

株価に刻まれる歴史（構造の断層と政策・環境のゆらぎ）

—トランプ関税の影響を考える—

Finance. History. Ideas. Adventure.

YODA LAB

“Exploring the Essence of Finance — and of Life”

講演の内容

- ◆ トランプ関税発表後の4月に行った講義（10MTV）をベースに、その後3か月の経緯を含め、再検証
- ◆ 3か月に発生した変化と本質的に変わらないこと、歴史観など整理しつつ、ご説明

1. トランプ関税に関する整理

- 今回の政策について、これまでアメリカがたどってきた歴史を踏まえつつ俯瞰する
 - ✓ 1900年代との類似性、比較
 - ✓ 第二次世界大戦後、覇権国、基軸通貨国として繁栄してきた経緯
 - ✓ 近年アメリカの国内で起きている変化

2. 金融市場（特に株式市場）動向を通じての考察

- 過去に株式市場に刻まれた歴史を振り返る
 - ✓ 大きな構造変化、政策や金融環境の変化が発生した際、世界各国の株式市場にはどんな変化があったのかを観察しつつ、今後に向けたヒントを探す

3. 今後のアメリカの動向とその影響について


- “大きな構造変化” vs “中短期的な政策・環境変化” という補助線を引いて考察

1. 今回のトランプ関税について、アメリカの歴史を踏まえつつ整理


◆ 今回のトランプ関税は、前回政権の関税や、他の金融ショックとは異なるイベントか？

(2025年4月時点の考察)

◆ 2017年トランプ政権の関税と今回の違い

- ✓ 今回のトランプ関税は2017年のトランプ政権のものとは**質もインパクトも異なる**ように見える
 - 関税対象は国・商品とも**広範囲**にわたり、**関税率も高い**
 - 額面通りに受け止めれば、各国との貿易赤字を個別に解消することを目指したもの（それほどまでに常識外れ）
 - 個別交渉で、「米国の利益になることをすれば解決」と考えてよいのか？
 - ✓ 2017年は「**トランプ劇場**」と割り切れたが、今回はアメリカ国内の姿が変化し、より分裂が深まっている事が背景か？
 - ✓ かつてよりも**国内重視、米国重視**となっている印象
- 
- 第二次世界大戦後に確立された国際通貨管理体制、自由貿易の仕組みの延長ではなく、**1920年代以降の米国保護主義**も含めて、これまでの歴史に学んでいく必要性を感じる

◆ 2008年リーマンショック、2020年コロナショックとの違い

- ✓ リーマンショック、コロナショックとも**各国が財政・金融政策で協調**。世界同時の危機として**連携して対応**
 - ✓ 今回は各国連携が難しく**個別に米国と交渉**する必要あり。WTO、TPPなど既存の枠組みが上手く機能するか不透明
- 
- **今後の行方は、まさに「トランプ・アメリカ次第」。**これが、今までの金融ショックとは異なる

◆ その後、3か月の経緯







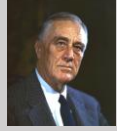
➤ 米国・トランプ大統領は、各国と個別交渉を行いアメリカへの投資を呼び込みつつ、当初提示した関税率を引き下げる方向

◆ こうした動きの評価

- ✓ 関税率の引き下げは、現実を見据えながらの軌道修正とも解釈できる。
- ✓ 株価は回復基調にあり、経済・金融面から見て、ある程度の安心感はある。
 - もっとも、株価上昇の牽引役はAI関連銘柄に偏っている
- ✓ 一方で、各国に対する交渉スタンスを見ると、現代版帝国主義・保護主義政策を推し進めているようにも見える。
- ✓ また、根本にある構造的変化（国内重視・保護主義への転換）とその背景（国内の経済格差）については、解決に向かっているわけではなく、大きな変化は無いように思われる。

◆ 1900年代前半のアメリカ（1900～1930年頃）を振り返る

- ✓ 1900年代前半、アメリカは**外向きの発展期**から、内向きで**保護主義の時代**へ。
- ✓ 特に第28代大統領ウィルソンから第29代ハーディングの時に**大きな転換**があった。
 - ウィルソンは、当時のアメリカとしては異質の理想的グローバリストではあったが、その後**米国第一主義への反動**が起きた。

時代背景、イベント	年代	大統領		主義・スタンス	具体的政策、方向性
世界の大国へ 外向きの発展期	南北戦争後～ 1920年頃まで	1897-1901	ウィリアム・マッキンリー 26代	 帝国主義 拡張主義 保護主義	スペイン戦争 太平洋進出、ハワイ・フィリピン併合
		1901-1909	セオドア・ルーズベルト 27代	 帝国主義 帝國的リアリスト 規制型資本主義	コロンビアに介入しパナマ運河建設 “Big Stick Diplomacy”（こん棒外交） 国内経済は反トラスト法
		1913-1921	ウッドロウ・ウィルソン 28代	 理想主義的グローバリスト 自由貿易寄り	第一世界大戦参戦 国際連盟提唱 アンダーウッド関税法（関税引き下げ）
内向き 保護主義の時代	1920～ 1930年代	1921～1923	ウォレン・ハーディング 29代	 アメリカ第一主義 保護主義 孤立主義	高率関税 国際連盟加盟拒否 “Return to Normalcy”（正常への回帰）
		1923～1929	カルビン・クーリッジ 30代	 保護主義 小さな政府・放任 孤立主義	市場は完全放任、規制は最小限 経済は繁栄、株価高騰 世界大恐慌の引き金に
		1929～1933	ハーバート・フーヴァー 31代	 保護主義 協調を模索	試行錯誤（フーバダム・復興金融公庫）するも 恐慌への対応が遅れる スムート＝ホーリー関税で貿易戦争、ブロック経済へ →史上最高水準の関税を課す法律
戦時体制への移行	世界恐慌～ 第二次世界大戦	1933～1945	フランクリン・ルーズベルト 32代	 国家介入型資本主義 （準）戦時体制	ニューディール政策・公共事業 第二次世界大戦参戦

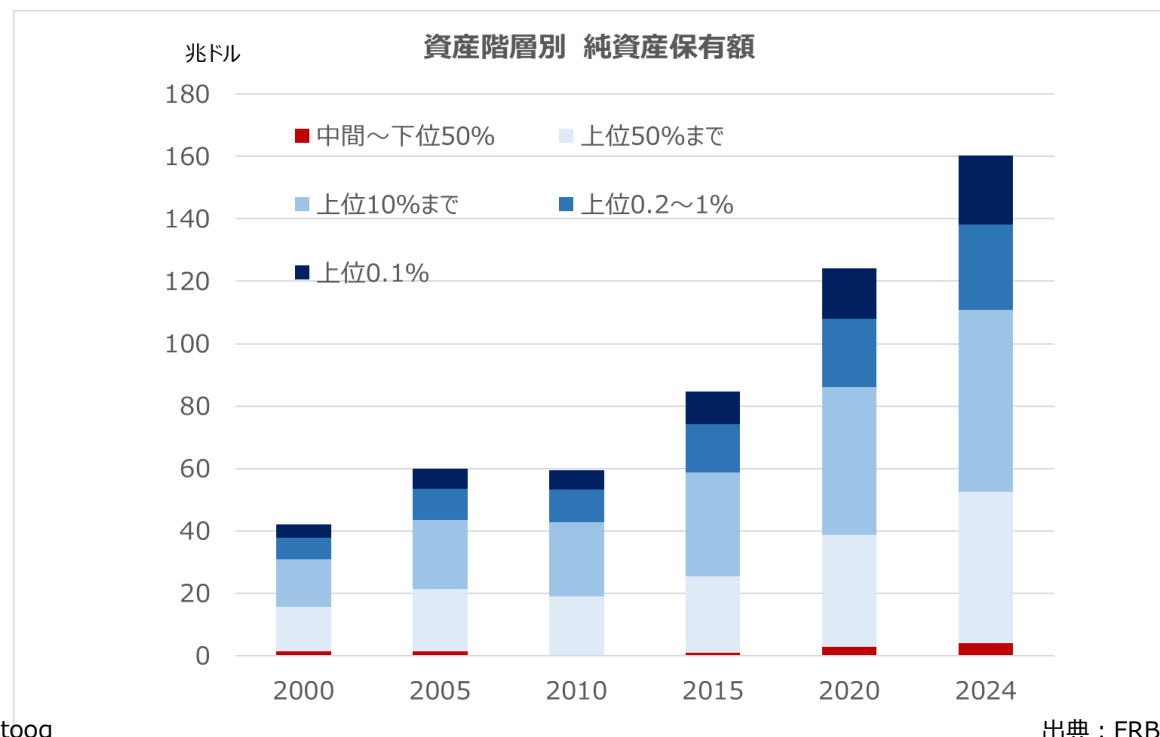
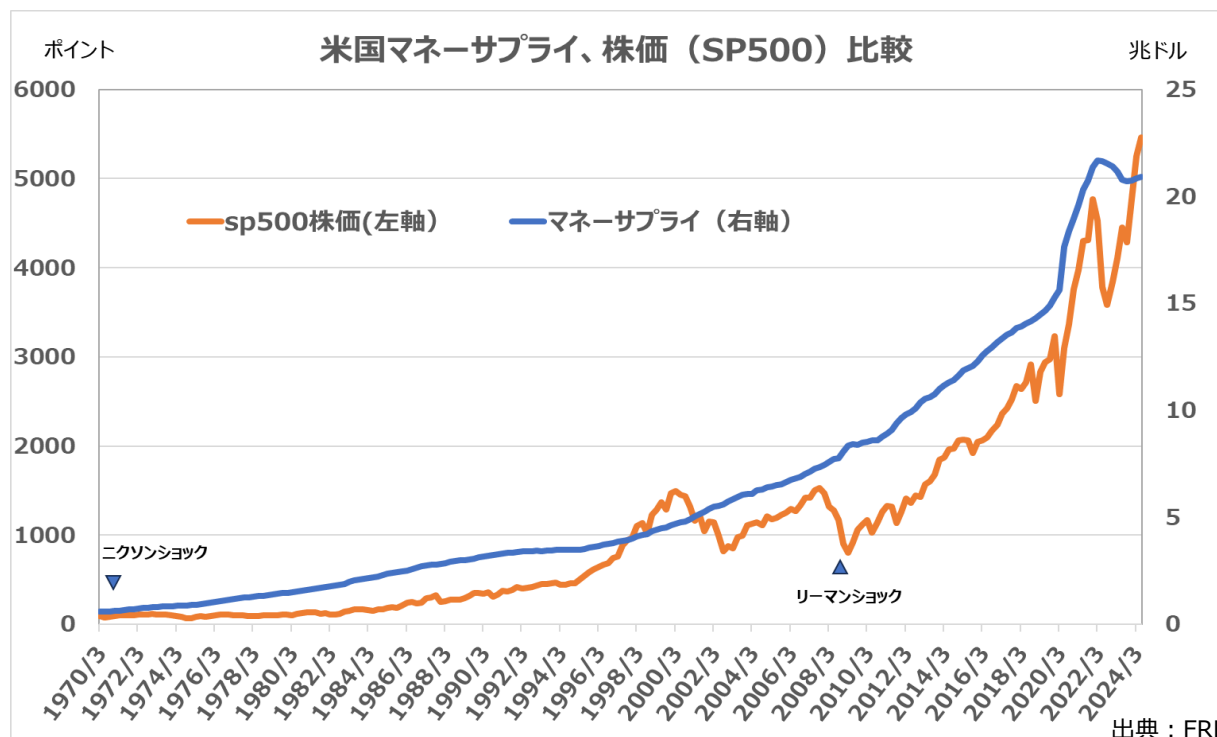
◆ 第二次世界大戦後のアメリカ

- ✓ 第二次世界大戦後のアメリカは、**ドル基軸通貨体制**と**自由貿易体制**のもと繁栄を築いてきた。
- ✓ アメリカはドルが基軸通貨になったことで獲得した購買力を武器に自由貿易体制の中で消費を拡大。貿易赤字は拡大したが、アメリカの軍事力、経済力も相まって、ドルは基軸通貨であり続け、財政赤字、国債によるファンディングが許容された。第二次大戦後このシステムは維持されアメリカは繁栄した。

	制度・体制	年次	内容
基軸通貨	ブレトンウッズ体制	1944	「米ドルを基軸とした固定為替相場制」 。「金1オンス35USDドル」と「金兌換（だかん）」によって米ドルと各国の通貨の交換比率（為替レート）を一定に保つことで 自由貿易を発展 させ、世界経済を安定させる仕組み
	ニクソンショック	1971	ドルが大量に発行された為「金1オンス＝35ドル」を維持できなくなり、 米ドル紙幣と金の兌換を一時停止 。金本位制ではなくなり、かつ変動相場制へ移行した。それでも引き続きドルは経済力、軍事力、金融システムを裏付けとして 基軸通貨の地位を維持 。ドルは 金ではなく、「国の信任」 によって支えられる通貨となった
自由貿易	GATT 関税及び貿易に関する一般協定	1947	1930年代、スムート＝ホーリー法に端を発する 保護主義とブロック経済化 が、各国の経済対立を深め、結果として 第二次世界大戦が勃発した遠因の一つとなった 。 戦後、こうした反省から、 貿易自由化と国際協調 を目指してGATTが誕生。国際貿易機関（ITO）という包括的な制度を目指していたが米議会の反対で不成立となり、GATTが “暫定協定” として役割を果たすことになる
	WTO 世界貿易機関	1995	戦後暫定協定として機能していたGATTを発展的に解消し設立された 常設の国際機関 。モノの貿易だけでなく サービス・知的財産・紛争解決手続き などを含む、より 包括的な多国間のルール を整備

◆ リーマンショック後のアメリカ

- ✓ 2008年リーマンショック後、アメリカは金融政策の量的緩和 = QEを継続。**マネーの増加と共に資産価格（株や不動産）は上昇**。一方で所得上位層に富が集中し**格差は拡大**。また2021年以降は**インフレが加速**し下位層の人々は困窮。
- ✓ ニューヨーク、ロサンゼルスなど大都市とは違う景色が**米国中西部**に存在。これら地域では製造業の空洞化に伴い地域経済が衰退。資産価格上昇の恩恵も得られずドラッグ依存や家庭崩壊などの社会問題が深刻化。『**Hillbilly Elegy**』（※）を著した**J.D.ヴァンス副大統領**が描いたように、この地域の白人労働者層は、閉塞感と制度不信を抱えてきた。（※）邦題は『**ヒルビリー・エレジー アメリカの繁栄から取り残された白人たち**』
- 「ヒルビリー」を救う文脈で大規模関税を発表したが、関税は世界中に負担を求める増税（※）であり、**グローバルに広がったドルというマネーを吸収する側面もある**。
（※）税は米国輸入業者が支払うが、値下げ要求で世界中の輸出者や製造者が負担する可能性大
- 背景は**1920年代と似ているがドルが基軸通貨か否かという点が違う**。当時は関税を上げて影響は**限定的**だったが、**現在**のようにドルが世界中に広がっている状況では影響が**グローバルに拡散**する。
- 関税発表後、3か月を経て米株価はかなり回復しているが、関税措置を積極的に評価しているわけではないように思われる。



□ 第1部のまとめ

- ◆ 今回のトランプ関税は、短期的な政策転換ではなく、アメリカという国の構造、国際経済秩序、ドルという通貨の信任に関する問いを突き付けている可能性あり



- ✓ 今回の関税措置が、今後金融・経済にどのようなインパクトを与えるのか？
- ✓ 従来の政治・経済政策の延長で考えるのではなく、構造・制度改革、金融環境変化といった様々な角度から、鳥の目・虫の目で見えていく姿勢が求められるのではないかな？
- **第二部では、経済の状況、企業の価値を映す鏡である「株価」という指標を通して検証**

□ 第2部のポイント

① 覇権国であるアメリカや基軸通貨ドルの姿・形が、これまでとは変わる可能性がある

➤ 過去、**国際政治・経済の枠組みに大きな断層**が生じた際、金融市場では何が起きたのか？

② 大きな枠組みや構造は変わらず従来の体制が続くとしても、金融・経済環境は大きく変化する可能性がある

(関税はQEとは正反対の政策。またスタグフレーションの懸念もある)

➤ 過去、**政策・金融環境に大きな変化**が生じた際、金融市場はどうなってきたのか？



◆ 今回の「トランプ関税」は、大きな枠組みや構造の変化となるのか？ 政策・金融環境の変化にとどまるのか？

➤ 「**株価リターンに刻まれる歴史：構造の断層や政策・環境によるゆらぎ**」を観察しつつ、今回の出来事が今後、金融・経済にどのようなインパクトを与えるのか？ ヒントを探していく。

2. 大きな構造変化、政策や金融環境の変化が発生した際、世界各国の株式市場にはどんな影響があったのか

①大きな政治・経済的構造変化が生じた際の例を、以下の各国株価長期推移から観察

- アメリカ：ダウ工業株30種平均（以下 ダウ平均株価）
- ドイツ：DAX指数（以下 ドイツ株価指数）
- 香港：ハンセン指数（以下 香港株価指数）
- 日本：日経平均株価

②金融環境の変化が生じた際の例を以下の株価推移から観察

1970年以降のアメリカ株価推移について

- ダウ工業株30種平均（以下 ダウ平均株価）
- ナスダック総合指数

という種類の異なる株価指数で観察

● ミニコラム

➤ この講義では株価を長期で見るときに**logスケールチャート（右下グラフ）**使用。（左右とも同じダウ平均株価の長期グラフ：期間 1900年1月～2025年3月まで）

◆ 左側チャート

➤ よく見る、縦軸に価格が等間隔に並ぶチャート。(5,000→10,000→15,000→20,000) 5,000→10,000は**2倍**だが、10,000→15,000は**1.5倍**。40000→45000は**1.125倍**となり、見た目の値幅に騙されやすく**実際の投資リターンと違う印象**を与える。

◆ 右側チャート

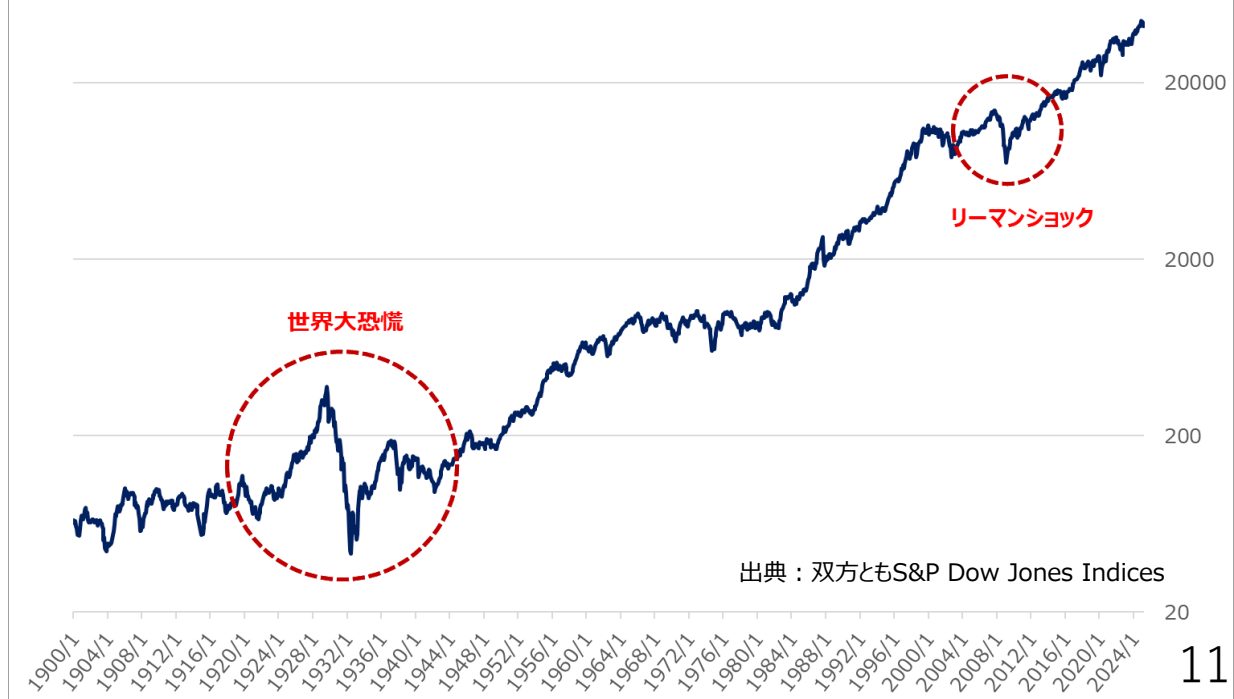
➤ logスケールチャート。100→1,000→10,000と**10倍ごとに値が並んでおり傾きは各期間の年率リターン(%)を表す**。たとえば“**毎年5%成長**”しているなど**一定の%成長は、logスケールでは直線の傾きとして表れるのが特徴**。資産価格リターンの一貫性や、構造変化による“傾きの変化”を見るには、このグラフが最も適しており、**これから見る長期グラフはすべてこのlogスケール**となっている。（左右のチャートを見くらべると世界恐慌とリーマンショックの差がよくわかる）

➤ 余談だが、良くニュースでは「今日の株価は2,000円を超える下落で過去〇番目の下げ幅」と、価格の幅でそのインパクトを表現することが多い。しかし**実際のインパクトを正確に比べるには「〇%動いた」という視点が不可欠**。現在はまだ値幅で語られる事が多く、日本全体の金融リテラシー向上に期待したい。

アメリカ ダウ平均株価 長期推移グラフ（価格推移）



アメリカ ダウ平均株価 長期推移グラフ（logスケール）



出典：双方ともS&P Dow Jones Indices

◆ ダウ平均株価 長期推移

- ✓ 1900年代前半、アメリカが保護主義で、かつ、まだ覇権国ではない時期のリターンは年率2～3%程度。（当時は高配当であったことも理由の一つ）
- ✓ 第二次世界大戦を経て、アメリカが覇権国、ドルが基軸通貨となり、自由貿易で繁栄した時代のリターンは年率7～8%。
- ✓ これほど長期間に渡り安定的なリターンを生み出すに至った理由は、第二次世界大戦後、覇権国、基軸通貨国の地位を維持してきたからであろう。

アメリカ ダウ平均株価 長期推移グラフ (logスケール)



◆ ドイツ株価指数 長期推移について

- ✓ 第二次世界大戦後、ドイツは高インフレ、社会保障重視で成長が鈍化。株価上昇率も2%程度と低リターン。(インフレを勘案すると実質マイナスリターン)
- ✓ 1982年以降、ヘルムート・コール政権発足による市場経済発展に向けた改革、東西ドイツ統一を経てグローバル化。EUの中心国となるなかで、株式市場のリターンは大きく改善し年率8%程度へ。
- ✓ プラザ合意も、ドイツマルクの通貨信任向上、ならびにドイツマルクを基礎としたユーロ創設などを通じ、中長期的にプラスに働いた可能性。

ドイツ株価指数 長期推移グラフ (logスケール)



◆ 香港（ハンセン株価指数）長期推移について

- ✓ イギリス統治下において、香港はアジア有数の金融センターとして発展。その間の株価リターンは18%程度と驚異的な伸びを記録。なお、1980年代、香港返還議論が始まるなかで低迷期があったが、通貨のドルペッグ導入で信任を維持。
- ✓ 香港返還後、引き続き中国メインランドへのハブとして金融センターの機能を維持するも、徐々に中国化するなかでリターンは低下。
- ✓ 反政府デモや国家安全維持法発足を経て、近年ではマイナスリターンに落ち込む。



◆ 日本（日経平均株価）長期推移について

- ✓ 高度経済成長+バブル期は、戦後復興、所得倍増計画、列島改造論等を経て年率15%程度のリターン。もっとも、かなり長期間アクセルを踏み続けている。1985年プラザ合意以降は構造変革のチャンスだった可能性。しかしアクセルとブレーキの使い分け・構造的な転換が上手くできず、その後の長期低迷に繋がっているようにも見える。
- ✓ 1989年をピークにバブル崩壊、金融危機が発生。2003年に収束し、リーマンショックで底を打つまでの20年間は約▲4%のリターン。
- ✓ アベノミクス開始、黒田日銀緩和によって株のリターンは15%程度に回復。もっとも超長期の傾き（オレンジ）を見ると、現在はその帯の中で推移。

日経平均株価 長期推移グラフ (logスケール)



- ◆ 再びダウ平均株価。次は1960～1980年に注目（赤い丸囲み）
 - この間、オイルショックなどにより高インフレ時代が続き、株の傾き⇨リターンは横ばいのように見える。

アメリカ ダウ平均株価 長期推移グラフ (logスケール)



◆ アメリカ（ダウ平均株価） VS ドイツ（DAX：ドイツ株価指数）：1960年以降の長期チャート

- ダウ平均株価も1960～1980年前半まで長期停滞しており。ドイツ株価指数のチャートと形が似ている。
- 実はドイツも、高インフレなどの影響を大きく受けていた可能性があり、その要因の剥落と共に株価リターンが上昇した可能性大。
- もっともその間、「市場経済への改革、東西ドイツ統一、EU設立」などを経て、グローバル化に対応する素地が出来ていた為、その後の推移がアメリカと似ているとも言える。
- ドイツの株価リターン推移は、香港や日本とは全く異なるため、2つの要因（構造と金融環境）のミックスによりリターンに変化があったものと思われる。

ダウ平均株価 長期推移グラフ（logスケール） →ドイツ株式指数と同じ期間



出典：S&P Dow Jones Indices

ドイツ株価指数 長期推移グラフ（logスケール）



出典：Stooq 17

◆ アメリカ（ナスダック総合指数）長期チャート

- ✓ ナスダック総合指数はダウ平均株価などに比べ、構成銘柄に新興企業・IT企業が多い。そのため短期的な期待や金融政策（※）により、トレンドを大きく上振れる事がある。
- ✓ 1990年代のITバブル期は年率21%のリターンを記録したが、バブル崩壊とともに元の傾きに戻った。
- ✓ 2008年リーマンショック以降、QE（量的緩和）により期待リターンが高く見積もられていた可能性がある。しかしこのトレンドは2022年、インフレに伴うFRBの金融引き締めにより消滅した可能性が高い。株価は割高になっており、トランプ大統領が関税政策を発表していなくても、早晚株価調整があった可能性はある。

アメリカ ナスダック株価 長期推移グラフ（logスケール）

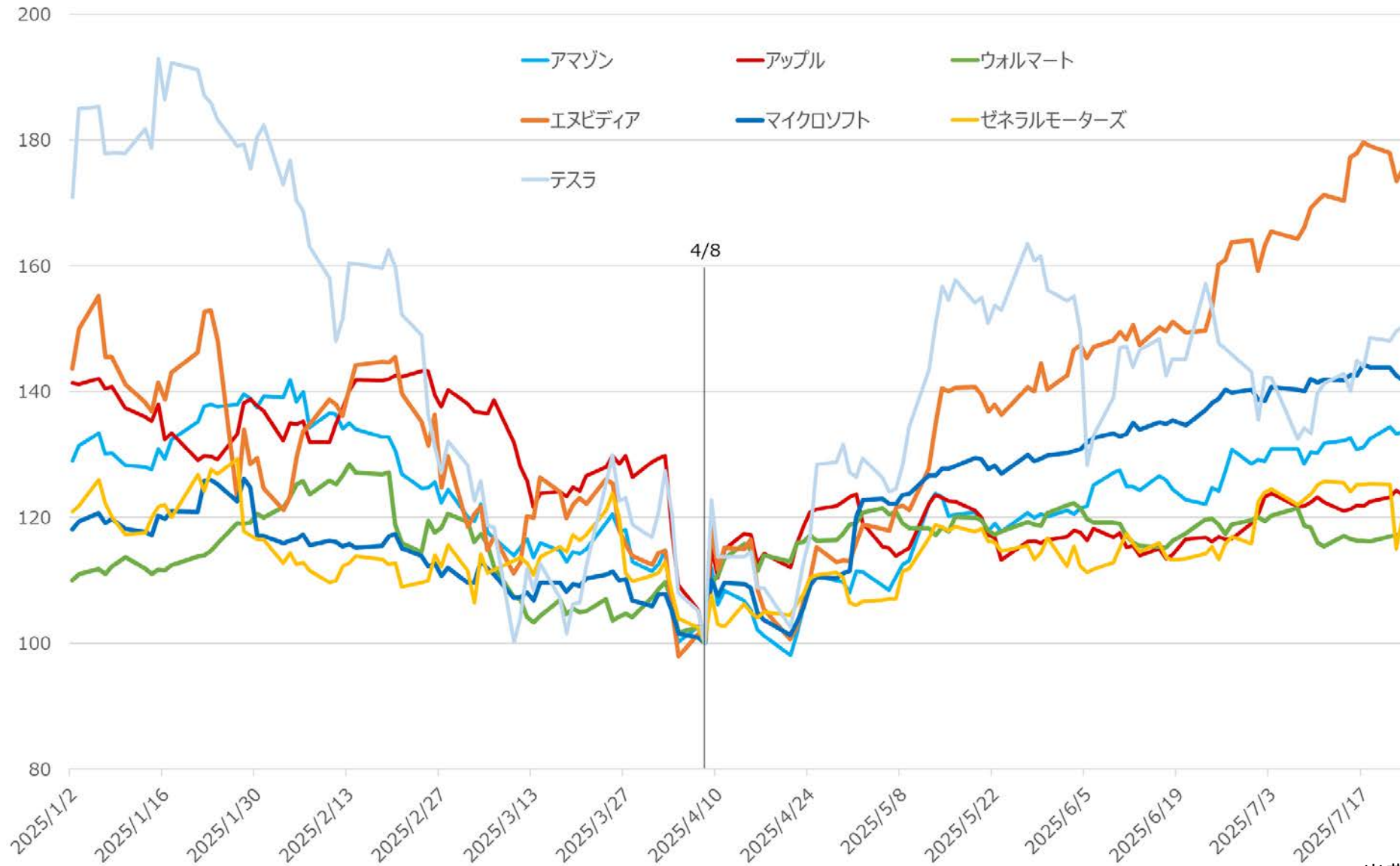


（※）ゼロ金利など金利が極端に低いと、新興企業など業績不確実性の高い企業の期待値リターンも高く見積もられる

◆ トランプ関税前後の米主要株価推移（2025/4/8を100として指数化）

- ✓ 関税前の高値を超えているのは、エヌビディア、マイクロソフトなどのAI関連株
- ✓ 関税の影響を受けるウォルマートなどは多少持ち直すも、その後横這い推移。ゼネラルモーターズなどの製造業、自動車株も上昇しているわけではない。

トランプ関税前後の米主要株価推移グラフ（2025/4/8を100として指数化）



□ 第2部 ポイント（株価長期リターンから見てくるもの）

	大きな構造変化に伴う影響	中短期政策・金融環境などの変化に伴う影響
背景	世界的な政治動向、紛争、分裂など 大きな出来事・構造変化により発生	インフレや金融政策、あるいは産業・貿易政策の変化など 環境の変化により発生
期間	超長期	中短期（と言っても10年単位）
インパクト	長い間続くため、影響は 累積 ライフサイクルを超える	短期間で比較的大きな変化が生じ、 繰り返す
状態の違い	不可逆的	可逆的
リターンに影響を与える要素	基軸通貨 としての信任 グローバル化 への対応の有無 自由貿易体制 の有無	高インフレ 下や 大規模な金融危機 では株価は低迷 一方、国内回帰・国内重視の際は一時的に株価急騰のケースも

□ 第3部：今後想定されるアメリカの動向とその影響を “大きな構造変化” と “中短期的な政策・環境変化” という軸で分類

※2025年4月時点での分類・考察を修正し再整理

	大きな構造変化を伴うケース	中短期政策・金融環境などの変化に留まるケース
戦略	アメリカ国内問題重視・保護主義	大規模な通商・金融ゲーム
影響を与える人物	ヴァンス副大統領、ピーター・ナヴァロ、オレン・キヤス	ベッセント財務長官、ラトニック商務長官
戦略の内容	世界各国と個別に厳しい条件での貿易交渉を強行 反中国戦略強化、通商圏再編（ブロック化） アメリカの国際政治・経済・軍事上の負担軽減	関税による財政収支改善 + 個別交渉による貿易収支改善 インフレ抑制、ドル高是正 仮に景気後退すれば、大規模財政支出・金融緩和 + 米国への投資呼び込み
問題点	アメリカが基軸通貨国であり、自由貿易の受益者であることを軽視 アメリカで製造業が復活することは想定しにくい	アクロバットの政策 すべてを統合的に実現する運営は困難
株価の変化	長期間横這い・低迷	短期ショックの後、中短期的に反発
日本への影響	軍事負担増、米中間で板挟み、安全保障の脅威拡大	日本は利上げ + 財政出動が必要になる可能性

- 現状は上記右側の状況に近いが、これで米国内の問題（格差、分裂）が解決されるわけでもなく、左側の様な事態は、引き続き無視できない。
- また、AIというイノベーションがアメリカとドルを支えるというストーリーもあるが、この場合どこまでAIとアメリカ・ドルがリンクし続けるかがポイント。

□ まとめ

- 「株価リターンに刻まれた出来事と影響」を通じ、アメリカ株が長期に渡り安定したリターンを生み出してきた背景や、各国の構造変化と株価の関係を確認。
- また、最後に今後のアメリカの方向性を、「大きな構造変化を伴うケース」・「中短期的政策・金融環境の変化に留まるケース」と、2つに分類し整理を試みた。
- ◆ 今回のトランプ関税に端を発する出来事は、アメリカ国内の政治基盤などを鑑みるに大きな構造変化に繋がる可能性があるものの、現時点で他に覇権国や基軸通貨となる国・通貨は見当たらず、引き続きアメリカが覇権を握り、ドルが基軸通貨であり続ける構造に変化はない可能性は高い。
- ◆ もっとも、歴史を見れば心理や感情、民主主義が時に合理性を上回ることもあり得る。それによっては、“信任”の源泉が変質し、従来とは異なる通貨・秩序が台頭する可能性もある。
- ◆ 今後、今回の出来事がどのような推移をたどるのか、歴史上の大きな転換点となるのか？ 様々な角度からの検証、推察を繰り返していく必要があると思われる。