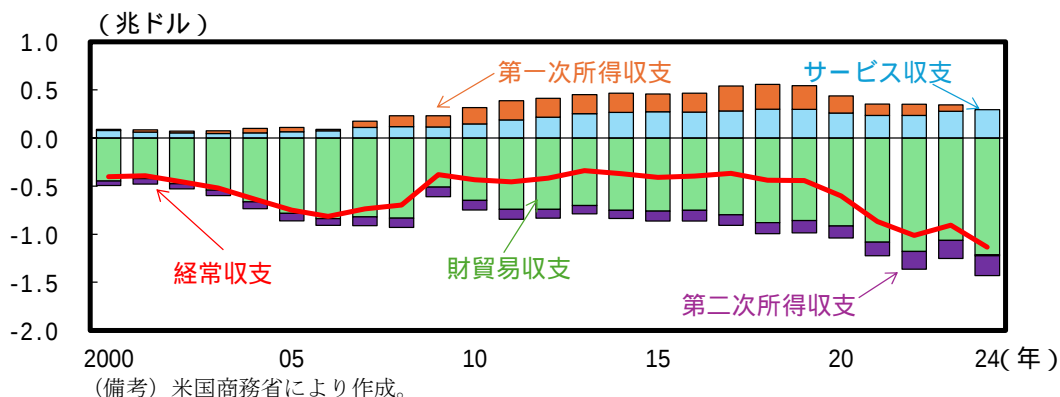
¹⁰¹ BEA (2023) , BEA (2024a)

3. 経常収支とISバランス、財政の関係

(米国の経常赤字は拡大)

ここまでみてきたとおり、米国では、財貿易の赤字が大きい一方、サービス輸出や直接投資が活発に行われている。財の貿易収支、サービス収支、所得収支を総じてみた経常収支をみると、2000年以降、貿易収支・第二次所得収支¹⁰²の赤字額がサービス収支・第一次所得収支の黒字額を上回り、経常赤字となっている（第2-3-33図）。経常赤字額は、世界金融危機後の2010年代はおおむね横ばいで推移してきたものの、2020年以降、拡大傾向にある。要因として、感染症拡大後の回復期以降、貿易赤字が拡大したことに加え、第2項でみてきたとおり、第一次所得収支が縮小していることが挙げられる。

第2-3-33図 経常収支



(政府部門が経常赤字と民間部門の貯蓄超過分を吸収)

海外からの資本流入にあたる経常収支は、一国全体の貯蓄超過分（投資・貯蓄バランスまたはISバランス）と概念上、一致する。式にすると以下のとおり。

$$\boxed{\text{経常収支}} = \text{財貿易収支} + \text{サービス収支} + \text{第一次所得収支} + \text{第二次所得収支}$$

$$\boxed{\text{経常収支}} = \boxed{\text{ISバランス (一国全体)}}$$

$$\boxed{\text{ISバランス (一国全体)}} = \text{同 (家計部門)} + \text{同 (企業部門)} + \boxed{\text{同 (政府部門)}}$$

$$\boxed{\text{ISバランス (政府部門)}} = \boxed{\text{一般政府財政収支}}$$

$$\boxed{\text{一般政府財政収支}} = \text{連邦政府財政収支} + \text{州・地方政府財政収支}$$

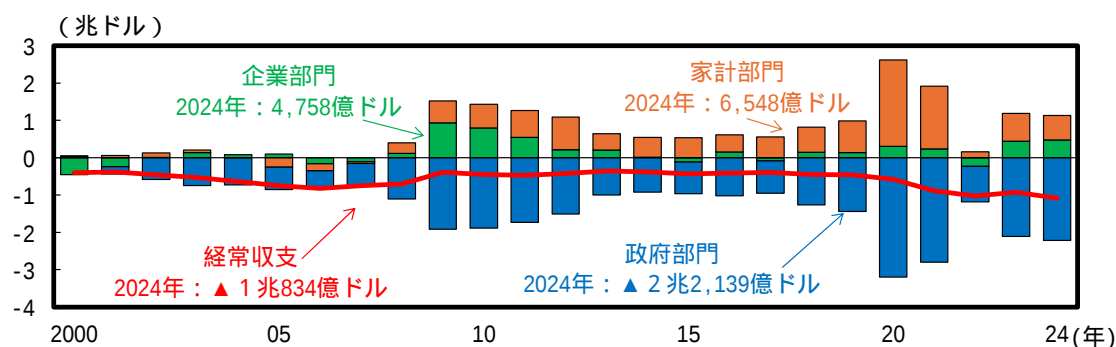
¹⁰² 居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に係る収支。

すなわち、財貿易収支、サービス収支、第一次所得収支、第二次所得収支の合計として定まる経常収支は、一国全体のISバランスに一致する。さらに、一国全体のISバランスは、米国の部門（家計部門、企業部門、政府部門）別のISバランスの合計として表すことができる。このうち、政府部門のISバランスは、一般政府の財政収支に相当する概念である。一般政府財政収支は、連邦政府財政収支、州・地方政府財政収支の合計である。

第2-3-34図は、米国の部門（家計部門、企業部門、政府部門）別のISバランスを示している。米国のISバランスは、民間部門の家計・企業部門は黒字、政府部門は赤字であり、その和である経常収支は赤字となっている。政府部門のISバランスは財政収支と同義であるが、歳出が歳入を上回り（財政赤字）、不足分は国債発行により賄っている。言い換えると、民間部門の貯蓄と経常収支の赤字の合計額は、政府部門の赤字と同額になるように同時決定されている。

2020年から21年は、政府による個人向け給付金や企業への支援などの財政出動により、民間部門（特に家計）の貯蓄が急増しISバランスの黒字額が拡大した一方、政府部門の赤字額が拡大した。2022年以降の感染症拡大後の景気回復期には、家計部門が積みあがった超過貯蓄を取り崩し、消費を増加させたことから、家計部門のISバランスの黒字額は縮小した。また、財政出動の終了と景気回復による税收増加によって、政府部門の赤字額も縮小した。2023年以降については、金利上昇による政府部門の利払い負担増加や税收の減少によって赤字額が拡大した一方、民間部門の黒字額は小幅に拡大している。

第 2-3-34 図 制度部門別の IS バランス



(備考) 米国商務省により作成。

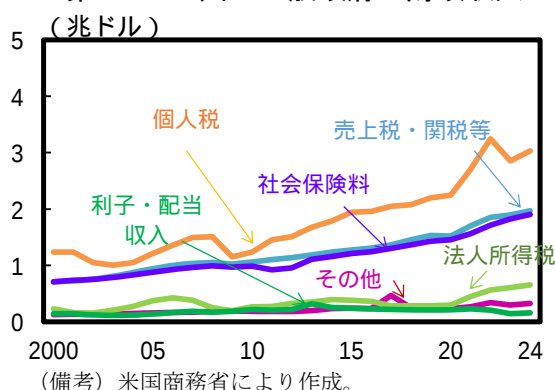
次に、継続的に赤字となっている政府部門のISバランス、つまり財政収支について、収入・支出別に内訳項目の推移を確認する（第2-3-35図、第2-3-36図）¹⁰³。

¹⁰³ 第2-3-35図の「その他」は経常移転収入と資本移転収入の和。第2-3-36図の「投資・資本移転」は公的固定資本形成、資本移転、非生産資産の純購入の和から固定資本減耗を引いた値。

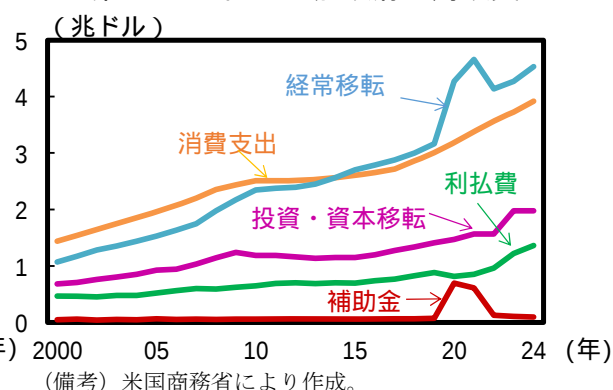
まず、一般政府の収入については、個人税（所得税等）が税収の半分以上を占め、最大の収入項目となっている。感染症拡大後の2022年には、個人所得の増加に伴い一時的に急増したものの、2023年には減少に転じた¹⁰⁴。また、感染症拡大以降の企業収益の増加によって法人所得税は増加している。

一方、一般政府の支出については、2015年から経常移転（社会保障給付、失業保険等）が消費支出（教育・防衛関連支出、政府職員への給料等）を上回り、最大の支出項目となっている。また、利払費による支出が足下の金利上昇に伴って増加している。これらの支出項目が主因として、政府部門のISバランス（財政収支）は赤字が続いている。他方、補助金については、2020年、2021年に急増しているが、これは給与保護プログラム（Paycheck Protection Program: PPP）¹⁰⁵を始めとする感染症拡大期間における経済対策として実施された支出が増加したためである。

第 2-3-35 図 一般政府の財政収入



第 2-3-36 図 一般政府の財政支出



（政府部門の赤字）

次に、一般政府の財政状況の詳細を確認する。

一般政府の財政収支の推移をみると（第2-3-37図）、2001会計年度¹⁰⁶以降、連邦政府の財政赤字拡大によって、一般政府の財政赤字は拡大しており、一般政府債務残高は増

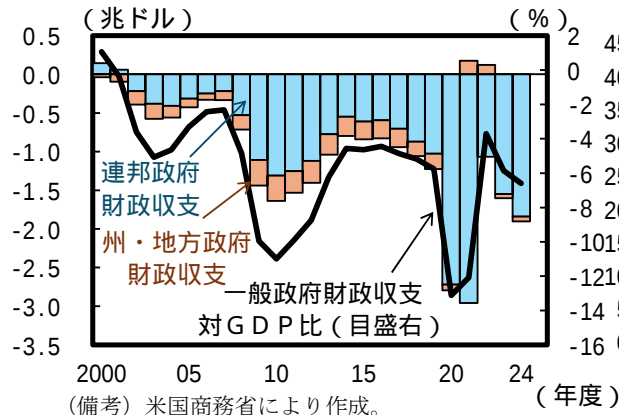
¹⁰⁴ 2023年に政府部門の個人税による収入は前年から3,892億ドル（▲12.0%）減少した。U.S. Treasury (2023)によると、2023会計年度（2022年10月～2023年9月）の期間に個人投資家が資産売却を控えたことにより、キャピタルゲイン課税による収入が減少したことが要因の一つであるとしている。他方、2022年の物価高騰を受けて個人所得税の税率区分のインフレ調整が大きくなされたことが影響しているとの指摘もある。

¹⁰⁵ 米国内の中小企業向けの雇用維持支援策。従業員数500名以下の中小企業に対し、人件費やその他の費用支払いを賄うための政府保証付きローンが提供され、条件付きで返済が免除された。BEA (2021)では、「この資金は事業の継続と雇用維持を支援し、生産を維持するか再開を早めることを目的としているため」補助金に分類されると明記している。2020年に約5,250億ドル、2021年に2,777億ドルが支払われた（U.S. Small Business Administration (2020)、U.S. Small Business Administration (2021)）。

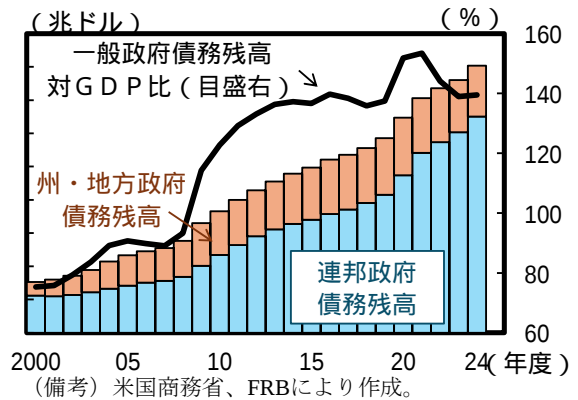
¹⁰⁶ 米国の会計年度は、10月から翌9月までの期間。

加している（第2-3-38図）。ただし、経済成長と物価上昇によってGDPは名目値で上昇したため、2022会計年度以降、一般政府債務残高対GDP比は低下している。

第2-3-37図 一般政府の財政収支

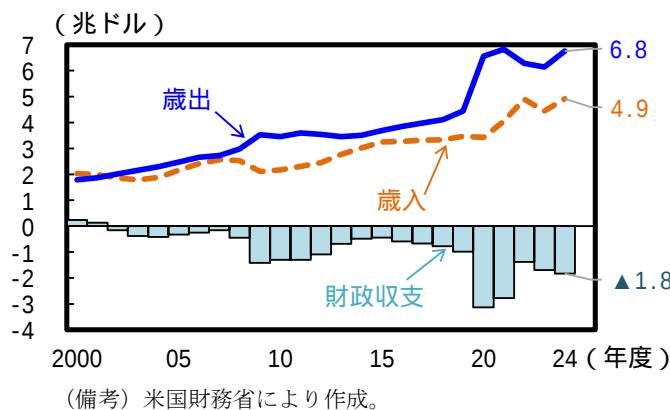


第2-3-38図 一般政府の債務残高

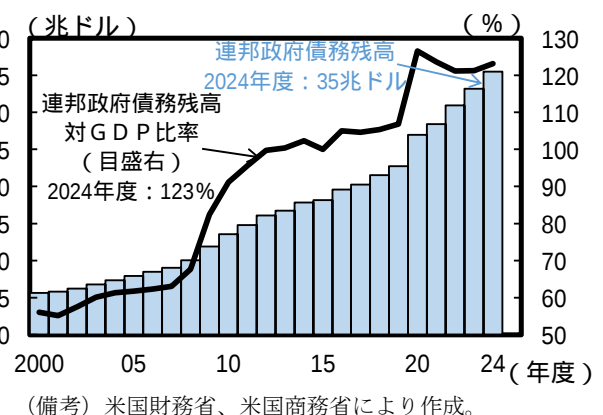


ここで、一般政府の財政赤字の主因となっている連邦政府の財政収支の推移を歳入・歳出の面からみると¹⁰⁷（第2-3-39図）、連邦政府の財政収支は、1998会計年度から2001会計年度まで黒字だったが、2002会計年度以降、赤字になっている。それ以降、世界金融危機や感染症拡大期間の大規模な財政支出の拡大によって、赤字が大幅に拡大する局面もあり、財政赤字は継続している。直近の財政赤字額は、2022会計年度：1.4兆ドル、2023会計年度：1.7兆ドル、2024会計年度：1.8兆ドルと2年度連続の増加となっている。結果として、連邦政府の債務残高は増加傾向にある（第2-3-40図）。ただし、一般政府と同様、名目GDPが物価上昇もあり債務残高より大きく増加したため、2022会計年度以降、一般政府同様、連邦政府債務残高対GDP比は低下している。

第2-3-39図 連邦政府の財政収支



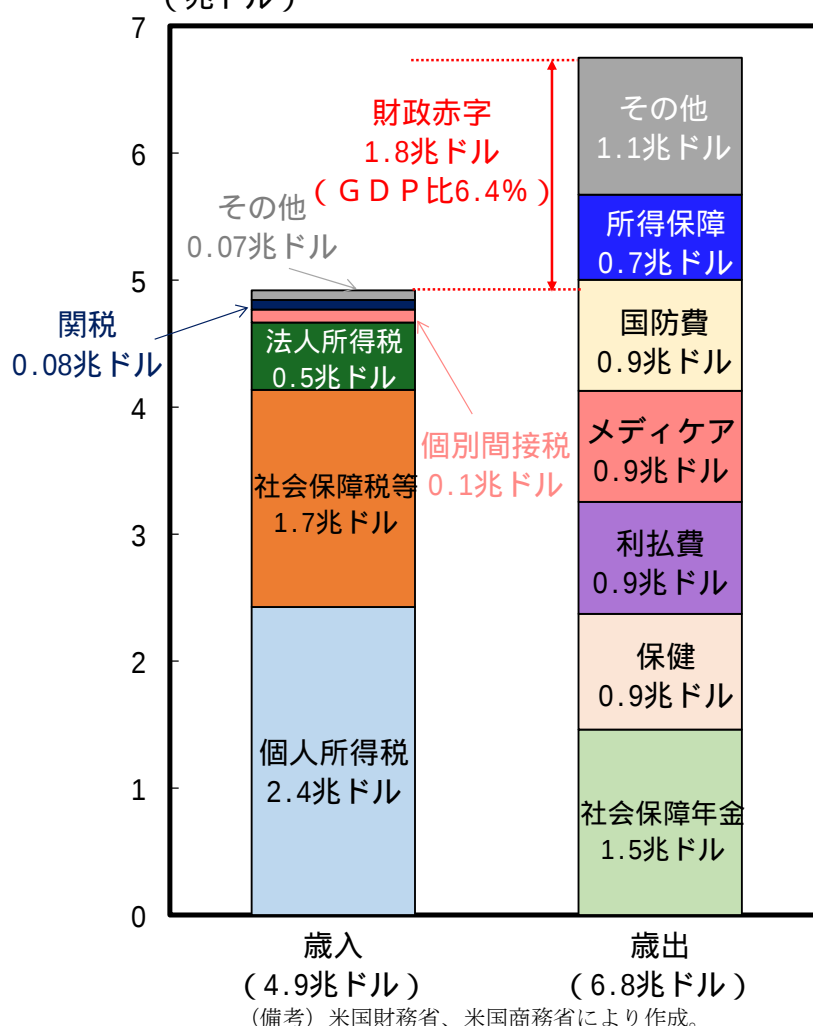
第2-3-40図 連邦政府の債務残高



¹⁰⁷ ここでは年度値の数字を用いていることから、前述のISバランスの数字（暦年値）とは数値が異なる。

次に、連邦政府の歳入・歳出の内訳項目別に確認する（第2-3-41図）。2024年度における連邦政府の歳入は4.9兆ドル、歳出は6.8兆ドルであり、1.8兆ドルの財政赤字となっている。歳入・歳出の内訳をみると、歳入は大きい順に個人所得税、社会保障税等、法人所得税となる一方、歳出は社会保障年金（連邦老齢・遺族・障害年金など）、保健（メディケイド、オバマケアの税額控除など）、利払費、メディケア、国防費、所得保障（連邦政府職員・退役軍人年金、SNAP¹⁰⁸など）と続く。近年は、高齢化に伴う社会保障費の増大や、債務残高拡大・金利上昇による利払費の増加（名目GDP比で3.1%）が、財政赤字の拡大に寄与している。

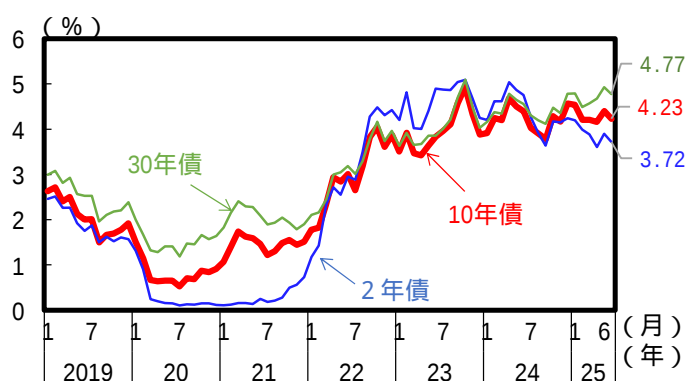
第 2-3-41 図 連邦政府歳入・歳出内訳（2024 年度）
（兆ドル）



¹⁰⁸ Supplemental Nutrition Assistance Program (補充的栄養支援プログラム) の略。米国農務省の食品栄養サービス局が提供している栄養補助プログラムの一つで、以前はフード・スタンプ・プログラムと呼ばれていた。低所得者で有資格の家庭が栄養的に適切な低コストの食事を摂ることを補助し、食品の購買力を高めるために主として計画されている（鈴木（2017））。

長期金利の動向をみると、FRBによる利上げサイクルが終了した2023年半ば以降、10年債利回りは4.5%前後で推移している（第2-3-42図）。2023年9月に10年債利回りが4.5%に到達したが、これは2007年10月以来であった。利下げが行われた2024年後半にかけては、全ての年限で利回りは一時低下したものの、経済が堅調さを維持していたことで年末にかけて上昇に転じた。2025年にかけては、利下げ期待によって短期金利が低下する一方、長期金利は高止まりを続けており、より長い年限の30年債は上昇した。

第 2-3-42 図 米国債利回り



（備考）ブルームバーグにより作成。月末値。

（財政調整法の審議）

2025年7月4日、トランプ大統領が最重要法案と位置づける財政調整法¹⁰⁹「一つの大きな美しい法案（One Big Beautiful Bill Act）」が成立した。同法案はまず、下院で作成された法案が5月22日に下院で可決された。その後、上院で修正された法案が7月1日に上院で可決され、7月3日に同内容の修正案が下院でも可決された。そして、7月4日にトランプ大統領が署名したことにより成立した。

財政調整法の主要要素としては、2017年TCJA（いわゆるトランプ減税）の恒久化、チップ・残業代非課税などの新たな減税策、メディケイド及びSNAPにおける給付要件の厳格化（扶養家族のいない健康若年層に対する就労要件復活）、EV・エネルギー関連の税額控除撤廃等が含まれ、トランプ大統領の公約が盛り込まれている（第2-3-43表）。

¹⁰⁹ 予算決議の中で、増減税の実施や義務的支出の変更に関して、各委員会に歳入法案や義務的経費の削減法案を作成するよう財政調整指示が出される。これに基づいて作成されるのが「財政調整法（Reconciliation Bill）」である。最大の特徴は、審議時間が20時間に限られており、フィリバスターを回避して過半数の支持によって法案を成立させることが可能である。なお、2017年のTCJAについてもこの財政調整プロセスによって成立した。

第 2-3-43 表 財政調整法の概要

債務上限の引上げ	歳出削減（低所得者支援）	新たな減税措置
○ 連邦政府債務上限の 5 兆ドル引上げ	○ 低所得者への食料支援（SNAP）・メディケイドの給付要件の厳格化	○ チップ・残業代の非課税化（2028年末まで） ○ 高齢者控除の強化（2028年末まで） ○ 自動車ローンの利子控除（2028年末まで）
その他	歳出削減（バイデン政権時関連）	TCJAの変更・恒久化
○ 国防費の増加 ○ 国境警備体制の強化	○ バイデン政権の学生ローン返済プログラムの廃止 ○ バイデン政権によるEV・再生可能エネルギー関連の税額控除の修正	○ 個人向け減税・税額控除措置の恒久化 ○ 州・地方税控除（SALT）の上限を 1 万ドルから 4 万ドルに引上げ（2029年末まで） ○ 事業用資産等の即時特別償却の復活

（備考）米国議会図書館により作成。

財政調整法による財政への影響について、議会予算局が推計を行っており、2025～34 会計年度累計の財政収支に対する影響を第2-3-44図に示す。同法により、10年間で累計 3.4兆ドル財政赤字が拡大すると推計されている¹¹⁰。

減税措置のうち、2017年TCJAにおいて2025年末に期限が切れる措置（個人所得税率の引下げ等）の変更・恒久化によって4.6兆ドルの歳入減・歳出増が見込まれる。一方で、新たな減税（チップ・残業代の非課税等）は0.7兆ドル程度と比較的少額であり、これは多くが期限付きの措置であることも特徴の1つである。民間シンクタンクの「責任ある連邦予算委員会」によると、これらの期限付き措置が全て恒久化されると、10年間で財政赤字は累計4.8兆ドルになると推計されている¹¹¹。

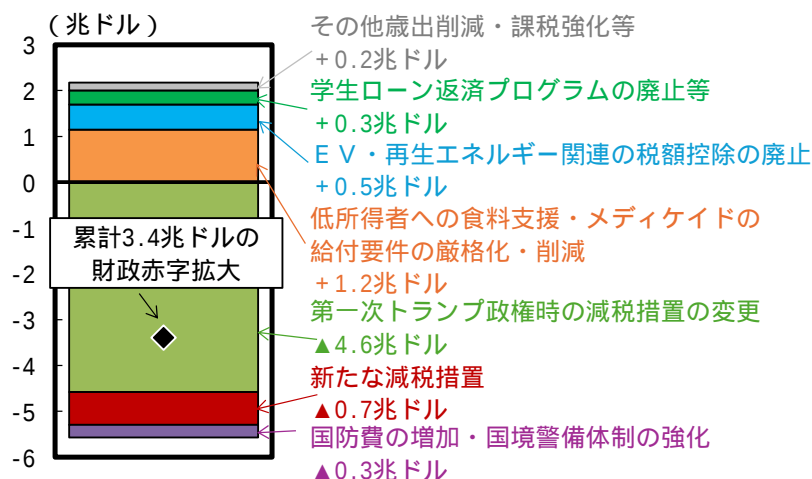
他方、SNAP・メディケイドの低所得者支援に関する厳格化や、バイデン政権時に導入されたEV・再生エネルギー関連の税額控除の廃止等、様々な歳出削減策が盛り込まれている。

また、議会予算局は財政調整法による利払費の増加分について、下院法案時点では10年間で合計5,510億ドルになると推定しており、最終版についても同等の影響が見込まれる。

¹¹⁰ 議会予算局による 2025 年 1 月のベースライン推計に対する影響。ベースライン推計では、現在法律で定められている政策のみを推計に含める手法が取られるため、TCJA の個人所得税減税などは 2025 年末で失効するという前提の下で推計される。一方、現在の法律に関係なく、全政策が恒久的に継続することを前提としたベースラインに対する財政調整法の影響も見積もられており、2025 年から 2034 年累計で財政赤字が 3,664 億ドル縮小するとされている。

¹¹¹ Committee for a Responsible Federal Budget (2025)

第 2-3-44 図 財政調整法が財政収支に与える影響（2025～34 年累計）



(備考) 1. 米国議会予算局により作成。
2. 7月21日時点推計。

一方、議会予算局はトランプ政権の関税率引上げが財政収支に与える影響についても試算を行っている（第2-3-45表）。これによると、推計で仮定された関税率（対中関税や自動車関税等）が今後引き下げられない場合、10年間の累計で2.8兆ドル関税収入が増加するとされており、財政調整法による財政への影響を一部相殺することとなる。

第 2-3-45 表 関税率引上げが財政収支に与える影響

6月4日議会予算局による推計	
2025～34年度累計2.8兆ドルの財政赤字縮小	
【財政収支に与える影響の内訳】 関税収入の増加：+2.5兆ドル 利払い負担の減少：+0.5兆ドル 関税率引上げ及び報復関税による 米国経済への押下げ効果：▲0.2兆ドル	【推計で仮定された米国の追加関税率】 ・中国及び香港：30% ・カナダ・メキシコの特定品目：25% ・自動車・同部品：25% ・鉄鋼・アルミニウム：25% ・各国に対する一律関税：10%

(備考) 米国議会予算局により作成。

同法による連邦債務残高への影響を第2-3-46図に示す。連邦政府債務上限は36.1兆ドルから5兆ドル引き上げられ、41.1兆ドルとなる。2025年6月末時点で連邦政府債務残高は36.2兆¹¹²ドルであり、既に引上げ前の連邦政府債務上限に達しているため、デフォ

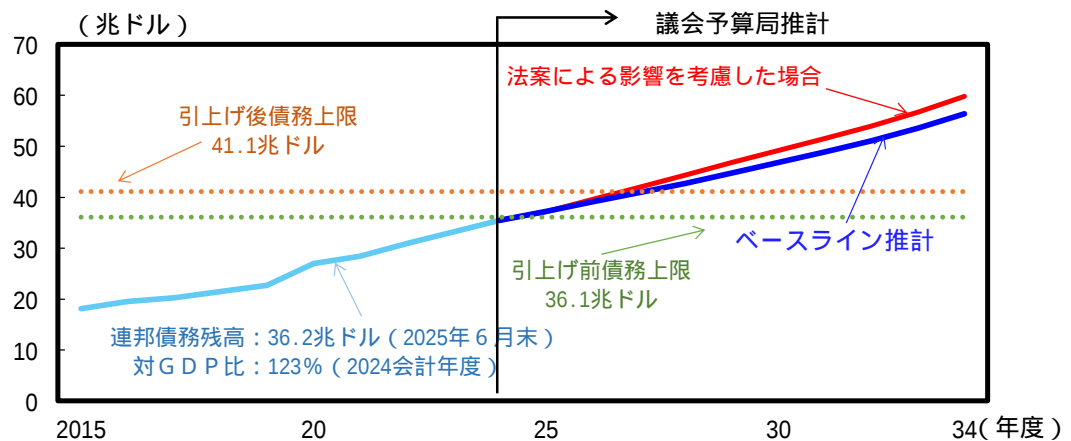
¹¹² 債務上限に達しているかを判定する際には、一部の債務が対象外となるため、2025年6月末の総債務残高（36.2兆ドル）は引上げ前の債務上限の36.1兆ドルを上回っている。

ルトを一時的に回避するための特別措置（公務員年金への投資停止など）により資金繰りを維持している。

議会予算局による2025年1月のベースライン推計に財政調整法による毎年の財政収支への影響を加算した場合（7月21日推計、利払い負担増加分は含まれない）、引上げ後の債務上限41.1兆円に債務残高が達するのは2027年前半頃であると見込まれる。

2034会計年度末においては、同法の下で連邦政府債務残高は59.8兆ドルとなり、GDP比では141%になる。

第2-3-46 図 連邦政府債務残高の見通し



(備考) 1. 米国議会予算局、米国財務省、米国商務省により作成。
2. 連邦政府債務残高は総債務残高を示す。年度末値。

以上のとおり、同法により連邦政府債務残高が更に増加することが見込まれ、これまで以上に国内外の投資家による米国債の購入が必要となることを意味する。一方、現政権による保護主義的な通商政策や諸外国のデジタルサービス税等に対する報復措置などの議論は、内外の投資家による米国債離れを誘発し、それによる金利上昇への懸念も生じさせている。金利上昇による利払費の増加、それに伴う更なる債務の拡大と負のスパイラルに陥る可能性も否定できない。第二次トランプ政権が推進する関税措置による財政赤字・経常赤字への影響とともに、それに対するマーケットの反応も注視していく必要がある。

（米国債をめぐる環境の変化）

これまでみてきたとおり、米国は政府部門の債務によって経常赤字が支えられているが、この構造が持続してきた背景には、海外からの米国債への需要の堅調さがある。米国に対し貿易黒字である諸外国は、米国へ商品を輸出する代わりに米ドルを得る。さら

に、米ドルは基軸通貨であり、世界全体での多くの貿易は米ドル建てで決済されるため、米ドルの需要は他通貨に比べて高い。米ドルの余剰資金は投資へと向けられるが、その際、米国は世界最大の債券市場であり流動性が高く市場も厚いことから、デフォルトリスクが小さい安全資産として米国債券が選好されやすい。加えて、各国中央銀行は基軸通貨のドルを外貨準備として保有する必要があるため、米国債をドルの運用手段として大量に保有している。つまり、ドルが基軸通貨である限り、海外からの安全資産としての需要によって、米国債は安定的に消化される状況が続いていると言える。このように、米国は世界の基軸通貨としてのドルの役割を大いに活用し、海外からの直接・証券投資を呼び込むことで国内経済が成長を続けてきた。直接投資残高での議論でも触れたように、これも基軸通貨ドルの法外な特権（*exorbitant privilege*）の一側面である。

しかし、この構造の持続性には中長期的な潜在リスクがあり、債務の拡大によって米国債への信任が毀損する可能性がある。実際、2011年8月に大手格付け会社であるS&Pグローバル・レーティングスにより、米国債格付けは「AAA」から「AA+」に引き下げられた。次いで2023年8月にはフィッチ・レーティングが「AAA」から「AA+」へ引下げを決定、そして2025年5月にはムーディーズも「Aaa」から「Aa1」に引下げを行い¹¹³、米国債は主要格付け機関3社による最高位の格付けを失った（第2-3-47表）。今後、更なる引下げがなされた場合、金利の上昇など金融市場に影響を与える可能性がある。

第2-3-47表 主要格付け会社によるG7のソブリン格付一覧

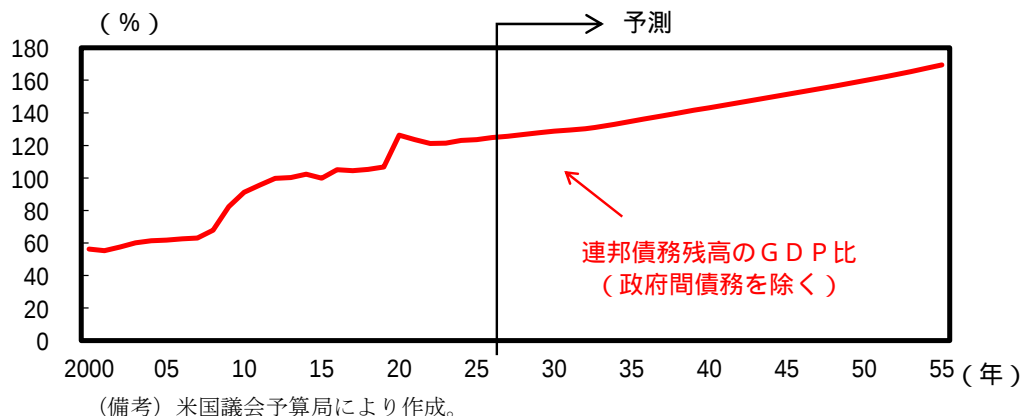
	ムーディーズ	S & P	フィッチ
米国	A a 1	AA +	AA +
日本	A 1	A +	A
ドイツ	A a a	AAA	AAA
英国	A a 3	AA	AA -
フランス	A a 3	AA -	AA -
イタリア	B a a 3	BBB +	BBB
カナダ	A a a	AAA	AA +

（備考）ブルームバーグにより作成。2025年6月9日時点。

¹¹³ 2025年5月16日、ムーディーズは政府債務及び利払い負担の比率が過去10年以上にわたり大幅に上昇してきたことに加え、上下院で検討が進んでいた税制・歳出法案からは義務的支出や財政赤字の数年間にわたる大幅な削減は見込めないと判断し、長期国債発行体としての信用格付けが引き下げられた。ムーディーズのベースケースでは、TCJAが延長されるとみており、今後10年間で基礎的財政赤字は約4兆ドル拡大すると予測している（Moody's (2025)）。

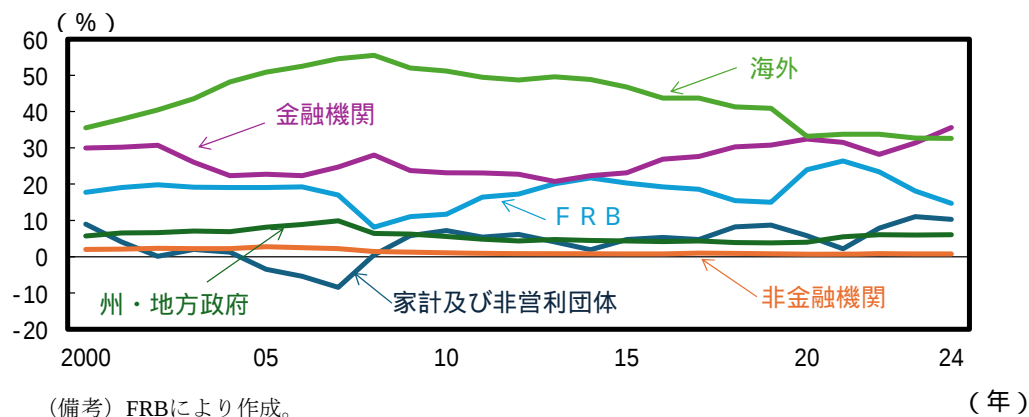
議会予算局の長期予測によると、政府債務の対GDP比は今後も拡大を続け、2055年には169%にまで増加する見込みである（第2-3-48図）。さらに、このような財政拡大局面ではクラウディングアウト¹¹⁴によって民間部門の投資が抑制されてしまう可能性もある。

第 2-3-48 図 連邦債務残高対 GDP 比



近年では、海外による米国債の保有比率は低下傾向にある。資金循環統計で米国債の保有部門を確認すると（第2-3-49図）、かつては海外部門が最大の保有部門であり、全体の半分程度を占めていたが、2024年末には32.6%まで減少し、米国内の金融機関部門を下回った。なお、金融機関部門の中ではマネー・マーケット・ファンド（MMF）が最大の保有主体となっている。

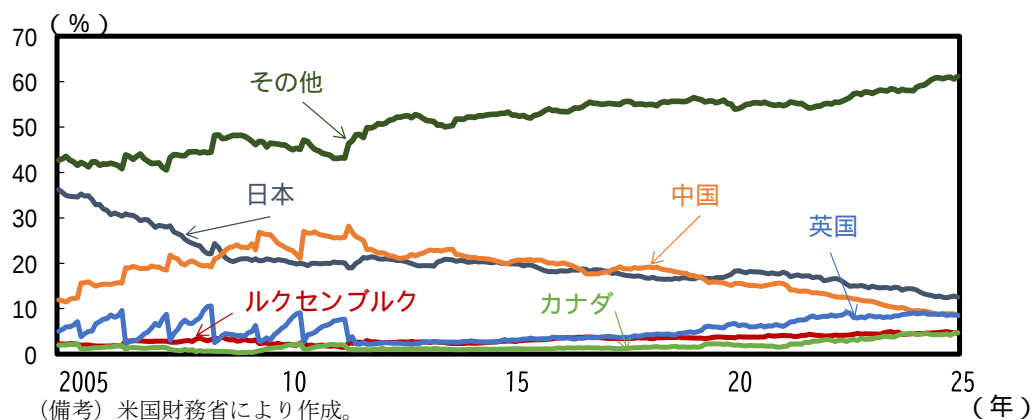
第 2-3-49 図 米国債の保有部門



¹¹⁴ 政府が景気刺激のため、財政赤字を拡大して国債を大量に発行すると、資金需要が高まり市中金利は上昇する。しかし、金利の上昇は企業や家計の借入コストを引き上げ、民間の設備投資や住宅投資が抑制されるおそれがある。

海外部門の国別の保有比率の上位 5 か国（2024年末時点）の推移をみると（第2-3-50 図）¹¹⁵、日本は現在も世界最大の米国債保有国であるが、その比率は、2000年台前半の 30%台から低下し、2024年末には12.4%となっている。また、一時最大の保有国であった中国についても2010年頃から低下してきており、2025年3月には2002年6月ぶりに英国の保有比率を下回り 3 番目となった。日本や中国では外貨準備として米ドルを保有するため、政府当局が安定的に米国債の購入を続けてきたが、この 2 か国の保有割合が低下傾向にある。一方、英国やルクセンブルクなどの保有割合が緩やかに上昇している。また、新興国が対米貿易黒字を計上していることにより、これら 5 か国以外の割合も大きく上昇し、米国債はより多くの国に分散して保有されるようになってきていることが分かる。

第 2-3-50 図 米国債保有の上位 5 か国の推移



このように、米国債の購入主体には変化が生じつつある。連邦債務残高が今後も拡大を続けるとみられる中、今後、基軸通貨としてのドルの信認が揺らぐようなことが生じることがあれば、米国内の資金不足分を海外から安定的にファイナンスできる構造の継続が困難になる可能性もあることには留意する必要がある。

¹¹⁵ 2012 年以前、米国債の国別保有統計は金融中継地のロンドン経由の取引が英国保有として計上されやすく、英国の値が上下に振れやすくなっていた。2012 年 2 月から米国債保有国をより正確に把握する調査へ変更され、以降は実態に近い保有国別データに改善されている（U.S. Treasury (2012)）。

コラム5 基軸通貨ドルの持続性と1970年代後半～プラザ合意まで

米ドルが世界の基軸通貨であることによって米国が享受してきた「法外な特権 (Exorbitant Privilege)」について、以下3点について触れてきた。

- ① 米ドルの高い購買力による輸入の拡大（経常赤字（特に貿易赤字）の維持）
- ② 諸外国が財・サービス貿易で得た米ドルの安定投資先として、米国債への投資拡大（財政赤字の維持）
- ③ 諸外国から低コストで調達した資本を使い、諸外国へ高収益率で運用が可能

経常赤字や財政赤字はその国の通貨の信認低下を招き、資本流出や金利高騰を招く可能性があると考えられる。一方で米国の場合、世界各国が外貨準備や決済に米ドルを必要とするため、低リスクの投資先として米国債の需要は強い。そのため、経常赤字・財政赤字（「双子の赤字」）を維持しつつ、低金利で資本を調達し続けることが可能であった¹¹⁶。

このように経常赤字・財政赤字を起点に世界へ米ドルが供給されてきたが、米ドルが基軸通貨であるとしても、この「双子の赤字」は無制限に拡大できるものではなく、行き過ぎると信認が毀損する可能性を内包している。これは「トリフィンのジレンマ¹¹⁷」と呼ばれ、「双子の赤字」が政府当局や市場で注目される局面とともに議論されてきた。

過去、これらの赤字拡大がドルの信認低下を引き起こした例として、1970年代後半から1985年のプラザ合意にかけての動きが挙げられる（図1、図2、図3）。1971年に金本位制が終焉を迎え、各国通貨が変動相場へと移行する中、米ドルを始めとする米資産への信認は低下しつつあった。また、1970年代半ばにかけてベトナム戦争に伴う多額の国防費を支出しており、財政赤字拡大・物価上昇の局面にあった。加えて1970年後半に2度のオイルショックを経験し、消費者物価上昇率は一時前年比14.8%（1980年3月）まで上昇した。その結果、第一次オイルショック後の1973～76年頃には、株式市場が軟調な中でも米ドル、米国債は売られ続けた（トリプル安）。

経済がスタグフレーションとなる中、ボルカー議長のFRBは強力な金融引締め政策を

¹¹⁶ 2000年代前半の低金利環境については、労働コストや原材料費の安い国へのオフショアリングや、グローバルサプライチェーンの進展によって、輸入インフレ圧力が低下し、消費者物価が上がりにくい環境がもたらされたため、経済が拡大する中でもFRBが政策金利を引き上げる必要性がなく、低金利が維持されたとされている（Pain et al. (2006)）。また、この時期のアジアや産油国で蓄積された過剰貯蓄が、米国債市場に流入したことも、米国の国債需要を支えたとされる（Bernanke (2007)）。

¹¹⁷ 基軸通貨国は世界に十分な基軸通貨を供給し、基軸通貨の国際流動性を保つためには、基軸通貨国は国際収支の赤字を続ける必要がある一方で、基軸通貨の信任維持には国際収支の赤字を抑える必要がある、という基軸通貨が抱える矛盾を指す。1960年に米経済学者のRobert Triffinが指摘したことに由来。

取ったことにより金利が急騰、それによって諸外国から米国への資本流入は加速した。それに伴うドル高によって米国の輸出競争力は低下する一方、輸入が増えたことにより、経常赤字は1977年に143億ドル、1978年に151億ドルと2年連続で過去最大を更新した。

1981年に共和党のレーガン大統領が就任すると、大規模減税と国防費の増加により財政赤字は更に拡大し、1983年に2,078億ドル（名目GDP比5.9%）となった。インフレも鎮静化されず、ドル高が維持される中で経常赤字は1983～85年にかけて一層増加することとなった。この頃から米国の「双子の赤字」が米国のみならず世界経済の大きなテーマとして議論を呼び、基軸通貨ドルの持続性などグローバル不均衡がもたらす影響についての懸念も高まっていった。

最終的には1985年、ベーカー財務長官の下でG5（米国・日本・ドイツ・フランス・英国）においてプラザ合意がなされ、協調介入により為替相場が調整（ドル安）され、基軸通貨ドルがもたらすグローバル不均衡は一時的に是正された。財政収支への影響は限定的だったものの、経常赤字は1987年をピークに縮小し、1991年には経常黒字に転じた。

図1 政策金利と消費者物価指数、失業率

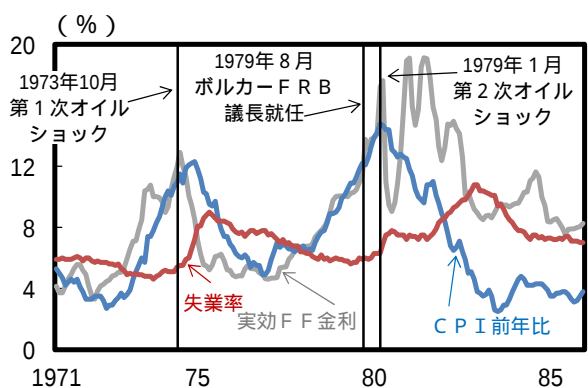


図2 米国金融資産

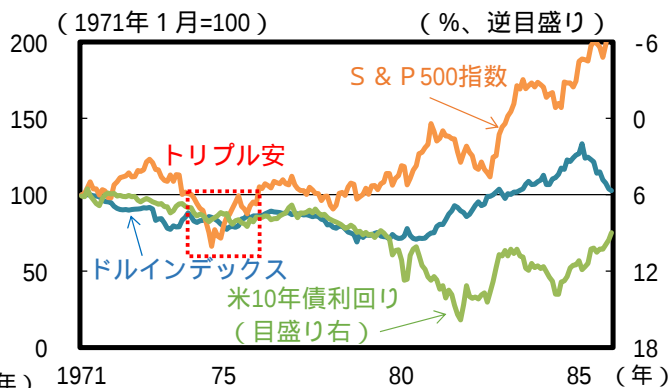
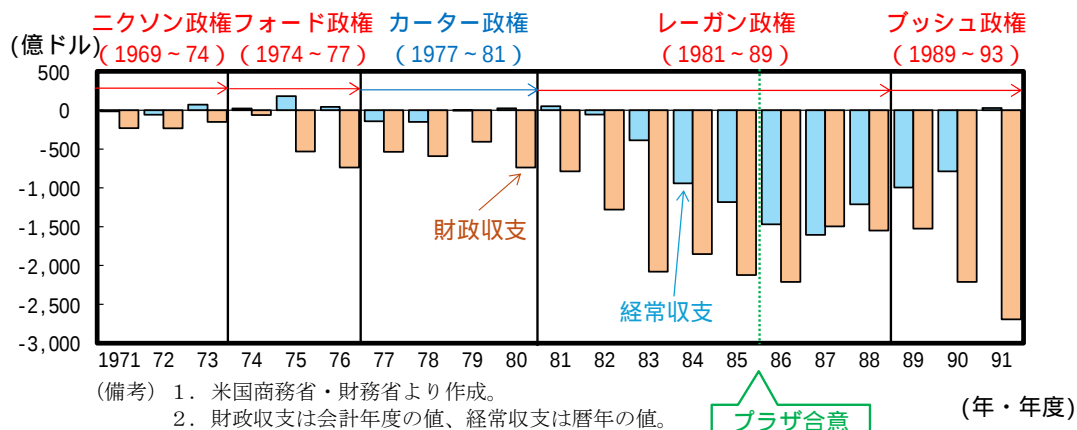


図3 財政収支・経常収支



現代に立ち返ると、2017年の第一次トランプ政権におけるTCJAの成立、2020年、2021年の感染症拡大期間の経済支援などによって財政赤字は拡大傾向を強めており、ドル高が維持される中で貿易赤字は拡大が顕著である。こうした中、保護主義的な色彩が強い第二次トランプ政権が誕生して以降、グローバル不均衡への議論が再び活発化しており、更には基軸通貨ドルがもたらす構造の持続性（トリフィンのジレンマ）についても議論が広がっている。足下では、前述のとおり、米国債の購入主体の変化、直接投資収益の伸び悩みなど、基軸通貨ドルがもたらす「法外な特権」について構造変化の可能性があることに留意しておく必要がある。

他方で、ドルに代わる基軸通貨を模索する動きも出ている。BRICSでは新通貨構想が推進されており、また、人民元での国際決済システム（CIPS：Cross-Border Inter-Bank Payment System）が2015年に開始され、日本を含む先進国の銀行も参加している。他にも、各国・地域の中央銀行が発行する中央銀行デジタル通貨（CBDC：Central Bank Digital Currency）の議論が進み、一部の国ではCBDCを相互に取引するシステムが実験段階にある。基軸通貨ドルの持続性をめぐる議論とともに、国際的な決済システムの構造変化が起き始めているといえる。

付注 2－1 重力モデルを用いた米国の財貿易の構造分析

1. データ出所

フランス国際経済予測研究センター（CEPII）が提供する重力モデルを推定するためのデータベース（CEPII Gravity Database）を使用。データ期間は、1962年から2020年。

2. 推定式¹¹⁸

（実証分析①：全ての国の財貿易を対象とした分析）

（A）推定式¹¹⁹

$$\ln(E[Trade_{ijt}]) = \beta_1 \ln GDP_{it} + \beta_2 \ln GDP_{jt} + \beta_3 \ln Dist_{ij} + \beta_4 Comlang_{ij} + \beta_5 FTA_{ijt} + \sum_{y=1962}^{2020} \gamma_y Year_{yt} \quad (2)$$

（B）変数の定義

変数名	定義
$Trade_{ijt}$	t 年の国 <i>i</i> の国 <i>j</i> からの財輸入額 ¹²⁰
GDP_{it}, GDP_{jt}	t 年の国 <i>i</i> 、国 <i>j</i> のGDP
$Dist_{ij}$	国 <i>i</i> と国 <i>j</i> との地理的距離 ¹²¹
$Comlang_{ij}$	国 <i>i</i> が国 <i>j</i> と公用語が共通の場合に 1 をとるダミー変数
FTA_{ijt}	t 年に国 <i>i</i> が国 <i>j</i> と自由貿易協定を締結している場合に 1 をとるダミー変数
$Year_{yt}$	t 年 = y 年 ($y = 1962, 1963, \dots, 2020$)の時に 1 をとるダミー変数

¹¹⁸ ポアソン疑似最尤推定法を用いた重力モデルのより厳密な定式化については、荒木（2025b）参照。

¹¹⁹ 年ダミー $Year_{yt}$ を全ての年に入れていることから、任意の年 $t = y$ において γ_y が切片の役割を果たすことから、切片 β_0 は入っていない。

¹²⁰ 輸入には関税がかかる場合があることから、各国の税関は輸入の情報をより正確に調査・記録している可能性が高く、一般に、輸入国側の統計の方が輸出国側の統計よりも精度が高いと考えられる。このため、ここでは、輸入国側の統計を用いている。なお、輸出国側の統計を用いた場合も、おおむね同様の結果が得られる。

¹²¹ $Dist_{ij}$ は、国*i*の最も人口の多い都市と国*j*の最も人口の多い都市との間の地理的距離を表す。

(実証分析②：米国の財貿易額を対象とした分析)

(A) 推定式¹²²

$$\ln(E[Trade_{jt}]) = \beta_2 \ln GDP_{jt} + \beta_3 \ln Dist_j + \beta_4 Comlang_j + \beta_5 FTA_{jt} + \sum_{y=1962}^{2020} \gamma_y Year_{yt} + \sum_{c=1}^{10} \delta_c Country_{cjt} \quad (4)$$

(B) 変数の定義

変数名	定義
$Trade_{jt}$	t 年の米国の国 j との財貿易額（輸出額と輸入額の和）
GDP_{jt}	t 年の国 j のGDP
$Dist_i$	米国と国 j との地理的距離
$Comlang_j$	国 j の公用語が英語の場合に 1 をとるダミー変数
FTA_{ijt}	t 年に米国が国 j と自由貿易協定を締結している場合に 1 をとるダミー変数 ¹²³
$Year_{yt}$	t 年 = y 年 ($y = 1962, 1963, \dots, 2020$)の時に 1 をとるダミー変数
$Country_{cjt}$	国 j が米国の米国との財貿易額上位10か国・地域 ($c = 1, 2, \dots, 10$) の場合に 1 をとるダミー変数 ¹²⁴

(実証分析③：米国の財輸入を対象とした分析)

(A) 推定式

$$\ln(E[Import_{jt}]) = \beta_2 \ln GDP_{jt} + \beta_3 \ln Dist_j + \beta_4 Comlang_j + \beta_5 FTA_{jt} + \sum_{y=1962}^{2020} \gamma_y Year_{yt} + \sum_{c=1}^{10} \delta_c Country_{cjt} \quad (6)$$

¹²² 年ダミー $Year_{yt}$ を全ての年に入れていることから、米国のGDP (t にのみ依存)を説明変数として入れる場合、多重共線性が生じることから、米国のGDPは説明変数として入れていない。

¹²³ $FTA_{jt} = 1$ となる国は、米国とFTAを締結している国（オーストラリア、バーレーン、チリ、コロンビア、イスラエル、ヨルダン、モロッコ、オマーン、パナマ、ペルー、シンガポール、韓国）、米国・中米・ドミニカ共和国自由貿易協定（DR-CAFTA）の加盟国（コスタリカ、ドミニカ共和国、エルサルバドル、グアテマラ、ホンジュラス、ニカラグア）、北米自由貿易協定（NAFTA）及び米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の加盟国（カナダ、メキシコ）の計20か国。

¹²⁴ 財貿易額上位10か国・地域は、メキシコ、カナダ、中国、ドイツ、日本、韓国、台湾、ベトナム、英国、インドを指す。なお、ベトナムについては、2007年1月のベトナムのWTO加盟後、米国のベトナムとの財貿易額が増加していることを踏まえ、ベトナムにおける $Country_{cjt}$ は、2007年以降の値のみ1をとるダミー変数を設定している。

(B) 変数の定義

変数名	定義
$Import_{jt}$	t 年の米国の国 j からの財輸入額
GDP_{jt}	t 年の国 j のGDP
$Dist_j$	米国と国 j との地理的距離
$Comlang_j$	国 j の公用語が英語の場合に 1 をとるダミー変数
FTA_{jt}	t 年に米国が国 j と自由貿易協定を締結している場合に 1 をとるダミー変数
$Year_{yt}$	t 年 = y 年 ($y = 1962, 1963, \dots, 2020$)の時に 1 をとるダミー変数
$Country_{cjt}$	国 j が米国の財輸入上位10か国・地域 ($c = 1, 2, \dots, 10$) の場合に 1 をとるダミー変数 ¹²⁵

3. 推定結果

(実証分析①：全ての国の財貿易を対象とした分析)

係数	推定値	標準誤差	有意性	$100 \times (\exp(\text{推定値}) - 1)$
β_1	0.836	0.0051	***	—
β_2	0.829	0.0041	***	—
β_3	-0.604	0.0083	***	—
β_4	0.379	0.0200	***	46.121
β_5	0.278	0.0199	***	32.066

※「標準誤差」は、頑健な標準誤差。***：1%、**：5%、*：10%の有意水準で統計的に有意であることを示す。ここでは、頑健な標準誤差を用いて統計的有意性を確認している。上記のほかにも、年ダミーも変数に加えている。

(実証分析②：米国の財貿易額を対象とした分析)

係数	推定値	標準誤差	有意性	$100 \times (\exp(\text{推定値}) - 1)$
β_2	0.771	0.0085	***	—
β_3	-0.368	0.0492	***	—
β_4	0.586	0.0468	***	79.666
β_5	0.374	0.0331	***	45.383

¹²⁵ 財輸入上位10か国・地域は、メキシコ、中国、カナダ、ドイツ、日本、ベトナム、韓国、台湾、アイルランド、インドを指す。なお、ベトナムについては、2007年1月のベトナムのWTO加盟後、米国のベトナムからの輸入額が増加していることを踏まえ、実証分析②と同様、ベトナムにおける $Country_{cjt}$ は、2007年以降の値のみ1をとるダミー変数を設定している。

※「標準誤差」は、頑健な標準誤差。***：1%、**：5%、*：10%の有意水準で統計的に有意であることを示す。ここでは、頑健な標準誤差を用いて統計的有意性を確認している。上記のほかにも、年ダミー、国・地域ダミーも変数に加えている。

(実証分析③：米国の財輸入を対象とした分析)

係数	推定値	標準誤差	有意性	100 × (exp (推定値) -1)
β_2	0.760	0.0077	***	—
β_3	-0.119	0.0669	*	—
β_4	0.271	0.0395	***	31.079
β_5	0.285	0.0440	***	32.973

国・地域ダミー	推定値	標準誤差	有意性
メキシコ	1.988	0.0726	***
中国	1.495	0.0668	***
カナダ	1.575	0.1829	***
ドイツ	0.595	0.0469	***
日本	0.853	0.0544	***
ベトナム	1.932	0.1049	***
韓国	0.911	0.0538	***
台湾	1.524	0.0632	***
アイルランド	1.208	0.0703	***
インド	-0.113	0.0584	*

※「標準誤差」は、頑健な標準誤差。***：1%、**：5%、*：10%の有意水準で統計的に有意であることを示す。ここでは、頑健な標準誤差を用いて統計的有意性を確認している。上記のほかにも、年ダミーも変数に加えている。