

In Gold We Trust[®] Report

2025 年 5 月 15 日



The Big Long



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

2025 年度の『In Gold We Trust』へ Premium-Partner 各社様の
多大なるご支援に感謝申し上げます。

 **サンワード証券株式会社**

目次

序章: The Big Long ビッグロング	05
新たな長期強気相場が形成されつつある。我々が2020年に提示した「ゴールドの10年」が進行中だ。ポートフォリオの中のゴールドのアロケーションを増やす「ビッグロング」を今こそ提唱したい。	
黄金よ、どこへ行く	26
ゴールドの強気相場にはまだ大きな上昇の余地があることが我々の包括的分析から言える。2030年までには我々の基本シナリオだとゴールドは4800ドルに、大幅なインフレの場合には8900ドルにまで上がる可能性がある。	

本稿は2025年度『In Gold We Trust』の要約版となります。総合レポートは無料で ingoldwetrust.report からダウンロードできます。

免責条項: 当出版物の目的は情報を提供することのみにあり、投資アドバイス、投資分析あるいは金融商品の売買を提案または勧誘するものではなく、またそのような提案または勧誘と見なされるべきものでもない。特に当出版物は個別の投資あるいはその他の助言の代わりとなるものでもない。当出版物に記載されている情報は執筆時点のものであり、将来的に予告なく変更される可能性がある。『In Gold We Trust』の出版権は2023年11月に Sound Money Capital AG に譲渡された。なお当出版物はこれまで通り Incrementum ブランドとの共同ブランディングで提供される。

当出版物の著者らは採用した情報源の選択と内容には最大限の注意を払っているが、Sound Money Capital AG と Incrementum AG と同様に、提供された情報や情報源の正確性、完全性、最新性及びそれに起因するいかなる責任や損害（派生的、間接的損害、利益の損失、予測の不達成などを含む）について一切の責任を負わない。Sound Money Capital AG 及び Incrementum AG の全ての出版物は原則としてマーケティング資料あるいはその他の情報であり、Market Abuse Regulation の意味における投資奨励には該当しない。両社はいかなる投資推薦も発行していない。『In Gold We Trust』の内容については、Sound Money Capital AG が全面的かつ単独で責任を負う。

Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. 無断転載厳禁



Gregor Hochreiter
Editor-in-chief



Richard Knirsch
Quantitative analysis
& charts



Lois Hasenauer-Ebner
Quantitative analysis
& charts



Jeannine Grassinger
Assistant



Stefan Thume
Webdesign & media



Peter Árendáš
Contributor



Rudi Bednarek
Contributor



Ted Butler
Contributor



Daniel Gomes Luis
Contributor



Florian Grummes
Contributor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Proof reading



Handre van Heerden
Contributor



Philip Hurtado
Proof reading



Nikolaus Jilch
Contributor



Theresa Kammel
Contributor



Ronan Manly
Contributor



Trey Reik
Contributor



Charley Sweet
Proof reading



Nic Tartaglia
Contributor



Marc Waldhausen
Contributor



David Waugh
Contributor

2025年度 『In Gold We Trust』 の印刷版は[こちら](#)
でご購入いただけます。

序章: The Big Long ビッグロング

“There is no fever like gold fever.”

「ゴールドフィーバーを超える熱狂はない。」

米国の著名投資家 リチャード・ラッセル

- ゴールド市場では今、新たな長期的な強気相場が形成されつつあり、我々が2020年度の『In Gold We Trust』で提示した「ゴールドの10年」が本格的な勢いを増している。これまでゴールドのアロケーションは一般的に低かったが、それを根本的に見直し、安全資産のゴールドと積極運用のゴールドとして割合を増やし、今こそ「ビッグロング」を提唱したい。
- 連日話題に取り上げられている米国の関税と貿易政策も、包括的な枠組みの再構築の一面ではないか。トランプ大統領が「解放の日」をもって発表した関税政策は世界を震撼させ、国際貿易と通貨の枠組みの再編を引き起こしている。
- 通貨に関する議論では、「トリフィンのジレンマ」が再び話題の中心に上った。将来にわたって持続可能な解決策は、ゴールドやビットコインのような中立的な資産にこそあるだろう。
- 長期的な強気相場では、資産価値の一時的な下落は避けられないが、賢明な分散投資とアクティブなアプローチこそが積極運用のゴールドには有効だ。価格調整局面では株を買う、押し目買いを推奨したい。
- 我々が2024年度の『In Gold We Trust』で提示した「ゴールドの新しいプレーブック」はまだ有効だ。ゴールド価格に及ぼすアジアの影響は強まり、欧米の投資家の関心も再びゴールドに向かっている。
- ドイツでは債務ブレーキが緩和されて、特別基金が設立され、厳しい財政規律の時代が終わりを迎えた。しかし、ユーロ圏の問題児は依然としてフランスだ。

Here was a strange but true fact: The closer you were to the market, the harder it was to perceive its folly.

「これは奇妙な事実だが、マーケットに近いところにいるほど、マーケットの愚かさに気づかないのだ。」

作家 マイケル・ルイス

More people believe Elvis is still alive than own gold in the US.

「アメリカではゴールドを持つという人よりも、エルビス・プレスリーがまだ生きてると信じている人が多い。」

Gerald McMillan

People want an authority to tell them how to value things, but they choose this authority not based on facts or results. They choose it because it seems authoritative and familiar.

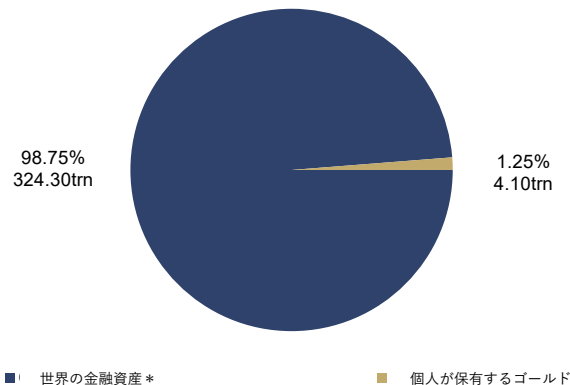
「人はモノの価値評価の仕方を専門家に教えてもらいたいと思っていても、その専門家を事実や結果で選ぶわけではない。なんとなく専門家に見えるとか、なんとなく知っているから選ぶのだ。」

投資家 マイケル・バリー

“The truth is like poetry – and most people fucking hate poetry.” 「真実は詩のようなもので、大体の人は詩が大嫌いなのだ。」 映画『マネー・ショート 華麗なる大逆転』に登場するパーテンダーは、「真実を指摘するならば、足の速い馬も必要だ」[本当のことを言えば反発されるから逃げ道が必要だー著名な米国人ジャーナリスト、レス・ペインの言葉：訳者注]をこう言い換えた。最近までのゴールドは、特に欧米の金融界ではこの言葉に通じるものがあつた。ゴールドの安全資産としての役割は過去の話で、利益を生む積極運用ゴールドにはなりえないと考えられていたのだ。

マイケル・ルイスによる『世紀の空売り 世界経済の破綻にかけた男たち』を映画化した『マネー・ショート 華麗なる大逆転』は、一言で言えば経済的な資本の偏りを探り出し、それを利用して利益を生み出すカラクリについての話だ。低金利、手緩い信用格付け、極端なレバレッジの組み合わせが、一見完璧に見える金融ツールと格付け会社の不正な格付けによって倍増された危険な高揚状態がこの映画の舞台だ。冷静に状況を見極めて危険を見抜いた投資家もいたのだが、実際にマーケットの主流に逆らって巨大なショートポジションを張った投資家はほとんどいなかった。

時価総額: 2024の世界の金融資産に占める個人投資家の保有するゴールドの割合 (ドル)



出典: Aswath Damodaran, 国際決済銀行(BIS), コインマーケットキャップ, Nareit, Prequin, Incrementum AG
*REIT と PE/VC を含む、ゴールドは除外

もっと深いところでは、映画『マネー・ショート ~』は概念的な対立を、つまりアウトサイダー対多数派のメインストリーム、一般大衆対ウォール街のエリート、システムの批判家対システムの信奉者という構図を捉えていると言える。アウトサイダー的ファンドマネジャーだった マイケル・バリーと Steve Eisman (同映画の中ではマーク・バウムとして登場) が当時気付いたように、金融市場は今、危機的な状況に陥っている。投資家は以下のような問題に直面している。

- 国債は、米国債やドイツ国債ですらも、果たして安全資産と言えるのか。
- 米国が金融市場を独占する時代は終わったのか。ドルは弱気相場の入り口にあるのか。マグニフィセント・セブンはこれまで極端に過剰評価されていたのか。
- 今やゴールドは高すぎるレベルにまで上がってしまったのか。

この最後の疑問に対し、普通ならば、今更ゴールドを買うのは遅すぎると考えるだろう。ゴールド価格はすでに上がりすぎで、これ以上上昇する可能性は少ないと。

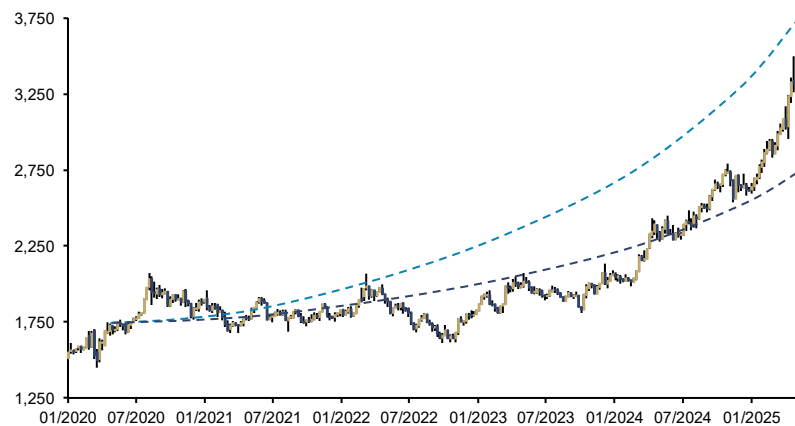
ゴールドの10年—後半の始まり



しかし、我々はこの普通の考え方にこそ疑問を提示したい。賢い戦略というのは、特に投資においては、本流に逆らうことだ。昨今のゴールドの強気相場は、我々が2020年度の『In Gold We Trust』レポート、『[The Dawning of a Golden Decade](#)』で既に予測した長期的な傾向だ。当時我々の考え方には懐疑的な意見が多く、マーケットの多数派からは酷評すらされた。ちょうど映画『マネー・ショート 〜』の2000年代半ばの主人公たちが同じ目にあったように。しかし、データは嘘をつかない。我々が「ゴールドの10年」を宣言して以来、ドル建てゴールド価格は92%上がり、ドルはゴールドに対してほとんど半分になっているではないか。

我々は、2020年のレポートの中で Incrementum Gold Price Model¹ に基づき、以下のような基本シナリオとインフレーションシナリオの二通りのゴールド価格の予想を提示した。今年初めからゴールド価格は強気相場の中でほぼインフレーションシナリオ通りに上昇している。

ドル建てゴールド価格<2020年1月から2025年4月>



出典: ロンドン証券取引所グループ(LSEG), Incrementum AG

新型コロナウイルス対策の第一回目のロックダウンが終わった2020年5月には、「ゴールドの10年」の最初の5年間の動きが、これほど激しくなるとは我々も予測できなかったが、2020年以前とそれ以降の政治経済を動かす人々の考え方や行動の変化を我々が分析した結果²からは、はっきりとしたゴールドの方向が見える。



¹ See "Quo vadis, aurum?," *In Gold We Trust* report 2020; we provide a comprehensive update of the *Incrementum Gold Price Model* in the chapter "1970s, 2000s, 2020s....: A déjà vu in two acts – Act Two" in this *In Gold We Trust* report.

² All previous 18 issues of the *In Gold We Trust* report can be found in our [archive](#).

従って「ゴールドの10年」の道なかばでこの方向性について考えを変える理由はない。ゴールドは、アセットアロケーションにおけるロナルド・クーマンなのだ。信頼におけるディフェンス力と高い戦略的なスキル、必要とあれば攻撃にも能力を発揮し、サッカー史上最もゴール獲得数の多いディフェンダーだったクーマン選手は、防御と攻撃という二面性の象徴だ。ゴールドはまさにこの二役をこなすー資産を守るディフェンスとしても、そして資産を増やすチャンスをもたらすオフェンスとしても。

The market is not a crystal ball, but a barometer.

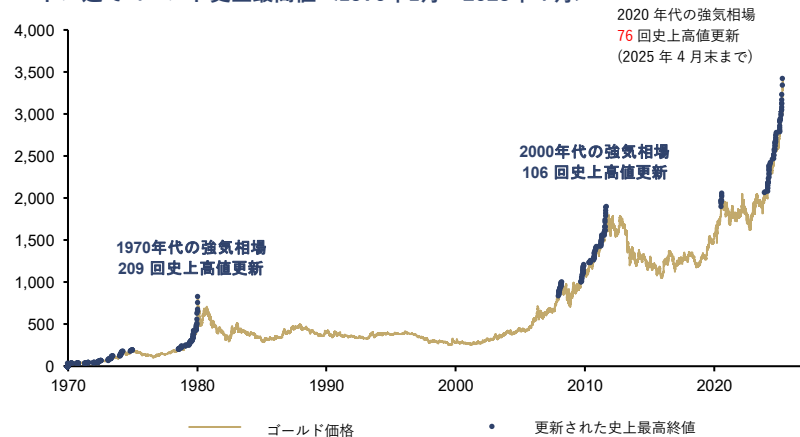
「マーケットは水晶玉ではなく、バロメーターだ。」

ジャーナリスト チャールズ・ダウ

我々は、今こそが長期的強気相場が徐々にメインストリームになりつつある時期だと考えている。強気相場の間の、いわゆる**ダウ理論**でいう3段階の2段階目となる追隨期だ。最も長期間続き、最も激しい動きを見せるこの時期は多くのメディアが楽観的な見方を取り上げるところに特徴がある。また同時に投機的な動きも増えて新しい金融商品が登場し、アナリストらは価格予測を引き上げる。今現在はこの段階にあり、この後は利食い期がやってくる。

ゴールド価格のこれまでの動きには目を見張るものがある。昨年は43回もドル建て史上高値が更新され、1979年の57回に次ぐ年となった。1972年と2011年の更新数38回がこれに続く。今年に入ってから、すでに4月30日の時点で22回、最高値が塗り替えられている。

ドル建てゴールド史上最高値 <1970年1月~2025年4月>



出典: 3Fourteen Research, ワールド・ゴールド・カウンシル, LSEG, Incrementum AG

If in doubt, flat out.

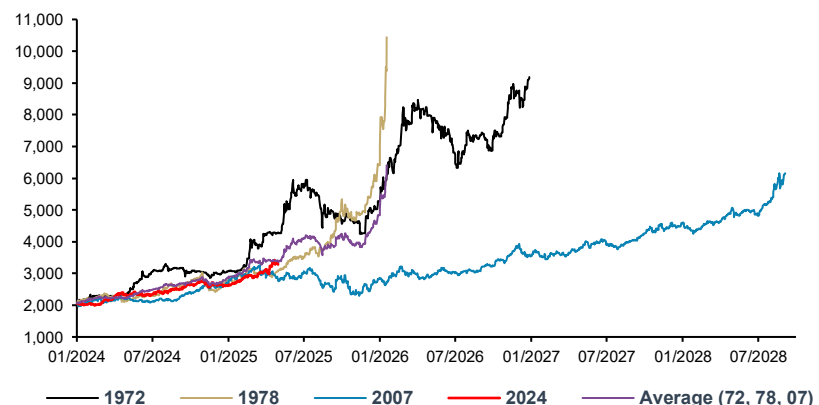
「わからなかったら、とにかく全速力だ。」

元ラードライバー

コリン・マクレ

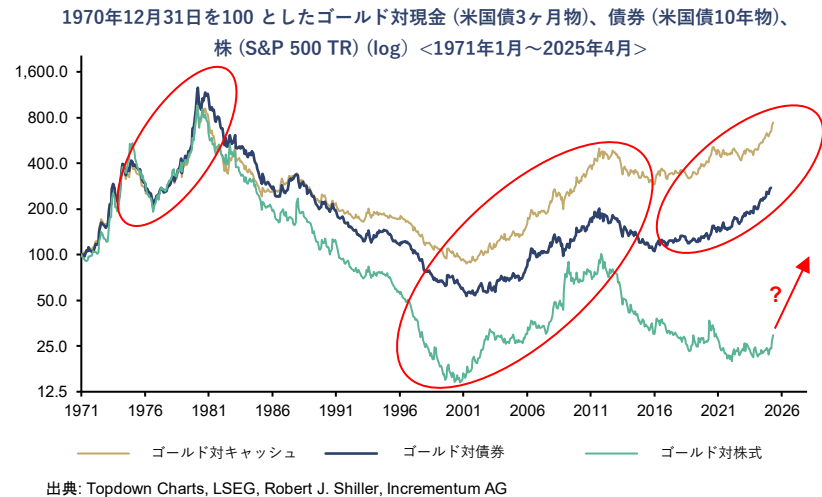
現在のゴールド価格の上昇ラリーは、何度も高値を更新し、3000ドルも突破など、一見すると驚異的だが、過去と比べると実際はそれほどでもない。

2024年1月1日を始点としたドル建てゴールド価格の高値更新の動きと2028年9月までの推測



出典: TheDailyGold, LSEG, Incrementum AG

ここ数ヶ月でゴールドは何度も高値を更新し、価格帯としては未知の領域に入って世間一般の間でも多くの注目を集めている。しかし、我々が注目するのは別のところで、**マーケットを深読みしている者ならば誰でも、ゴールドが相対的なテクニカルブレイクアウトをしたことに気づくはずだ。**特に株に対して相対的に強くなっている点で、新たな局面に入ったといえよう。



When gold goes, it really goes.

「ゴールドが上がる時は、それこそ本当に上がる。」

投資家 Jim Sinclair

こういったことを考えると、「ビッグロング」とは、すでにゴールドを保有している投資家にとっては保有を続けることが戦略的に懸命な選択あり、新たに参入する投資家にとっても参加することに意義があるということになる。ポートフォリオのゴールドの理想的な割合については色々な議論があるが、投資の主流派はゴールドにアロケーションをしたとしても常に一桁台を推薦し実行するにとどまる。この最大の理由は、ゴールドは金利を生まない資産だからだが、実際にはゴールドは株や債券など金利を生む資産のパフォーマンスを上回っており、特にマーケットの転換期にはそれが顕著であることはこれまでの歴史を見ればわかる。投資家は戦略的な**アセットアロケーション**においてこの点を考慮すべきなのだ³。

Do You Have Enough Non-Debt Money?

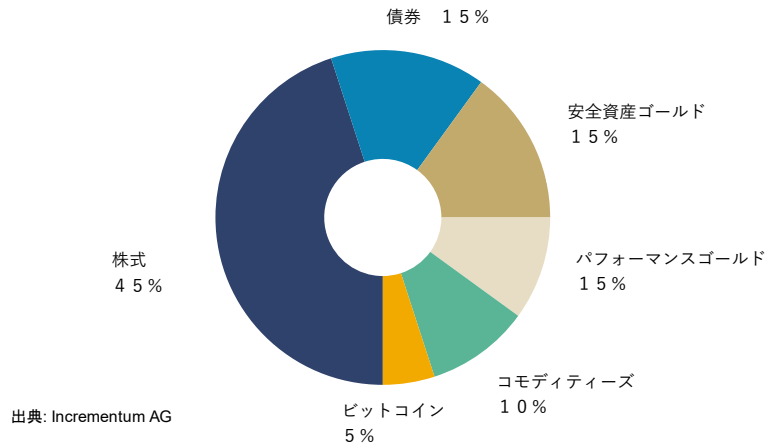
「返済しなくていい資産を十分持っていますか？」

投資家 レイ・ダリオ

ゴールドの具体的なアロケーションについては、**安全資産としてのゴールドと積極運用のゴールドを分けるのが良い**。「ビッグロング」とはこれから積極運用のゴールドに可能性があるということだが、シルバー、金鉱株、コモディティーも「ビッグロング」の有望なポートフォリオの一部だ。この点については、新しい60対40ポートフォリオとして、昨年「**新しいゴールドブレイブブック**」で紹介した。

³ Our thoughts on the optimal gold allocation can be found in "The Optimal Gold Allocation – How Much Gold Does Your Portfolio Need?", *In Gold We Trust Special*, August 2024.

新しい 60/40 ポートフォリオのサブカテゴリー



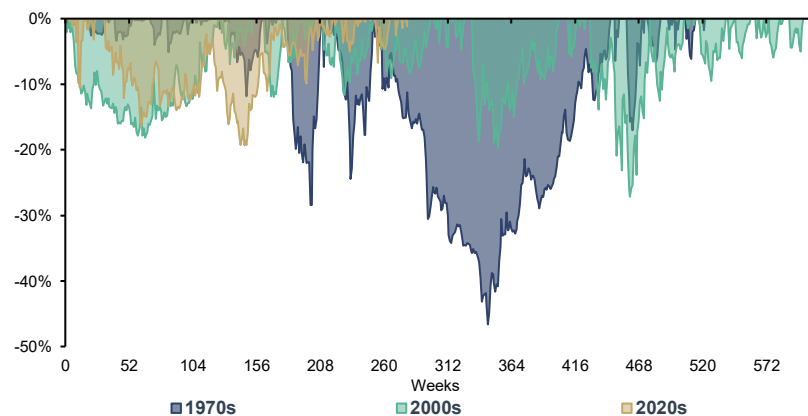
Volatility is the price you pay for performance. Corrections are not a failure of the system – they're part of it.

「ボラティリティーとはパフォーマンスの代償。価格調整はシステムが機能していないのではなくてシステムの一部なのだ。」

投資家 ハワード・マークス

我々は自信があるとはいえ、**長期的強気相場には当然後退局面もある**。過去の強気相場では 20%、30%、時には 40% の調整局面があったし、今年 4 月 2 日の「解放の日」には乱高下が続いた。が、ゴールドは素早く持ち直し数日後には史上高値更新をつけた。

強気相場でのゴールド下落の比較 <1969年12月～2025年4月>



The essence of investment management is the management of risks, not the management of returns.

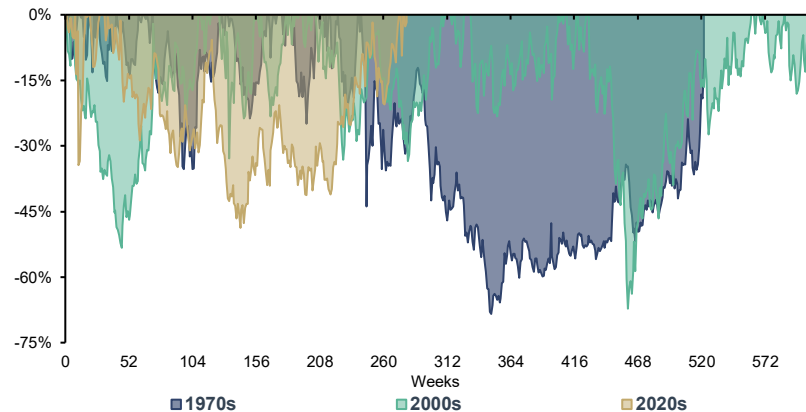
「投資管理の真髄はリスク管理であって、リターンを管理することではない。」

経済学者 ベンジャミン・グレアム

積極運用のゴールドの場合、次のチャートにあるようにシルバーや金鉱株同様に調整局面はより顕著になるため、注意深いリスク管理が必須だ。⁴

⁴ See chapter "Mining Stocks – Is It Time for Performance Gold?" in this *In Gold We Trust* report, presenting the *Incrementum Active Aulum Signal*. This proprietary signal supports the weightings of the *Incrementum Active Gold Fund*.

強気相場での金鉱株*の下落 の比較 <1969年12月～2025年4月>



出典: LSEG, Nick Laird, Incrementum AG

*BGMI は 1969年12月～1996年5月, HUI は1996年5月以降

Don't make the mistake of thinking that what's now happening is mostly about tariffs.

「今起こっていることは関税のことばかりだと思ってはいけない。」

投資家 レイ・ダリオ

I have a feeling in a few years people are going to be doing what they always do when the economy tanks. They will be blaming immigrants and poor people.

「あと何年かすれば、景気が悪くなった時にいつも言われることが出てくるだろう。全部、移民と貧しい人のせいだとね。」

投資家 スティーブ・アイズマン

Trump may be one of those figures in history who appears from time to time to mark the end of an era and to force it to give up its old pretenses.

「トランプは、時々歴史上に現れてそれまでの古い幻想を捨てさせて時代の終わりを象徴する、そういう人物かもしれない。」

元米国務長官 ヘンリー・キッシンジャー

トランプショックー 米国の経済・政治の路線変更

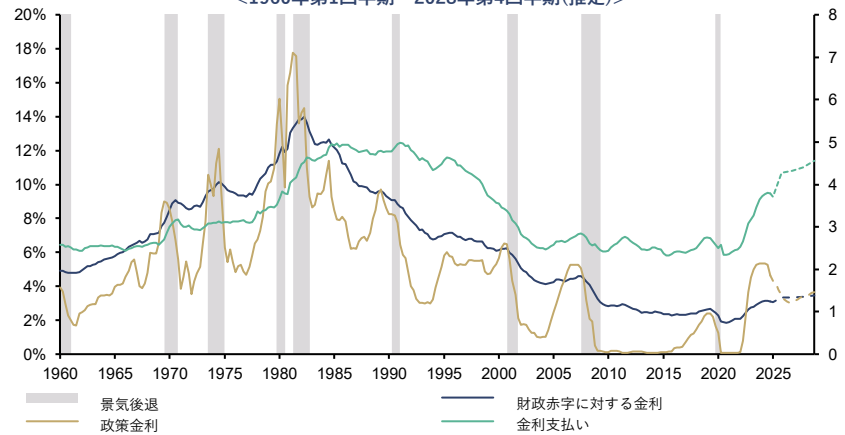
トランプ大統領がホワイトハウスに復帰して、米国と世界経済、世界の通貨秩序にまで及ぶ大規模な再編が始まり、わずか数週間で弱気相場が生まれた。たとえトランプ大統領の、時には混乱に満ち満ちた多くの政策がもたらす影響全てを予見することはできないにしても、今の状況はゴールドと「ビッグロング」には大いに有利だ。

米国の経済を根本的に改革しようとしているトランプ大統領の意図は世界経済に極めて重要な意味を持つ。大統領選挙に圧勝し、共和党が多数を占める上下院と最高裁で強大な政治的パワーを手にしたトランプ大統領の戦略を読み解くのは容易ではないが、彼が止めようとしている、あるいは方向転換させようとしているのは基本的に次の3つのことだ。

- － 増え続ける財政赤字
- － 貿易赤字の常態化とそれがもたらす米国の製造業離れ
- － 準備通貨としてのドルの地位にドル離れがもたらす脅威

貿易赤字、DOGE、デトックスー米国は緊縮へ向かうのか

自らを**借金王**と呼んでいたトランプ氏は、少なくとも表面的にはその名を返上しようだ。国家の安定を脅かしかねない財政赤字については、我々はこれまでも『In Gold We Trust』レポートにて何度も取り上げてきたが、トランプ政権の焦点でもある。年間1兆ドル以上の財政赤字に対する金利の支払いだけでも、米国の巨大な防衛予算以上を費やしていること自体、米国の深刻な状況を物語っている。

米国の財政赤字に対する金利と政策金利（左軸）、金利支払い（右軸）の GDP に対する割合
<1960年第1四半期～2028年第4四半期(推定)>

出典: 米国議会予算局(CBO), セントルイス連邦準備銀行, LSEG, Incrementum AG

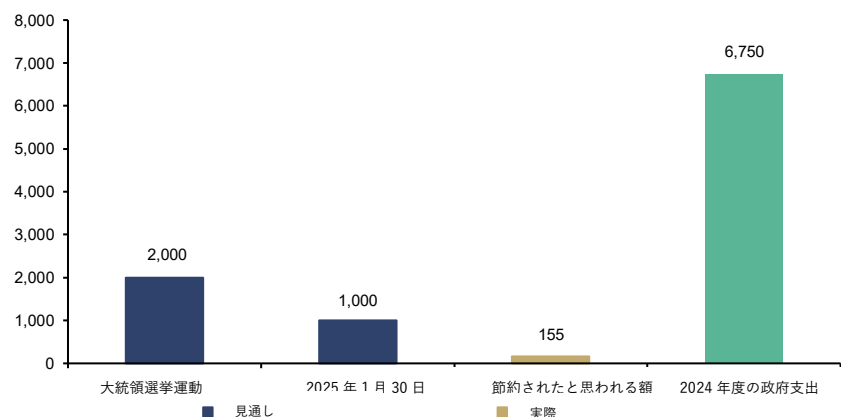
The moment your interest payments exceed tax revenue, your country officially becomes a Ponzi scheme.

「税収が利息の支払いを超えた段階で、その国は正式にポンジスキーム（投資詐欺）を運営していることになる。」

投資家 マイケル・バリー

財政赤字を解消するための手段の一つに連邦政府内の不効率な業務の洗い出しがある。政府効率化省(DOGE)は当初、政府予算の約15%に当たる1兆ドルを一年で節約することを目標に掲げ、これによって財政赤字が約半分に減らして、「3-3-3政策」に掲げられた目標の3%に引き下げるとした。マスク氏は、最近は節約可能額を大きく減らして1550億ドルとしているが、今のDOGEの活動を見ると長期で財政赤字の膨張を抑制できるのかどうかは不透明だ。

DOGE 予算節約の見通しと実際、連邦政府の支出（10億ドル単位）



出典: ニューヨークタイムズ紙, DOGE, Incrementum AG

*2025年4月30日現在のデータ

I've been on a diet for two weeks now – and the only thing I've lost is two weeks.

「ダイエットをして2週間経ったが、失ったのは2週間だけだ。」

俳優 グルーチョ・マルクス

トランプ政権は米国経済がデトックスの時期を経る景気後退期に進むことを容認しているにも見える。彼らの一連の考え方には、19世紀末～20世紀初頭にオーストリアで発展した経済学一派であるオーストリア学派に通じるものがある。実質的な価値は民間セクターが生み出すもので、膨張した政府の組織を縮小して企業資産を増やす、つまり断食によって内臓器官を強めて長期的には効率性をあげるというデトックスのように。

しかし、断食同様デトックスは楽しいものではない。苦痛、めまい、身体的な不快さ、ひどい空腹、すぐにでもやめたいくなる誘惑との戦いだ。重要なのは政府がデトックスの道を貫くかどうか、あるいは経済の停滞、マーケットの混乱や選挙での敗北が見え始めた途端に、方向を変えて借金による安易な資金調達に走るかという点だ。

It is tough for anyone to jump into Donald Trump's head, but if he is at all consistent it is in his inconsistency.

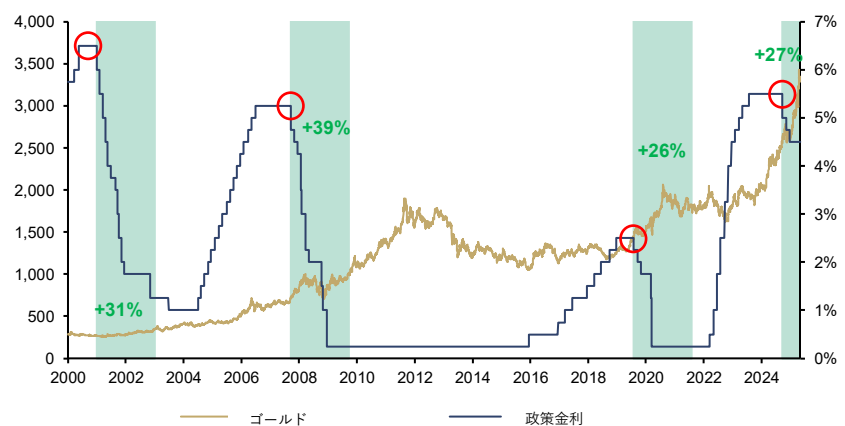
「ドナルド・トランプの考えていることを探るのは容易ではないが、彼の首尾一貫しているところは一貫性のないことだ。」

エコノミスト Dave Rosenberg

アトランタ連邦準備銀行の **GDNow** によると デトックス期を伴う景気後退はすでに起きている。GDP の数値は、ゴールド輸入の増加と「解放の日」を前にした前倒し輸入によって歪曲されているものの、そういった特殊な要因を調整した後の指標を見ると、米国経済は既にマイナス圏に入っている。景気後退はネガティブな現象ではあるが、我々の直近の分析によると米国の不景気はゴールド価格には追い風になる傾向がある。⁵

この傾向が続けば、金融政策の積極的な緩和を促すよう FRB に対する圧力が大幅に強まるだろう。従って現在予測されている以上の金利引き下げが行われるかもしれない。下図は第一回目の利下げ以降の 24 ヶ月間でゴールド価格が大きく上昇したデータだが、短期間に複数回の利下げが行われる、あるいは 0.5 % 以上の利上げがあれば、ゴールド価格には有利になるだろう。

ドル建てゴールド価格(左軸)と政策金利(右軸) <2000年1月~2025年4月>



出典: LSEG, Incrementum AG

Stablecoins could represent hundreds of billions, if not trillions, of natural demand for US government debt.

「ステーブルコインは米国債に代わる数千億、あるいは数兆ドル規模の需要になり得る。」

Nic Carter

米国は財政赤字を軽減するためには、通常の歳出削減策だけでなく、今までにない手段も活用しようとしている。例えば 経済学者のゾルダン・ポザール氏⁶ とスティーブン・ミラン氏らが提唱する政策だ。ミラン氏は「**A User's Guide to Restructuring the Global Trading System**」にて、米国の同盟国は 50 年、あるいは 100 年の超長期国債を購入し、FRB はユーロとドル通貨システムにおける流動性を確保するためにドルのスワップラインを提供すべきであるとしている。^{7,8}

さらに、関税なしで米国市場にアクセスできる権利と米軍による安全保障は、米政府の長期的な資金調達ニーズを確保できるかどうかにより左右されるようになり、その結果、アメリカの地政学的勢力圏に統合される国が増えてドル化が加速する。

When you're out of carrots, reach for the stick.

「飴がなくなれば鞭がある。」

投資アドバイザー Grant Williams

トランプ政権はまた、中央銀行によるデジタル通貨 (CBDC) の導入にも反対の立場で、政府機関による国内のデジタル通貨の設立・発行・促進を禁止する **大統領令 14178** 号に署名した。その代わりに、民間セクターによるデジタル金融技術、特にドルベースのステーブルコインを推進している。

この戦略はイデオロギーに則っているだけでなく金融戦略でもある。Tether や Circle などステーブルコインの発行企業は、今や 1200 億ドル以上の米国債を保有する最大保有機関の一角で、しかもその保有高は短期間のうちに急増した。

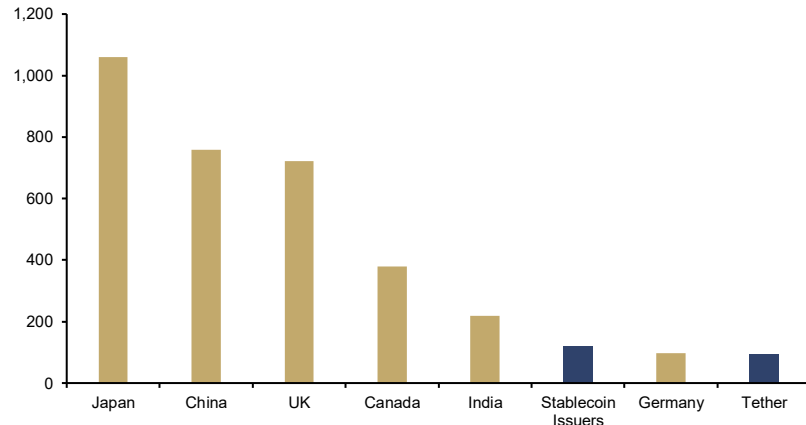
⁵ See the *Incrementum Recession Phase Model* in "The Showdown in Monetary Policy," *In Gold We Trust* report 2023 and "Portfolio Characteristics: Gold as Equity Diversifier in Recessions," *In Gold We Trust* report 2019

⁶ See "Exclusive Interview with Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order," *In Gold We Trust* report 2023

⁷ See "How Bankers Turned Money into 'Σ 0 ∞ € ¥,'" *In Gold We Trust* report 2021

⁸ See Stöferle, Ronald (@RonStoeflerle): "THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System' is probably the most important paper you've never heard of!...", X, March 2025

2024年12月時点の米国債の主な保有者



出典: 米財務省, Incrementum AG

貿易政策を通じた産業政策 — 米国の再工業化か

経済再編のもう一つの面は貿易関係の矯正だ。トランプ大統領には、膨大な構造的貿易赤字は他の国々が米国を食っている証拠と映っている。4月2日を「解放の日」と称して新たな関税政策を発表したが、**当初の計算**によると、米国の平均関税は約30%となり、第一次世界大戦と第二次世界大戦の間の1930年にスムート・ホーリー関税法で定められた20%より高い水準になる。

The Trump administration's stance has evolved from an all-out trade war against everyone, to a concentrated trade war against China.

「トランプ政権の狙いは全面的な貿易戦争から、対中国貿易戦争へと変わった。」

エコノミスト Louis-Vincent Gave

1930年代当時は同法律に対して世界各国が報復関税で応酬したため、世界貿易が大きく縮小し、1929年の株式市場の大暴落による大恐慌を深刻化させた。1929年と1933年の間に米国の輸入はマイナス66%、輸出はマイナス61%と落ち込み、保護主義的政策が経済を停滞させることは明らかだ。当時とは比べものにならないくらいに世界のサプライチェーンの相互依存の度合いが高い今日のリスクは、さらに大きい。現代の製造業では部品や機械、半加工製品などが国境を跨いで行き交う。関税は産業の保護どころか打撃に、貿易障壁は保護しようとしている産業そのものに打撃を与えるのだ。**米国の製造業の3分の2は輸入に依存しているため、関税によってコストが上がってサプライチェーンの中断が起こるだろう。**1930年代と違って相互依存度の高い今日の経済社会では保護主義的政策は貿易にマイナスだけでなく、世界的な生産ネットワークに弊害が拡散することになる。

中国との貿易戦争が過熱する中、本稿執筆時点では各国に貸された10%の基本関税を除き90日間の相互関税停止期間中だが、これも交渉の材料だ。**これまでの貿易合意の平均交渉期間は18ヶ月**であることを考えると、この短期間でどれだけ多くの国と合意に至るだろうか。

If you sit by the river long enough, the bodies of your enemies will float by.

「川のほとりに静かに座っていれば、やがて敵の死体が流れてくるのを見ることになる。」

老子

OECD のデータによると米国は、中国の米国輸入依存度の3倍も、中国からの輸入に依存している。中国の製造業の規模が米国の3倍あることを考えると当然だ。**つまりこの貿易戦争に限れば中国の方が有利なように見える。**

こういった全ての政策は短中期で米国の GDP に打撃を与えるだろう。トランプ大統領は自らの政策が米国の再工業化を進めると考えているようだ。それにはドル安が貢献するだろうが、しかし同時に、世界の準備通貨であり、貿易通貨、基軸通貨でもあるドルの地位は守らなければならない。トランプ大統領は、貿易通貨としてのドルを置き換えようとする国に対して、100%の関税を課すと繰り返し脅している。

We are going to require a commitment from these seemingly hostile countries that they will neither create a new BRICS Currency, nor back any other Currency to replace the mighty U.S. Dollar or, they will face 100% Tariffs.

「BRICS 諸国は我々に逆らって、ドルの代わりに新しい BRICS 通貨を創設したり他国の通貨を支持したりしないという確約をしなければ、100%関税を課す。」

米大統領 ドナルド・トランプ

Because of the self-confidence with which he had spoken, no one could tell whether what he said was very clever or very stupid.

「彼はあまりに自信満々に話したため、それが非常に賢明なことなのか、あるいは非常に愚かなことなのか、誰にも判断がつかなかった。」

レフ・トルストイ『戦争と平和』より

The world's monetary system is built on a contradiction, exposed by Triffin, that will ultimately lead to collapse unless reformed.

「世界の通貨システムはトリフィンが解明したように矛盾の上に成り立っており、改善されなければいずれ崩壊する。」

経済学者 ジャック・リュエフ

安いドルと準備通貨としての地位の保持という組み合わせは、まるで「温かいアイスキャンディー」や「丸いものを四角に」のような矛盾に満ちた願望とも言える。しかし、トランプ大統領が2度目の大統領選に勝利した時点の米国経済は、第一回目の当選時よりも遥かに悪化していたのだ。

第一次・第二次トランプ政権における米国マクロ経済とマーケットの環境の比較

Macro	Trump I (Nov. 2016)	Trump II (Nov. 2024)
US Output Gap	Negative	Positive
Primary Balance, % of GDP	-0.9	-3.3
Budget Balance, % of GDP	-2.7	-6.4
Core PCE	1.7	2.7
Net International Investment Position, % of GDP	-44%	-80%
Markets		
DXY	97.86	103.42
Gold, in USD	1,275.64	2,743.60
S&P 500	2,139.60	5,782.80
S&P 500 Forward PE Ratio	17x	22x
S&P 500 vs. 200 Week Moving Average	8% Above	27% Above
Investment Grade Corporate Bond Spread	135bps	82bps
10 Year TIPS Yield	0%	2%
Bond/Equity Correlation	Negative	Positive

出典: Ruffer, LSEG, Incentum AG

再ドル化か、脱ドル化か

ドルの将来的な地位には不確定要素が多い。1980年代のプラザ合意⁹のように主要通貨に対してドル高を是正しようとする動きが、トランプ大統領の別荘の名称をとって「マールアラゴ合意」として取り沙汰されている。トランプ大統領と閣僚の間では、米国の産業力の低下の大きな理由が高いドルにあることで一致しているが、しかし、経済学的には賛否両論のところだろう。

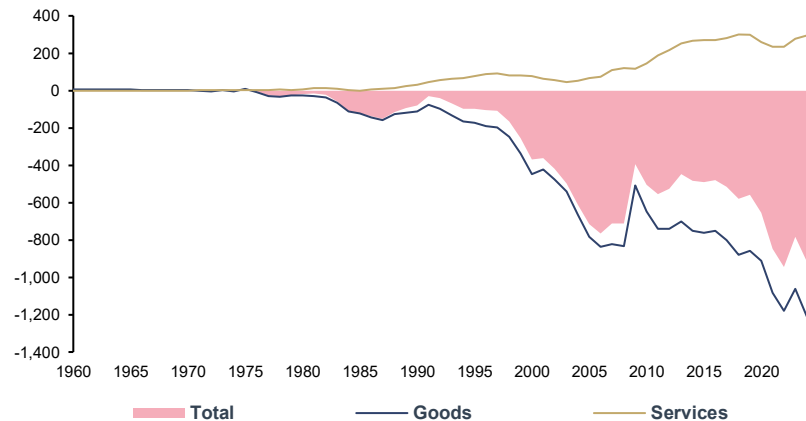
この議論の根底にあるのは構造的なジレンマだ。FRB や IMF で活躍した経済学者ロバート・トリフィン⁹は1960年代に、自国の通貨が準備通貨である国は、国として目指す短期目標と長期目標が相容れない状態に陥ると指摘した。つまり理想的な準備通貨が持つ以下のような二つの特徴は矛盾し、それがトリフィンのジレンマと言われている。

- － 安定性: 通貨の安定性は発行国の経常収支が均衡してこそ維持できる。
- － 準備通貨の十分な国際的供給: 準備通貨の発行国は、通貨の国際的な需要を満たさなければならないため経常収支がマイナスになる。

長い目で見れば、準備通貨の地位にあることは恩恵でもあり呪いでもある。自国が生産する以上のものを消費でき、自国以外の通貨の価値が下がってインフレになるという意味では恩恵だ。

⁹ See "History Does (Not) Repeat Itself – Plaza Accord 2.0?," In Gold We Trust report 2019

米国の経常収支<1960年～2024年>



出典: 米国務省経済分析局, Incrementum AG

Capital export is the result of differences in time preference between nations.

「資本の輸出は国家間の時間選考の違いの結果である。」

経済学者 オイゲン・フォン・ベーム＝バヴェルク

しかし、慢性的な経常赤字は産業の空洞化を引き起こし、いずれ準備通貨に対する信頼を損なうという意味では呪いとなる。世界の金融システムは米ドルに対して常に高い流動性を求め、同時に米経済の基礎は弱体化へ向かうのだ。

トリフィンのジレンマの解決策

- ユーロや中国元などの多元的準備通貨: このアプローチは準備通貨の矛盾を解決するわけではないが、準備通貨にかかるプレッシャーを複数の通貨に分散できる。さらに自国の通貨価値が上がってしまうのを避けるために、複数の国が慢性的に経常赤字を抱える必要がある。
- 国際準備通貨 (特別引出権 SDR): この構想はジョン・M・ケアンズらが第二次世界大戦後の国際通貨制度再編のためにバンコールという名称で提案した。準備通貨を通じた各国の経常収支から独立した国際的流動性の供給が実現するが、各国間の密な協力体制が必要だ。
- 中立的準備資産: 準備通貨の矛盾はゴールドやビットコインのような中立的な資産のみが解決し維持できる。そのような資産はインフレの影響を受けず、カウンターパーティーリスクもなく十分に厚みのあるマーケットが存在しなければならないが、現在それに当てはまる資産はゴールドしか存在しない。

トリフィンのジレンマをめぐる議論は非常に意見が分かれている。懐疑派は、経常赤字は国外からの高い信頼を意味し、必ずしもネガティブなことではないとする。オーストリア経済学派のオイゲン・フォン・ベーム＝バヴェルクはかつて、資本収支が経常収支を支配するとも主張していた。経常赤字が大きいということは資本の流入が大きい結果であり、その国や地域が投資先として魅力がある証拠であるとも解釈できる。

世界の準備通貨を発行する国は経常赤字を抱える必要があるという考えにも異論がある。準備通貨の発行国は流通させた追加的な通貨を輸入に使わなければならないということではなく、その代わりに外国証券を購入することもできるし、自国通貨を大幅に切り上げることもできる。かつてのドイツマルク圏では、強い通貨によって競争力を失うリスクを補うために、生産性の向上や技術革新を常に行う必要がある構造になっていたため、通貨の強さは経済的成功の前提条件とされていた。

トランプ政権の関税政策に対して、古典的自由主義経済学者らは、不均衡の真の原因は膨張した財政赤字にあり、関税はあくまで悪化した症状に対する応急処置にすぎ

I always say 'tariffs' is the most beautiful word to me in the dictionary.

「私にとって辞書の中で一番美しい言葉は関税だといつも思ってきた。」

米大統領 ドナルド・トランプ

米ドルの価値がさらに急速に下がれば、ゴールドの強気相場には大きな弾みになるかもしれない。過去 2 回の長期強気相場で史上高値をつけた 1980 年と 2011 年の様々な主要数値と現在の数値を比較すると、我々が主張する「ビッグロング」のテーマが浮かび上がる。現在、99.3 ポイントと目立って高いドルインデックスは、最後の長期強気相場の時の値を大きく上回っており、ゴールド価格はまだ上がる余地がある。

ゴールドが過去最高値をつけた 1980 年・2011 年と現在の、マクロ経済とマーケットの主要数値の比較

	1980	2011	Current
Gold Price in USD	835	1,900	3,288
Monetary Base in USD bn	157	2,637	5,775
M2 Supply in USD bn	1,483	9,526	21,763
US Federal Debt in USD bn	863	14,790	36,215
GDP per Capita	12,303	50,056	87,759
US Median House Price in USD	63,700	228,100	416,900
S&P 500	111	1,174	5,569
USD Index	86.1	75.2	99.3

出典: treasury.gov, セントルイス連邦準備銀行, LSEG (2024 年 4 月 30 日現在), Incrementum AG

The next 1971 is coming.

「次の 1971 年がやってくる」

投資家 チャーリー・モリス

コントロールしつつドル安に導くというのは、トランプ大統領の大きな関心事項の一つであることは間違いない。しかし、ドルを人為的に弱めて国内に製造業を呼び戻そうというのは重大な過ちだ。通貨の切り下げは産業の構造的な問題の解決にはならず、それどころかインフレになって輸入コストが上がり、国内・国外ともに賃金と貯蓄の購買力を弱めて、米経済の要である国内消費を抑えてしまう。

My philosophy, Mr. President, is that all foreigners are out to screw us and it's our job to screw them first.

「ニクソン大統領、外国人はこぞってアメリカを出し抜こうとしている。だから我々が先に彼らを出し抜くべきなのだというのが私の持論です。」

ニクソン政権時の財務長官

ジョン・コナリーがニクソン大統領に言った言葉

通貨が強いとは国際的な信頼が高いということだ。意図的にドルを切り下げれば、インフラや生産能力を増強し、技術的リーダーシップを確立するために必要な投資を取り逃がしてしまう。弱いドルがもたらす表面的な利点に頼るよりも、米国に必要なのは、財政規律の維持、官僚組織の簡素化、イノベーションによって新しい産業を生み出し、同時に既存の産業も強化できるような経済政策、ドル建て債券を保有する外国人を含む投資家の資産が目減りすることなく、通貨切り下げ競争によって今まで築いた繁栄をリスクに晒すようなことない政策なのだ。もしも通貨安定策が国家の経済的成功の秘訣ならば、今ごろスイスではなくジンバブエが世界のトップになっているはずだ。

¹⁰ See chapter "Dollar Milkshake Meets Golden Anchor: Mar-a-Lago and the New Economic Order" in this *In Gold We Trust* report

ドルインデックス <2000年1月～2025年4月>



Neronulus Trump succeeded in doing something no world event, no tension, no pandemic, no risk managed to do since Bretton Woods: the replacement the dollar as reserve currency with GOLD.

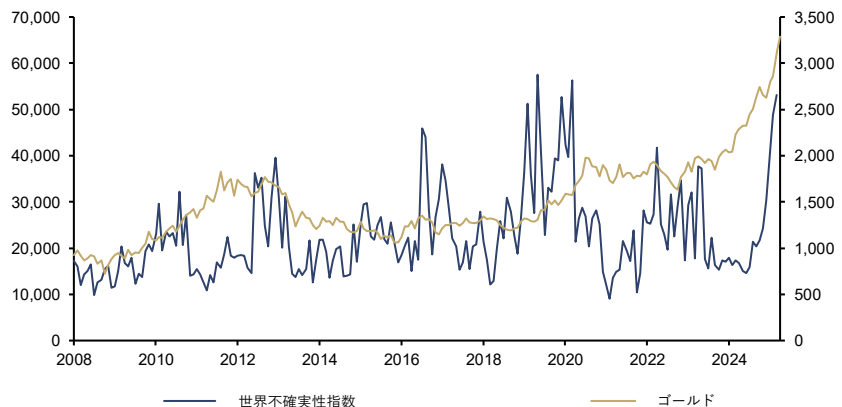
「ネロ皇帝気取りのトランプは今までブレトン・ウッズ体制確立以後に、どんな大事件も紛争もパンデミックがあっても起きなかったこと、どんなにリスク管理を完璧にしていたとしてもできなかったことをやってしまった。つまりドルの代わりにゴールドを準備通貨にするということ。」

作家 ナシーム・タレブ

We are surrounded by reality.
「我々は現実には囲まれている。」
政治家 ロバート・ハーベック

方向性のない米国の通貨政策からトリフィンのジレンマやドル切り下げの可能性まで、こういった事柄が大きな不確実性を生み出している。1971年のニクソンショックではそれまでの通貨制度が一変してひっくり返され、新しい変動相場制が確立されるまでに何年もかかった。国際的な経済活動においては信頼こそが通貨の価値であり、それなしには国際市場での国家の成功はあり得ない。信頼失墜のコストは決して過小評価されるべきではない。¹¹ 2025年の春、ゴールドは、再び地政学的不安と経済混乱の中で信頼できるヘッジとしての役割を持っていることを証明した。ゴールドは昔も今も、安定した拠り所なのだ。

世界不確実性指数(左軸)とドル建てゴールド価格(右軸) <2008年1月～2025年4月>



特に米国債やドイツ国債など従来の安全資産の信頼が落ちてその機能を失いつつあるなかで、ゴールドは長期的投資戦略の中心に再び咲いている。

一方の欧州では通貨環境が急速に変化

ワシントンでは今まで聞いたこともない金融の常識がまかり通っている一方で、ドイツの次期首相候補とされるキリスト教民主同盟(CDU)のフリードリヒ・メルツ氏は“*Whatever it takes!*—何があんでも”と言い切ったスピーチで180度方向転換を宣言し、国内の有権者の反発を受けている。メルツ氏はGDP 1%を超える分の防衛支出は

¹¹ See "Gold in the age of trust erosion", In Gold We Trust report 2019

If truth is the first casualty in wars, bonds usually come a close second.

「戦争で最初に犠牲になるのが真実ならば、普通それにすぐ続くのは債券だ。」

エコノミスト Luke Gromen

Sugar highs fade. Eventually, people will scrutinize the results and question these countries' repayment ability. With German exceptionalism gone, no euro area nation is big enough to shoulder the burden.

「興奮状態（景気刺激策）は長く続かない。財政政策の結果がそのうち明らかになれば、これらの国々の返済能力には疑問符がつくだろう。例外的な存在だったドイツの優越性が失われた今、ユーロ圏諸国にその重荷を支えられる国はない。」

エコノミスト Fabian Wintersberger

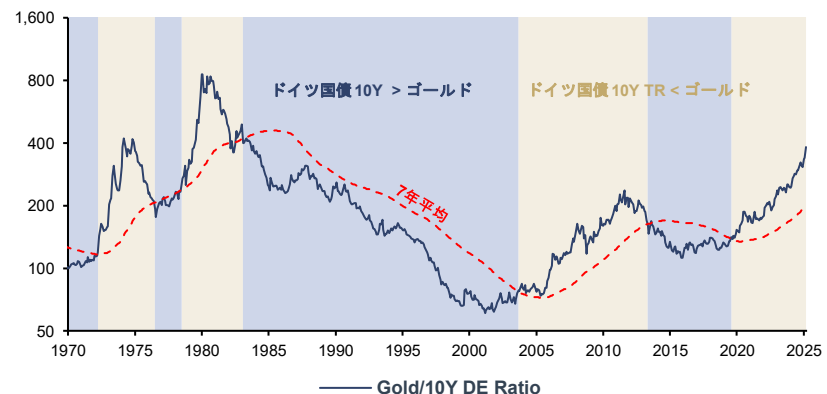
債務ブレーキルールの例外とする案を提案し、さらに、インフラ整備や気候変動対策のために特別予算として国債による資金を5000億ユーロ計上する。これにより、ドイツの債務はGDPの60%から、90%に増える予測だ。

これはドイツにとって歴史的な出来事だ。保守政党キリスト教民主同盟とキリスト教社会同盟(CSU)のもと、保守的な財政規律が正式に放棄されたことになる。コロナ禍をきっかけにすでに兆候が現れ、我々が2021年度の『In Gold We Trust』でも **monetary climate change**（金融の気候変動）としてきた状況が一步新たな段階に進んだといえる。ドイツが財政規律の優等生の地位を脱ぎ捨てたことで、フランスなど支出志向の強いユーロ圏の他の国々も、寛容な財政政策を制約なく実行する時が来たと解釈するだろう。

今回の発表を受けてドイツ国債の利回りは35年ぶりに大きな変動を記録し、ユーロ圏では究極のリスクフリー投資と見られていたドイツ国債はこの政策変化に如実に反応した。しかし、財政赤字がドイツよりも多いフランスやイタリアなどの国債利回りも同時に上昇したため、これらの国々にとっては頭の痛い問題となった。

半世紀以上もの間、国際金融市場ではドイツ国債はカウンターパーティーリスクゼロと確信されていた。特に2000年代半ばから2008年の世界金融危機までの「大いなる安定期」の間、ドイツ国債のパフォーマンスはゴールドを上回っていた。しかし2002年頃には少しずつ変わり始め、2020年以降はゴールドが有利に転じた。インフレの再来がもたらすリスクに加え、シュワーベンの主婦の終焉[倅約家で知られる南ドイツ地方の主婦がうまく家計を切り盛りする喩え一堅実だったメルケル前首相とその政治手腕を表す：訳者注]とともに浮上してきたのがカウンターパーティーリスクだ。国債の評価において、中期的には久しぶりにこの信用リスク要因が再び認識される可能性がある。

ゴールド価格とドイツ国債10年物のレシオ <1970年1月~2025年4月>



出典: Gavekal Research, LSEG, Incrementum AG ゴールド・ドイツ国債10年物レシオ

著名エコノミスト Louis-Vincent Gave 氏は、長い間ドイツと米国の国債は最強のアセットクラスだったが、もはや黄金時代は終わったとしている。今や、多くのポートフォリオはまるで、ジネディーヌ・ジダンが引退した後のフランスのサッカーナショナルチーム同様、司令塔を失ったかのようだ。新しくチームを立て直すスター選手が必要だ。ゴールドはすでにベンチで待っており、すぐにでもその役割を果たすことができるだろう。ピッチに立てば試合の流れを変えることができる若きキリアン・エムベペ選手のように。

トランプショックで浮上するゴールドの新たなプレーブック

2024年度の『In Gold We Trust』の中心テーマ、「**The New Gold Playbook—ゴールドの新しいプレーブック**」とは、変容を遂げたゴールドの投資環境についてだった。過去12ヶ月の動きを見ると、我々が昨年指摘した変化は確実に現実のものになっている。

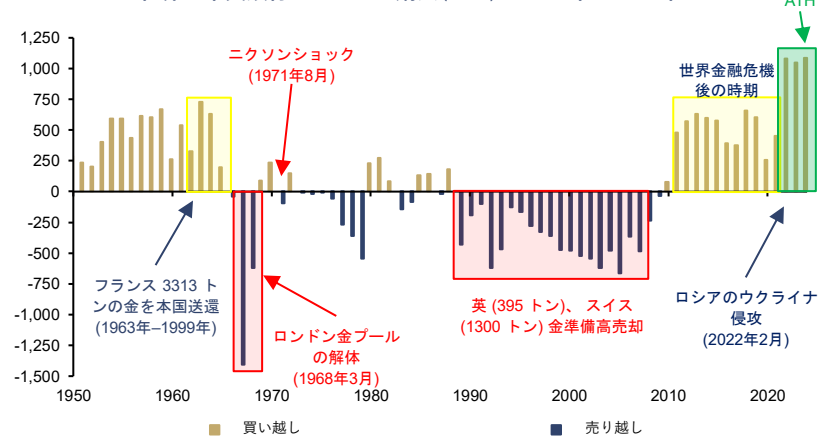
Scoring three goals is just Zlatan being Zlatan.

「3ゴールを決めるのは、ズラタンにとっては普通のことさ。」

元プロサッカー選手 **ズラタン・イブラヒモビッチ**

「ビッグロング」の大きな土台は中央銀行の強いゴールド需要が衰えないことにある。中央銀行は2009年来買い越しで、2022年2月にロシアの資金が凍結されてからはさらにその傾向が強まった。中央銀行はここ3年間、連続して1000トン以上のゴールドを買っているのだ。

世界の中央銀行のゴールド購入(トン) <1950年~2024年>



出典: ワールド・ゴールド・カウンシル, Incrementum AG

Poland has been the most heroic country in the world, with the worst luck.

「ポーランドは世界で最も勇敢な国でありながら、最悪の運命に見舞われてきた。」

ウィンストン・チャーチル

購入のほとんどはアジアの中央銀行だが、2024年はポーランドがトップだった。地政学的リスクを動機としてゴールドの購入を増やす背景には、欧米の既存の金融システムに対する不信感と、新興国マーケットが経済的に重要になっていることがある。

ゴールドを支えるのは中央銀行だけではない。長い間貴金属投資から遠ざかっていた欧米でも多くの投資家が再び投資のチャンスを伺っている。2024年は欧米以外でETF需要が増え、2025年の第1四半期からは欧米でも増え始めた。北米の強い需要はゴールドの機会に乗り遅れたくない投資家が支えている。ゴールドETFの強い需要はゴールドの強気相場を支え続ける大きな背景となるだろう。

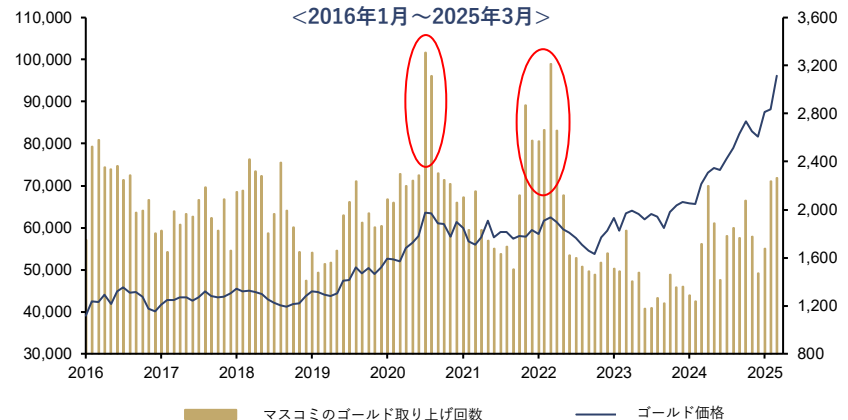
ゴールド ETF 残高 (左軸・トン) と ドル建てゴールド価格 (右軸) <2006年1月~2025年3月>



出典: ワールド・ゴールド・カウンシル, Incrementum AG

現在メディアは、2020年にゴールドが10年ぶりに史上最高値をつけた時ほどにはゴールドを熱心に取り上げておらず、過去数四半期にわたって高値更新をしたにも関わらず、ゴールド市場はそれほど浮き足立っていないようだ。

マスコミのゴールド取り上げ回数(左軸)とドル建てゴールド価格(右軸)
<2016年1月~2025年3月>



出典: ワールド・ゴールド・カウンシル, ブルームバーグ, LSEG, Incrementum AG

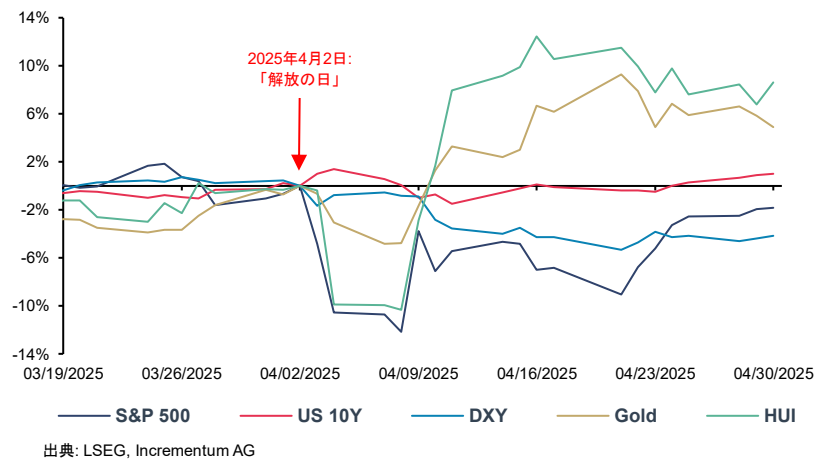
A haven for pirates is but a trap for the unwary.

「海賊にとっての楽園も、油断ある者にはただの罠。」

海賊 ウィリアム・ダンビア

トランプ大統領の「解放の日」以来の金融市場は、我々が提唱している「ビッグロング」をサポートしている。今までリスクオフ相場で下落することは今まであまりなかったドルが下がり、その上債券と株式も同時に下がった。この傾向は新興国市場ではよく見られるが、世界の金融市場で最も安全とされる米市場ではなかった。この結果多くの投資家、特に海外の投資家は安全資産に逃避する代わりに、米国市場から撤退してしまった。これほどの大きなショックの後にどれだけの投資家が自発的に米国市場に戻るだろうか。

2024年4月2日を100とした様々な資産(ドル)の動き <2025年3月～4月>



Harmony is built on trust, and occasional disagreements can only be resolved peacefully provided there is trust. But when trust is gone, everything is gone.

「調和とは信頼の上に築かれるもので、意見の相違があっても信頼関係があれば平和に解決できる。しかし、信頼関係がなくなれば、全てが失われる。」

エコノミスト ゴルタン・ポズサー

The Golden Rule of Negotiating and Success: He who has the Gold makes the rules. Thank You!

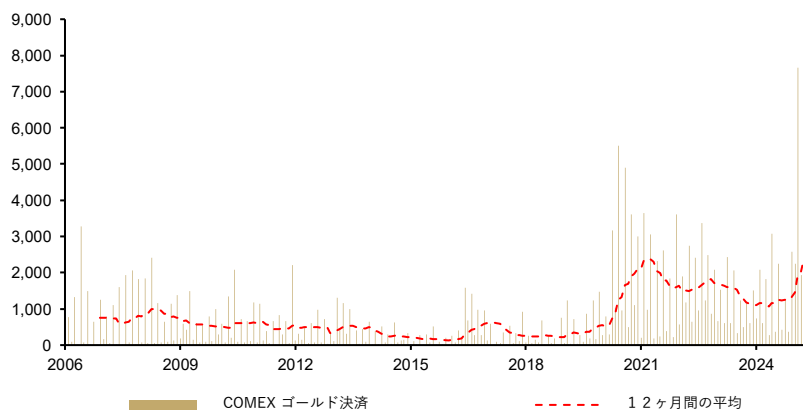
「交渉と成功の黄金律は、金を持つ者がルールを作ることだ！」

米大統領 ドナルド・トランプ

現物を求めてーロンドンからニューヨークへ動く安全資産のゴールド

米国市場に対する信頼低下は、現物ゴールドに対する需要、特に安全資産ゴールドを求める長期投資家の需要増加という動きにも現れている。先物市場の決済に使われる現物は2020年から増えているが、その多くは富裕層の資産管理会社、裕福な個人投資家や公的機関で、こういった投資家や投資会社は金融システムにあまり信頼をおいていなく、システム上のみ存在する資産よりも、価格が高くて現物を好む傾向がある。

COMEX ゴールド決済(1000koz) <2000年1月～2025年4月>

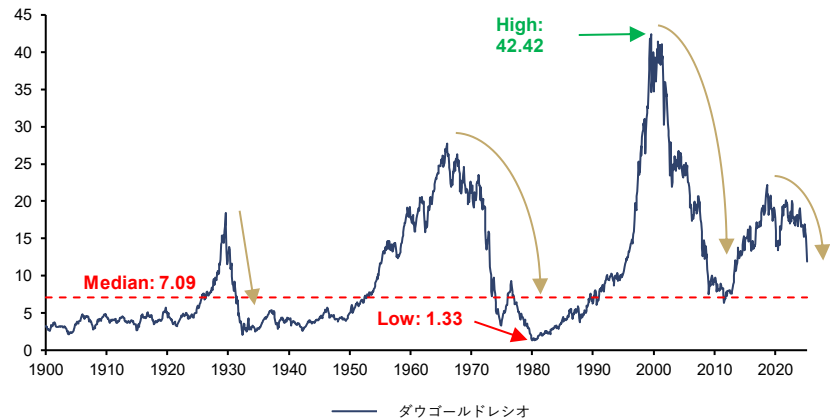


金融サービス会社 StoneX の CEO、Philip Smith 氏によると「解放の日」に先立って、2000トンを超える大量のゴールドがロンドンからニューヨークに移動した。これは COMEX の先物価格が LBMA のスポット価格よりも最高で68ドルも高いという異常な事態となったためで、ブロンクスは大量の現物デリバリーを余儀なくされた。同時に LBMA のゴールド在庫は2024年10月と今年3月の間に267.5トンも減り、COMEX の在庫は4月初めには1399.5トンになって過去最高となった。

ゴールドは新たなアウトパフォーマーになるか

ゴールドは債券に対しては比較的強く、そして株式に対しては強くなった今、多くの投資家の関心は一層ゴールドに集まるだろう。ダウゴールドレシオの長期的な動きを見ると、1930年代、1970年代、2000年代の過去3度の下落局面でのレシオの動きは、常にゴールド価格は大きく上がり、同時に米国株式は停滞というパターンだった。今のダウゴールドレシオは11.91で、過去の中央値7.09を大きく上回っている。つまりゴールドは米国株式よりも魅力的な価値があることを表している。

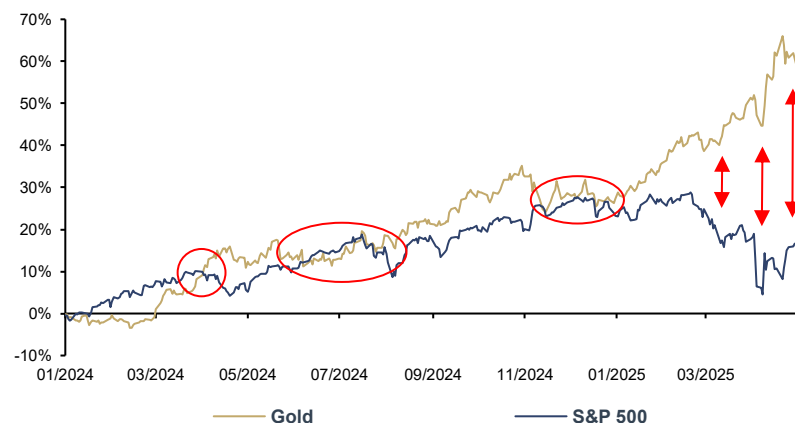
ダウゴールドレシオ <1900年1月～2025年4月>



出典: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

今年初めからゴールド価格と S&P 500 の差が広がっているのも根本的な変化だ。米国市場から安全資産のゴールドに流れる資金は増えているが、欧州市場といくつかの新興国市場に流れる資金も増えている。もしこのトレンドが続けば、資金が流入するセクターと地域が変わっているという証となり、世界の投資戦略及びマクロ経済にとっては想像できないくらい大きな変化となる可能性がある。

2024年1月1日を100とした2025年4月までのゴールドと S&P 500の動き (ドル)

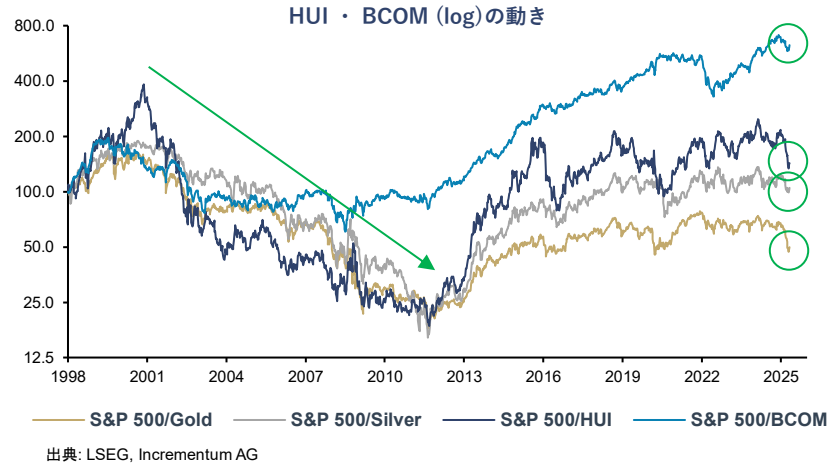


出典: LSEG, Incrementum AG

S&P 500 と、ゴールド・シルバー・鉱山株 (HUI)・コモディティ（ブルームバーグ商品指数 BCOM）との相対的なパフォーマンスを比較すると、ここにも変化がある。シルバーと金鉱株がゴールドに対して相対的に強くなる時は、周期的な転換点で、S&P 500 が持続的に下限を超えて下がるようであれば、資金の流れに大きな変化が生じている証拠と言えるだろう。

つまり、かつては圧倒的に人気があって広く保有されていたセクターから、過去10年ほど影を潜めていた積極運用のゴールドへと資金が移動しているのだ。「ビッグロング」は単なる始まりではなく、目覚めの時なのだ。

1998年1月を100とした2025年4月までのS&P 500 対 ゴールド・シルバー・



ご一読いただきありがとうございます

All that matters is that you are making something that you love, to the best of your ability, here and now.

「肝心なのは好きなことを今できる限り精一杯やるということだ。」

音楽プロデューサー リック・ルービン

A strong passion for any object will ensure success, for the desire of the end will point out the means.

「どんなことに対しても強い情熱があれば成功は確実だ。目標を達成したい強い気持ちが手段を導いてくれるから。」

経済学者 ヘンリー・ハズレット

私たちは毎年、『In Gold We Trust』をゴールドに関するレポートの最高峰との評価に恥じない内容にするために努力を重ねています。最も信頼性が高く、多くの人々に読まれるような総合的なゴールドレポートを目指しています。映画『マネーショート〜』に登場するマーク・バウム¹²は、「詳細なところに誰も注意を払わない」と金融業界を批判していますが、詳細なところこそが大事なのであり、私たちはこのレポートを通じてゴールド市場のそういった情報を届けたいと考えています。

私たちはこのレポートを作成するために、毎年、忙しい日常から離れてリサーチの内容や数字を丁寧に検討する時間とっています。過去数ヶ月間は非常に多くのことが起こり、執筆上多くのチャレンジがありました。そして多くの市場関係者同様に、トランプ政権の「解放の日」は、不安定なトランプ大統領の言動とともに難しい状況をもたらしましたが、ゴールド価格が長い年月にわたって上昇している事実が難関を乗り越える力になっています。

毎年出版されている『In Gold We Trust』は、今年で19号となりますが、今年は初の試みもいくつかあります。今回初めて、ドイツ語、英語、スペイン語に加え日本語でも要約版レポートを公表することになりました。日本語レポートはサンワード証券株式会社の協賛により日本貴金属マーケット協会(JBMA)が翻訳を担当しました。さらに今回は鉱山セクターに関するデータの視覚的処理を専門とするスウェーデンの Mining Visuals 社との協力体制が始まり、同社の献身的なチームによる素晴らしい図表を読者の皆様に提供できるようになりました。

このレポートのために、4つの大陸にまたがる20人以上の素晴らしいスタッフが多くの時間帯を挟んで2万時間以上、多大な労力を費やしたことに感謝します。

¹² Mark Baum is a fictional character from the film *The Big Short* (2015), based on the real-life investor Steve Eisman.

特に我々の **Premium Partners** の皆様には深く感謝いたします。皆様なくしては『In Gold We Trust』を作成し、無料で配布すること、毎年内容を深めていくことは不可能な作業です。5 カ国語による年間レポートのほかにも、私たちは毎月『**Monthly Gold Compass**』を発行しており、私たちのウェブサイト、ingoldwetrust.report でご覧いただくことができます。

If there is time to reflect, slowing down is likely to be a good idea.

「もしもじっくり考える時間があれば、ペースを落とすのがいいアイデアでしょう。」

心理学者 **ダニエル・カーネマン**

過去を紐解くことは将来への準備を成功させるための秘訣でもあります。私たちは現在のゴールドの強気相場はまだ終わらないと確信しています。私たちがそう確信を持てる理由を、ゴールド投資へのガイドとして、450ページにわたる2025年度の『In Gold We Trust』をお届けします。[本稿は要約版です：訳者注]

ぜひ『In Gold We Trust』19号をお楽しみくださいますようお願い申し上げます。

リヒテンシュタインにて



Ronald-Peter Stöferle and Mark J. Valek



黄金よ、どこへ行く

There could be things happen in the United States that would make us want to own a lot of other currencies.

「ドル以外の通貨を多く持ちたいと思うような出来事がアメリカで起こるかもしれない。」

ウォーレン・バフェット

バークシャー・ハサウェイ 2025 年度株主総会にて

- ゴールドは中立的で流動性があり、かつカウンターパーティーリスクがない信頼できる資産としての地位を確立しつつあり、「プレトンウッズ3」の礎石になる。
- 我々が2024年度の『In Gold We Trust』で紹介した「ゴールドの新しいプレーブック」は健在だ。中央銀行や新興国、特に中国の需要水準は高く、ゴールド需要を支えている。欧米のゴールドETF需要もようやく勢いがついてきた。
- 過去の景気後退期や弱気相場ではゴールドは確実にヘッジ機能を発揮してきた。インフレやスタグフレーション、あるいはカウンターパーティーリスクが高まった時にもポートフォリオを分散させる有効な手段であることが証明されてきた。
- これまでゴールド価格に遅れをとってきたシルバー、金鉱株、コモディティーなどのハイベータ資産も今後伸びるポテンシャルがある。積極運用のゴールドはまだ過小評価されており、2030年までに大きくパフォーマンスが伸びる可能性を秘めている。
- ゴールド価格は、利食い売り、極端な強気相場、ドルの短期的な反発、一時的な地政学リスクの解消などがきっかけで、2800ドルあたりまで短期間の調整が入る可能性がある。しかし、長期の「ビッグロング」シナリオには影響しない。
- 過去のゴールド価格の分析からも、我々独自のIncrementum Gold Price Modelからも、ゴールドの強気相場はまだ続くと言える。2030年までの我々の基本シナリオは以前と変わらない4800ドル。インフレ率が大きく上がれば、8900ドルまで上がる可能性もある。

ゴールド: ポートフォリオの中の GOAT 「史上最強」

People say we were the greatest team of all time. I say we were the most determined.

「最強のチームだったと言われるが、私は一番意志が強かったチームだと思う。」

元プロバスケットボール選手

マイケル・ジョーダン

The willingness to take a position opposite the market required a kind of courage that was rare even among people who prided themselves on their courage.

「マーケットと反対のポジションをとるには、普段自分は大胆だと思っている人たちでも、尻込みするくらいの強い勇氣が必要だ。」

作家 マイケル・ルイス

That Bulls team wasn't just great. They were the standard. Everyone measured themselves against them.

「ブルズは偉大なチームだっただけではない。全てのチームが自分たちを評価する時の基準だった。」

元プロバスケットボール選手

スティーブ・カー

“Talent wins games, but teamwork and intelligence win championships.” 「才能があればゲームに勝てるが、チャンピオンシップに勝つにはチームワークと知能が必要だ。」 マイケル・ジョーダンのこの言葉は1990年代のシカゴブルズをよく表している。プレイオフに6度も負け、バッドボーイズと言われたデトロイト・ピストンズに辛酸を舐めるなど不運が続きながらも、シカゴブルズの経営陣はフィル・ジャクソン監督と共に、**戦略的な忍耐**を貫き、妥協なきチームスピリットと明確なビジョンをもって性急に方針を変えることはしなかった。その結果、シカゴブルズは8年間で6度のチャンピオンシップタイトルを獲得し、NBA を代表する最強のチームとなった。決勝戦での勝率は87.5%、1995年～1996年のレギュラーシーズンは72勝10敗という伝説に残る記録も打ち立てた。シカゴブルズのこの時代は、個人の才能の集合でも持続的かつ強力な集団に変えられるということを象徴している。

秀でるためには勇氣がいる。特に相場サイクルに逆らった常識とは違うポジションをとる場合にはなおさらだ。ゴールドの人気のない時でもゴールドに投資し、保有し続ける態度、マーケットからは構造的に高いパフォーマンスが望めないとされている時でも積極運用のゴールド(シルバー、金鉱株やコモディティなどへの投資も含む)に投資する行動にも同じことが言える。これは特に、何十年にもわたって徹底してゴールドを避けてきた機関投資家が多い欧米での投資に対する態度に当てはまる。

例え同調性がないと馬鹿にされても、長い目で見ればゴールドに投資しないことの方が、むしろリスクが高いことが証明されるだろう。安全資産のゴールドを保有していれば、我々がここ数年間、そして今年も『In Gold We Trust』で指摘している市場の根本的な変化に対しても安心していられる。例えリスク回避を好む投資家でも、積極運用のゴールドを通じて相対的に大きな利益を得るチャンスは残されている。

2030年までには、ゴールドは過去の遺物ではなく、あるべき姿 — 資産運用のマイケル・ジョーダン、つまり安定した守りと力強い攻撃を発揮できる真のゲームチェンジャーとして認識されるだろう。この史上最強の資産をポートフォリオに持っていれば、誰でも金融市場のプレーオフに向けた準備はできている。

では、ここでいう長期的アプローチとは具体的には何を意味するのか。長期投資家が全体像を理解するために毎日の意思決定において従うべきガイドラインとは何なのか。我々がいうゴールドの「ビッグロング」は、政治、経済、社会の根本的な変化に基づいているのだ。

The Big Realignment 「大いなる再編成」 — 地政学的再編成の恩恵を受けるゴールド

I'm not a gambler. I'm a guy who sees numbers and patterns and bets on them.

「ギャンブルはしない。ただ数字とパターンを見てそれに賭けているだけだ。」

投資家 マイケル・バリー

地政学的な再編が今、加速的に大きな変化を迎えていることを示す指標は数多くある。エコノミストであるゾルタン・ポズサーは、世界の新しい通貨制度に関する議論を、「**ブレトンウッズ III**」と題した記事で既に2022年に深く掘り下げている。当時はロシアのウクライナ侵攻が始まり、ロシア資産に対する制裁が決定されたばかりだった。ポズサー氏は記事の最後をこう締め括っている。「**ゴールドとの互換性を軸としたブレトンウッズ体制時代から、インサイドマネー（没収リスクに対してヘッジできない米国債の購入）によるブレトンウッズ II、そしてアウトサイドマネー（ゴールドやそ**

I could see in the next few years that we are going to have some kind of a grand global economic reordering, something on the equivalent of a new Bretton Woods ... there's a very good chance that we are going to have to have that over the next four years and I'd like to be a part of it.

「今後数年のうちに世界的な経済体制が大きく再編されると思う。新たなブレトンウッズ体制のような規模のもので、これから4年間はそういったものが必要になるはずで、私はそれに関わっていきたい。」

米財務長官 スコット・ベッセント

Gold is the reciprocal of confidence in central bankers. When their credibility crumbles, gold's value isn't rising – it's being rediscovered.

「中央銀行にとってゴールドは信頼の逆数だ。中央銀行の信頼が崩れた時にはゴールドの価値が上がるのではなく再発見されるのだ。」

ジャーナリスト
ジェームス・グラント

の他のコモディティー)に支えられたブレトンウッズ III まで。」¹³ 現段階ではこの流れがどこに向かっているのかは誰にもわからないが、世界が新しい(通貨)体制への道を踏み出したことには疑う余地がない。その中で、ゴールドは中央銀行や政府系ファンドなど公的なマーケットプレイヤーにとって、ますます通貨の生命保険のような存在になりつつある。

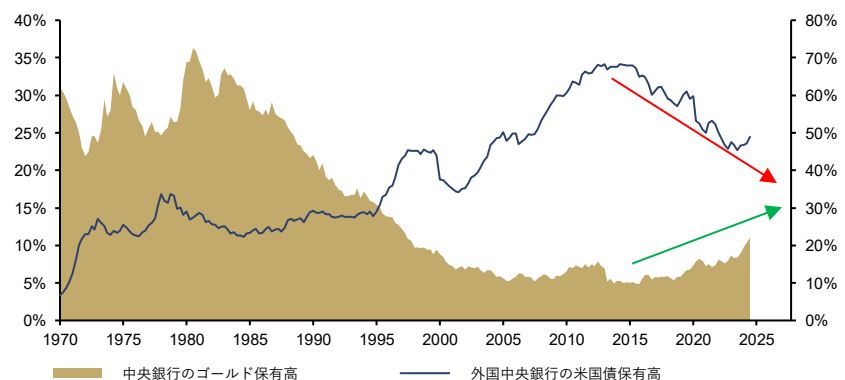
世界の新しい通貨制度には国際的に信頼性の高い支えが必要だが、ゴールドは既にそのための必要な要素を備えている。

- － ゴールドは中立
ゴールドはどこかの国家、政党、独裁者、議会にも属さない。ますます脆弱になりつつある多極的な世界をまとめられる要素を持っている。
- － ゴールドにはカウンターパーティーリスクがない
金融資産にはカウンターパーティーリスクがつきものだが、ゴールドはそれが存在しない純粋な資産だ。
- － ゴールドは流動性が高い
ゴールドは世界で最も流動性の高い資産の一つだ。2024年の1日の平均取引量は2290億ドル。2024年にLBMAが行った調査によるとゴールドは、国債よりも流動性が高い時もある。

ゴールドの復興は新興国、特に中国がゴールドを少しずつ自由に再評価し始めたことに象徴されている。これによってゴールド価格は長期的な上昇につながる可能性があり、特に中央銀行が、暗黙のうちにあるいは意図的に再びゴールドを自国通貨の裏付とすればその可能性は高い。最近までこのようなシナリオの可能性は低いと考えられていたが、今や状況は変わりつつあり、実際本格的な経済政策の場で数多く取り上げられている。

ワールド・ゴールド・カウンシル(WGC)によると、世界のゴールド準備高は2025年2月の時点で3万6252トン。我々が予測している方向転換が既に始まっていることを示す数字だ。2024年の外貨準備高に占めるゴールドの割合は22%で、1997年以降では最高、約9%だった2016年の2倍になっている。70%以上あった1980年の水準に達するにはまだ先が長い、この勢いは「ビッグロング」の間も続くだろう。

米国債債務に占める外国中央銀行が保有する割合(左軸)と、中央銀行の外貨準備高に占めるゴールド保有の割合(右軸) <1970年第1四半期~2024年第3四半期>



出典: Crescat Capital, セントルイス連邦準備銀行, ワールド・ゴールド・カウンシル, Incrementum AG

¹³ See also "Exclusive Interview with Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order," In Gold We Trust report 2023

China is a sleeping giant. Let her sleep, for when she wakes up, she will move the world.

「中国は眠れる巨人だ。目を覚ませば世界を揺り動かすから眠らせておけ。」

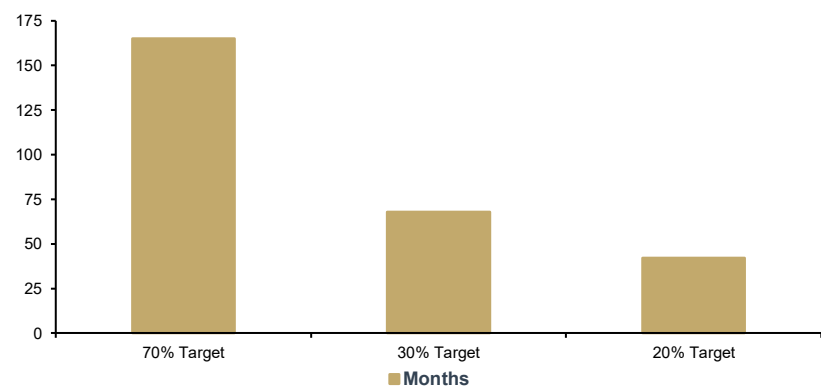
ナポレオン・ボナパルト

新興国の中央銀行のゴールドの購入量は増えているとはいえ、先進国に比べると保有量はまだ非常に少ない。しかし、この差は徐々に狭まるだろう。政治的な支援のある新興国の中央銀行のゴールド購入は今後数年間にわたってゴールド需要を支え続けるはずだ。

中国の外貨準備高に占めるゴールドの割合は驚くほど増えていない。昨今大量のゴールドを購入しているにも関わらず、公表されている数字はわずか6.5%。比較までにいえば、米国、ドイツ、フランス、イタリアの外貨準備に占めるゴールドの割合は70%だ。一方、ロシアは2014年から2025年第1四半期までにその割合を8%から34%に増やした。また、保有するゴールドを本国へ送還する動きもここ数年で増えており、各国間の不信感が高まるにつれてこの動きは今後も続くだろう。¹⁴

読者の皆さんにもぜひ推薦したいレポート、“Gold: Raising Our End-2025 Forecast to \$3,300; Top 10 Questions”の中で、ゴールドマン・サックスは中国が毎月購入するゴールドは平均40トンと推定している。だとすると、中国の中央銀行の需要だけで年間500トンに達することになり、それは過去3年間の中央銀行の需要全体の半分に相当する。

中国がゴールド準備高の各種目標*に達するまでのタイムラインの推定



出典: ゴールドマン・サックス「Global Investment Research」, Incrementum AG

*中国が月間約40トンのゴールドを買い続けると仮定した分析。価格上昇によって保有ゴールドの時価総

「信用するな、確認しろ！」
サイファークの言い返し

しかし、果たして中国の公表数字は信用できるのだろうか。長い間ゴールドの輸入、消費、生産において最大国の地位を占めてきた中国だ。ゴールドアナリストのヤン・ニューヴェンホイスによると、中国人民銀行は公表された量の5倍のゴールドを購入しているとみられ、中国市場の需給バランスの歪みなど様々な指標を使い、同氏は中国人民銀行の保有高を5000トンとしている。となれば、ゴールド準備高が多い国々と比べても、中国の保有高はドイツを抜き、米国に次ぐ第二位となる。つまり、中国はBig Surprise「ビッグサプライズ」とも言える黄金の切り札を持っていることになるのだ。

The Big Economic Cooling 「大いなる経済の冷え込み」 —世界経済低迷の中でのゴールド—

我々は、ゴールドは株や債券など従来の金融商品に取って代わるものではなく、それらを補完するものだと考えている。ポートフォリオの中のゴールドは、法定通貨に対する為替リスクを抱える流動的なキャッシュの代替りのものと捉えるべきであり、ゴ

¹⁴ See the chapter “Bringing it Home: Central Bank Gold Repatriation” in this *In Gold We Trust* report

ールドと株式を直接比較するのはリンゴとミカンを比べるに等しい。我々の分析だと、マーケットが危機に陥った時のゴールドは、守備重視のイタリアサッカーの戦術、カテナチオのような働きをするのだ。ジョルジョ・キエッリーニさながら正確に動き、ジャンルイジ・ブッフォンさながらゴールを守るのがゴールドだ。他の投資資産の価値が変動する中で、ゴールドは安定した強さでポートフォリオの安定化に役立つのだ。

15

As the United States becomes a source of capital rather than a destination for capital, the narrative of US exceptionalism is being eroded.

「アメリカに資本が集まるのではなく、アメリカから資本が出て行くにつれて、アメリカの優位性は崩れていく。」

アナリスト Tan Kai Xian,
Gavekal

Italians defend better than they cook pasta. And they cook pasta incredibly well.

「イタリア人はパスタを料理するよりも守備がうまい。そして彼らのパスタ料理は絶品なのだ。」

元プロサッカー選手
ゲリー・リネカー

米国の景気が大きく減速すれば株式市場はさらに下落するだろうし、景気後退期に突入すればなおさらだ。米国が混乱させている今の世界貿易の状況からは、経済の減速は避けられないように見える。不確定性は、経済を推進する力、起業家、ビジネスにとっては大きな重圧。IMFは4月の発表で成長予測を大幅に下方修正したばかりだ。

過去16年間で世界が不景気に陥ったのは、コロナ禍のただ一度だけだったが、この時は、外部からのショックがきっかけとなった異例な状況だった。今、ほとんどの投資家は、景気後退の可能性と企業業績や株式市場への影響は小さいと考えているようだ。エコノミストらは4月末の時点で米国が不況に転じる可能性は約50%、ポリマーケットの予測は64%となっているが、米国の株式市場はこれよりも低いリスクを想定しているようだ。S&P 500の現在の株価収益率は27.7で、ここ数週間で株価が下落しているにも関わらず、過去10年間の平均16.1よりもかなり高いのだ。

従来、ゴールドは不景気と米株式弱気相場の際の期間のポートフォリオの保険の役割を果たしてきた。この点に関しては2023年度の『In Gold We Trust』の“The Showdown in Monetary Policy”にて詳細な分析を行った。

S&P 500 弱気相場時の S&P 500 とゴールドのパフォーマンス <1929 年～2025 年>

Date of the high	Date of the low	S&P 500	Gold	Gold relative to the S&P 500
16/09/1929	01/06/1932	-86.19%	0.29%	86.48%
02/08/1956	22/10/1957	-21.63%	-0.11%	21.52%
12/12/1961	26/06/1962	-27.97%	-0.06%	27.91%
09/02/1966	07/10/1966	-22.18%	0.00%	22.18%
29/11/1968	26/05/1970	-36.06%	-10.50%	25.56%
11/01/1973	03/10/1974	-48.20%	137.47%	185.67%
28/11/1980	09/08/1982	-27.27%	-45.78%	-18.51%
25/08/1987	20/10/1987	-35.94%	1.38%	37.32%
16/07/1990	11/10/1990	-20.36%	6.81%	27.17%
17/07/1998	08/10/1998	-22.29%	1.71%	24.00%
24/03/2000	10/10/2002	-50.50%	11.18%	61.68%
11/10/2007	06/03/2009	-57.69%	25.61%	83.30%
21/09/2018	26/12/2018	-20.21%	5.59%	25.80%
19/02/2020	23/03/2020	-35.41%	-3.63%	31.78%
03/01/2022	10/12/2022	-25.43%	-7.08%	18.35%
19/02/2025	08/04/2025*	-18.90%	1.75%	20.65%
Average		-34.76%	7.79%	42.55%
Median		-27.62%	0.84%	28.46%

出典: Cornerstone Macro, ブルームバーグ, LSEG (*Lowest closing price since 02/19/2025 年 2 月 19 日以降の最安終値), Incrementum AG

¹⁵ See "Mastering the New Gold Playbook," In Gold We Trust report 2024; "Portfolio Characteristics: Gold as Equity Diversifier in Recessions," In Gold We Trust report 2019

The Big Wave 「大いなる波」 一次のインフレの波が生まれつつあるのか

*I try to be ready for everything.
That's my approach – you never
know what the next wave will
bring.*

「私はどんなことにも備えるようにしています。それが私のやり方です。次にどんな波が来るのかは誰にもわからないからです。」

プロサーファー

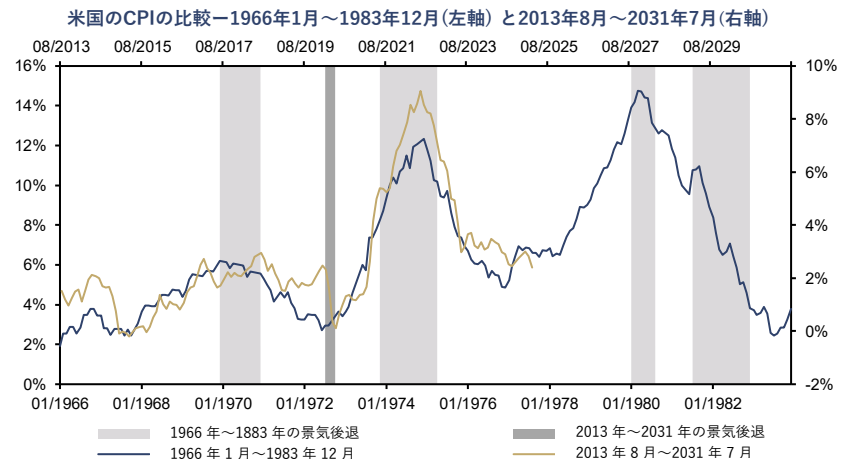
ケリー・スレーター

*Inflation is like a drug in more
ways than one. It is fatal in the
end, but it gets its votaries over
many difficult moments.*

「インフレは色々な意味で麻薬のようなものだ。最終的には致命的だが、それにすがるものには多くの困難から救ってくれる。」

政治家 Lord D'Aberon

我々は、1970年代のように第二のインフレの波が到来する可能性を排除すべきではないと考えている。当時のインフレのパターンをもとに将来を予測すると、今、非常に似通ったパターンが形成されつつあることがわかる。



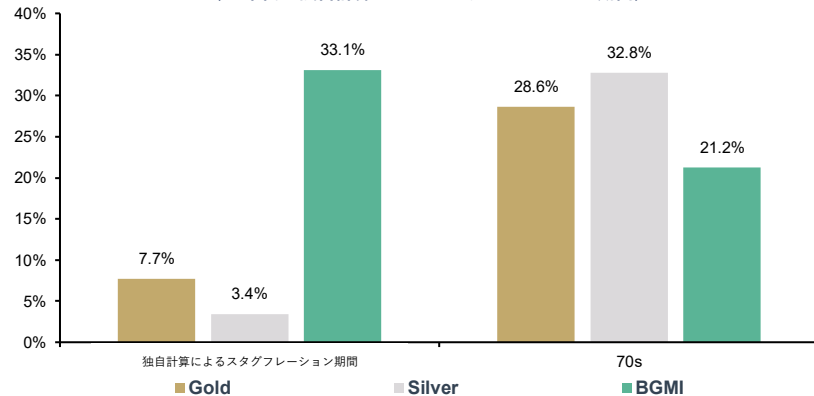
出典: Andreas Steno, LSEG, Incrementum AG

しかし、これからの数ヶ月間は特に原油価格の急落を受けてデシインフレになる予測だ。ドルに対して主要産業国の通貨が大幅に上がっているのも、これらの国のデシインフレを支えている。

しかし、インフレのリスクは回避されたわけではない。それどころか、景気後退や資本市場のスランプはデシインフレ、時にはデフレーションのような効果をもたらし、それに対する反応がインフレを誘引すると考えられる。FRBが迅速な対応に出るのも時間の問題だが、中央銀行や政府は次にどのような切り札を出すのだろうか。

考えられるのはイールドカーブコントロール、再度の量的緩和か質的・量的緩和、金融抑制、さらには現代貨幣理論(MMT)やヘリコプターマネーに至る様々な経済刺激策だ。こういった中の一つあるいはいくつかが採用されて、財政と金融政策の融合はさらに進むだろう。ここで一つ確かに言えるのは、次の公的資金による金融機関の救済はさらに大規模で強制力がありながらも不透明なものになるだろうということだ。金融政策と財政政策の密な関係が長く続くほど、スタグフレーションの波は強くなるが、我々の定量的分析では、ゴールド、シルバー、金鉱株はスタグフレーション時には非常に良いパフォーマンスを見せる。¹⁶

¹⁶ See in particular "Stagflation 2.0," In Gold We Trust report 2022

ゴールド、シルバー、BGMI の実質年間成長率
(70年代と独自計算によるスタグフレーション期間)

出典: LSEG, goldchartsrus.com, Incrementum AG

Today's Michael Lewis "Big Short" opportunity, in our view, is the ongoing devaluation of fiat currencies relative to real assets with limited supply, which are imperative to society either as commodities or sound money.

「マイケル・ルイスの『世紀の空売り〜』で書かれたようなチャンスが今あるとすれば、社会にとって重要な供給が限られた資産、例えばコモディティーや健全な通貨といったものに対して、法定通貨の価値が下がっているところにあると思う。」

ストラテジスト Tavi Costa

The dollar is an excellent tool for commerce but a poor tool for savings.

「ドルは商売には役立つが、貯蓄には役立たない。」

ブロガー FOFOA

長い間学術的な論議に限定されていた、ドル市場からの資金離れが引き起こすインフレの可能性ということが、ここ数週間のうちに現実になりつつある。今後ドルに対する信頼がさらに減退すれば、投資家がドルから現物資産やドル以外の資産に資金を移すというシナリオが展開する可能性がある。米国の輸入コストは急速に跳ね上がり、インフレ懸念が高まって通貨危機を伴う典型的な需要インフレとなるだろう。

そうなれば、ドルは安全資産としての役割を失って状況はさらに悪化し、その結果、供給網の問題や賃金の下落が第一の原因で起こるインフレではなく、ドルに対する信頼低下そのものが引き起こすインフレとなるのだ。

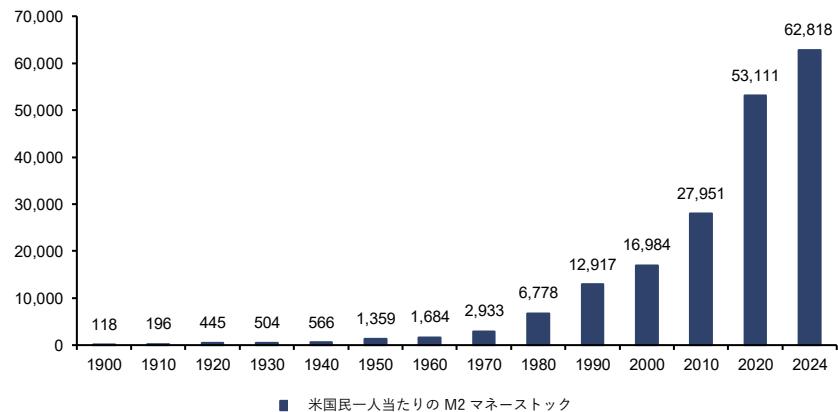
The Big Print 「通貨の大量印刷」－ 法定通貨の価値の低下とゴールド

我々のレポートを以前から購読してくれている読者ならば、我々が常にゴールドの貨幣としての機能を分析の最優先としてきたことを理解していると思う。貨幣はすべてのモノと同じ経済原則に支配されており、その価値は需要と供給によって決まる。貨幣の持つ現在と将来の購買力に対する信頼は、その貨幣の将来の供給に対する予測によってほぼ決まる。

このカラクリは明確だ。通貨の供給がそれで買えるモノとサービスを上回れば、その通貨の持つ購買力はじきに弱まる。この経済原則こそが、なぜゴールドが裏付けのない通貨に対する中立的な対抗手段になり得るのかということを説明している。ゴールドの供給を恣意的に増やすことは不可能だからだ。

下図はドルのこの変化を見事に表している。米国の人口は1900年以降、7600万人から4.5倍の3億4200万人に増えたが、ドルのM2マネーストックは90億ドルから、2333倍の21兆ドルに膨らんだ。一人当たりだと118ドルから500倍以上の6万ドルに増えた計算だ。ドルの供給は、まるでステロイドを摂取しているボディービルダーの筋肉のように、外見は体裁良く増えたが、中身は構造的に脆くなっていたのだ。

一人当たりのドルの M2 マネースtock <1900年～2024年>



■ 米国民一人当たりの M2 マネースtock

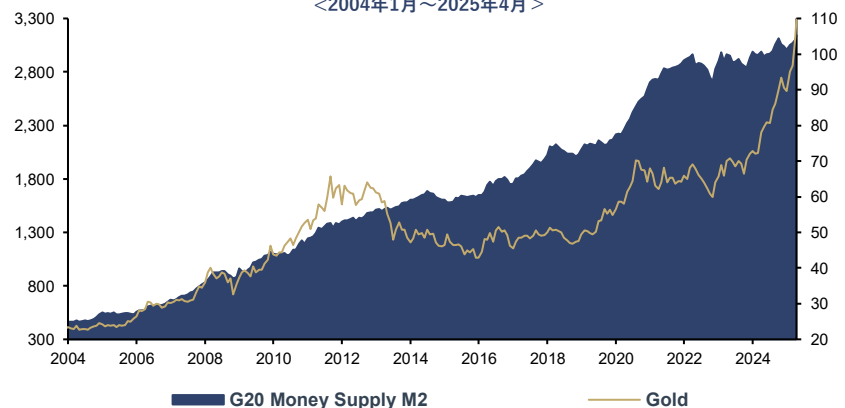
出典: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

Gold and fiat are natural rivals. There is no louder alarm that a fiat currency is failing than when its value in terms of gold is going down.

「ゴールドと法定通貨は本質的なライバルだ。ゴールドに対する通貨の価値が下がっている時ほど、その通貨が機能不全になっている明確な警告はない。」

ファンドマネジャー
Larry Lepard

ゴールドの価格を長期に動かすのは通貨の供給だ。世界の通貨の供給は、過去3年間で減った時期もあったが、再び増加の傾向にある。G20 諸国の M2 マネースtock の長期平均は年間 7.4% で増えており、現在の供給量増加率はこの下限レンジにある。ファンドマネジャーである Larry Lepard 氏は、これまた推薦に値する著書 *“The Big Print”* の中で通貨供給量は大幅に増加すると予測している。もしも実際に「ビッグプリント」が起これば、これもまた「ビッグロング」を支える要因になるだろう。

ドル建てゴールド価格(左軸)と G20 M2 マネースtock (右軸) (1兆ドル単位)
<2004年1月～2025年4月>

出典: Charlie Morris, LSEG, Incrementum AG

In the shadows, we find the truth.

「闇の中にこそ真実がある。」
映画『ダークナイト』より

The shadow gold price for gold 影のゴールド価格

以前、我々の『In Gold We Trust』で「shadow gold price 影のゴールド価格 (SGP)¹⁷」を紹介した。当時は、まるで忘れ去られた多くの 1980 年代のカルト映画のように、ゴールドの通貨としての機能も忘れ去られていた。しかし、映画『トップガン』の続編が 36 年後に封切られたように、ゴールドもまた表舞台に再び咲こうとしている。「shadow gold price」とは、基軸通貨をゴールドがフルに裏付けした場合の理論的ゴールド価格のことを言う。理論的にはゴールド価格がこの「shadow gold price」に達すれば、ゴールドに裏付けられた通貨が誕生しても良いことになる。

この理論と計算は決して机上の空論ではない。ブレトンウッズ合意ではドルとゴールドの交換率(為替)を、米国の通貨流通量を米国のゴールド保有高で割るという方法で計

¹⁷ See "Possible targets for the gold price", In Gold We Trust report 2011; see "The Portfolio Characteristics of Gold," In Gold We Trust report 2018

算した。下図は M0、M1、M2 それぞれの通貨量にゴールドの完全な裏付けがある場合の「shadow gold price」を示したもの。

それぞれのマネースtockにおける Shadow Gold Price <2024 年 12 月>

Shadow Gold Price	SGP M0	SGP M1	SGP M2
USD	21,416	70,368	82,223
EUR	13,457	30,611	45,050
GBP	9,753	223,535	309,741
CHF	15,462	19,022	29,101
JPY	4,191,397	40,443,307	46,325,969
CNY	174,649	915,546	4,284,375

出典: Trading Economics, Incrementum AG

The only new thing in the world is the history you don't know

「世界で本当に新しいことは、まだ知らない歴史だけだ。」

第33代米大統領

ハリー・トルーマン

As long as the debt money system exists, the money supply must grow so that the system does not collapse.

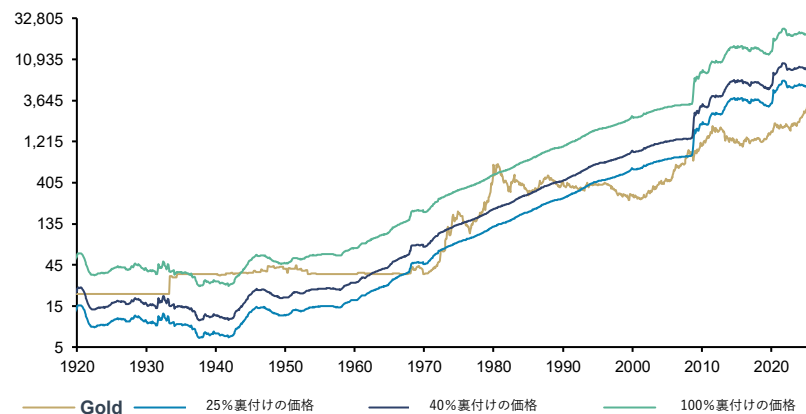
「負債を基盤とした通貨制度がある限り、通貨の供給量はその制度が崩壊しないよう増え続けなければならない。」

アナリスト Thomas Mayer

この表どう解釈すれば良いのだろうか。もしもゴールドが2万1416ドルであれば、ドルの M0 マネースtockは、FRB のゴールド準備高で100% 裏付け可能という意味で、正確には、時価によるゴールド証明書、兌換証券との交換できることになる。ユーロ圏では わずか 1万3500 ユーロでそれが可能だ。同じ論理を M2 マネースtockにも当てはめると、100% 裏付け可能なゴールド価格は 8万2223ドル、スイスフランでは 2万9101フランということになる。

しかし、歴史的には違う形での部分的な裏付けが決められていた。例えば1914年の米連邦準備法ではゴールドの裏付けは少なくとも40% と決められており、このルールを今の状況に当てはめると、ゴールドは 8566ドルになる必要がある。1945年から1971年までは、25% の裏付けが求められたが、それだと M0 マネースtockを裏付けるための「shadow gold price」は5354ドルということになる。

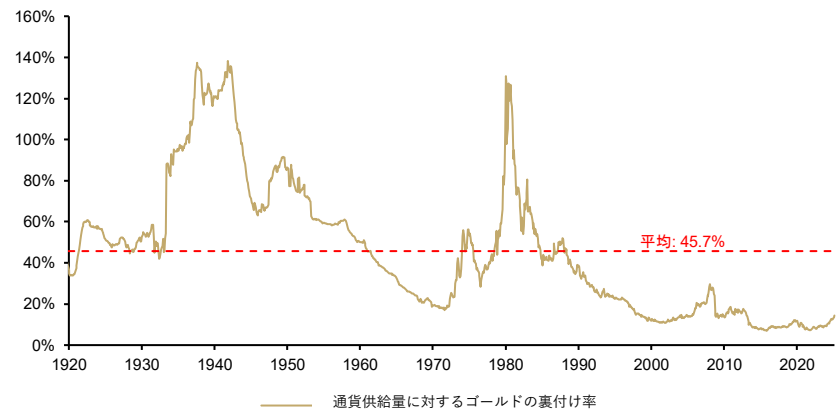
通貨供給量をカバーするためのゴールド価格 (log) <1920年1月~2025年3月>



出典: Nick Laird, セントルイス連邦準備銀行, LSEG, Incrementum AG

現在のゴールド価格に基づく「shadow gold price」の逆数を使うと、それは通貨供給量の裏付け率、つまり通貨の安定度となる。2000年代のゴールドの強気相場では、その裏付け率は10.8% から3倍の29.7% に上昇した。現在同じ水準の裏付け率を実現するにはゴールド価格が2倍近くの6000ドル以上でなければならない。過去には1930年代、1940年代、1980年代にゴールドの裏付け率が100% を超え、1980年には過去最高となる131% になったが、今日そのレベルに到達するにはゴールド価格は3万ドル近くに上がらないといけない。現在、米国の通貨供給量に対するゴールドの裏付け率はわずか14.5% だ。荒い言い方をすれば、1ドルのうちゴールドに裏付けされているのは14.5セントしかないということだ。残りの85.5セントは何にも裏付けられていない、空の裏付けということになる。

通貨供給量に対するゴールドの裏付け率 <1920年1月～2025年3月>



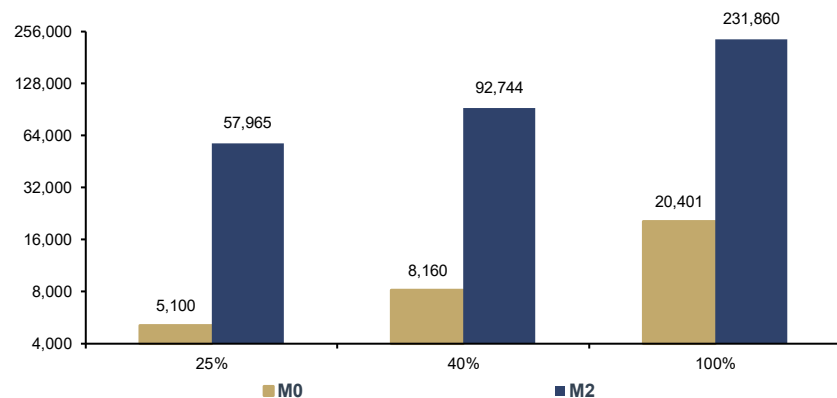
出典: Nick Laird, セントルイス連邦準備銀行, LSEG, Incrementum AG

Central banks and finance ministries do not hold copper, aluminum, or steel supplies, yet they hold gold. The only explanation for central bank gold hoards is the obvious money – gold is money.

「中央銀行や財務省は銅やアルミニウムや鉄ではなく、ゴールドを保有している。その理由はただ一つ、ゴールドは貨幣だからだ。」
エコノミスト James Rickards

「国際 shadow gold price」は、主要通貨圏(米国、ユーロ圏、スイス、日本、中国)のマネースtock(M0 あるいは M2)を、それぞれの国が世界の GDP に占める割合に応じて中央銀行のゴールド準備高で裏付けするとした場合に、ゴールド価格がどれほど上がらなければならないかを示している。こうしてみると、通貨供給量がいかに爆発的に増えているかということがはっきりわかる。純粋に理論上の話として、広義の通貨供給量を表す M2 マネースtockを 100% 裏付けするとすれば、ゴールド価格は 23 万 1000 ドルを超えてしまう。たとえ少なく見積もって 25% の裏付け率としても、ゴールド価格は 5 万 8000 ドル近くになる必要がある。

ゴールドの裏付け率別のドル建て国際 Shadow Gold Price* (log)<2024年12月>



出典: Trading Economics, Incrementum AG

*米国、ユーロ圏、英国、スイス、日本、中国の M0/M2 と GDP の割合に基づく計算

この「shadow gold price」から二つのことがわかる。まず今日の通貨供給がゴールドの供給量に対して莫大な規模にまでに増えていること、次に金本位制の復活などを通じて国際通貨制度が再編成される中で、ゴールドとの交換性が再び回復される場合のゴールドの長期的なポテンシャルだ。「shadow gold price」は従って、ゴールドをコモディティーではなく通貨の拠り所と見る投資家にとって戦略的な指針となるのだ。

黄金よ、どこへ行く

2030年までのゴールド価格の予測更新

Never be limited by other people's limited imaginations.

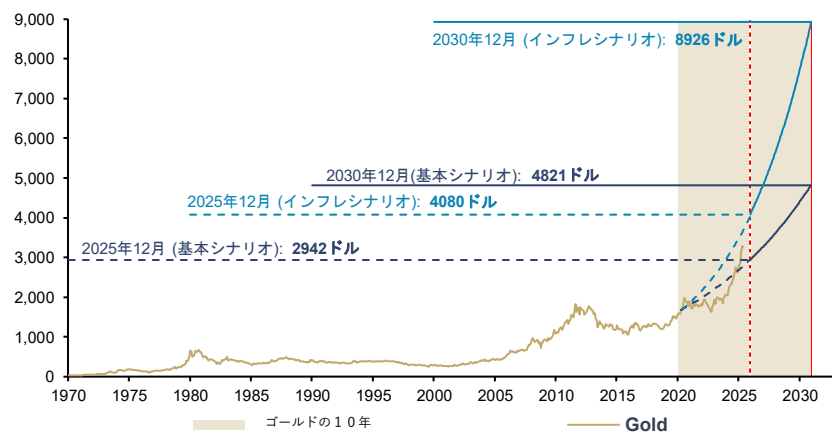
「他の人の限られた想像力に自分の可能性を縛られてはいけない。」

宇宙飛行士 メイ・ジェミソン

さて、以上までの理論的な考察はさておき、ここからは投資の世界の厳しい現実に戻り、「ゴールドの10年」半ばである今の状況を見極めていこう。2020年度の『In Gold We Trust』の“The Dawning of a Golden Decade”にて、我々の Incrementum Gold Price Model を紹介した。このモデルでは過去のデータを使って通貨供給量の増加とゴールドの理論的な裏付け率に関する様々なシナリオを予測して、それぞれの結果を検証した。

基本シナリオで算出した2020年からの10年間の目標価格は約4800ドル。その当時、多くの投資家やアナリストにとってそれは遠くの幻のような数字だった。しかし、今は違う。4月30日現在のゴールド価格は、中間地点である2025年末として我々が算出した目標価格2942ドルを大きく上回っている。この目標価格はゴールド価格の年間平均上昇率を「わずか」7%で計算した結果だった。

ドル建てゴールド価格の予測 <1970年1月～2030年12月>



出典: LSEG, Incrementum AG

Trump's tax proposal to replace a major amount of income-tax revenue with tariffs is a prescription for the mother of all stagflations.

「所得税収の大部分を関税で代替するというトランプ大統領の案は、史上最悪のスタグフレーションを引き起こすだろう。」

経済学者 ローレンス・サマーズ

昨今のゴールド市場の動きを考えると、別のシナリオを検討する価値がありそうだ。2020年当時、我々は、1970年代のようにインフレあるいはスタグフレーションの10年の可能性があることを指摘し、このテールリスクシナリオでは2020年代末までにゴールド価格は8900ドルになる可能性があるとした。これは現在の価格水準からしても年間19%というかなりの上昇率となるが、2025年末までの計算上の目標価格は4080ドルだ。現在の状況を考えて、2020年代末までにこの二つのシナリオの目標価格の間に挟まれたゴールド価格が実現する可能性があるのではないだろうか。4800ドルから8900ドルという予想価格の幅は、主に今後5年間のインフレ率がどの程度になるかにかかっている。

The Big Rotation 「大なるローテーション」—積極運用のゴールドはどのくらい光り輝くだろうか

Hoch werd' ma's nimmer

g'winna...

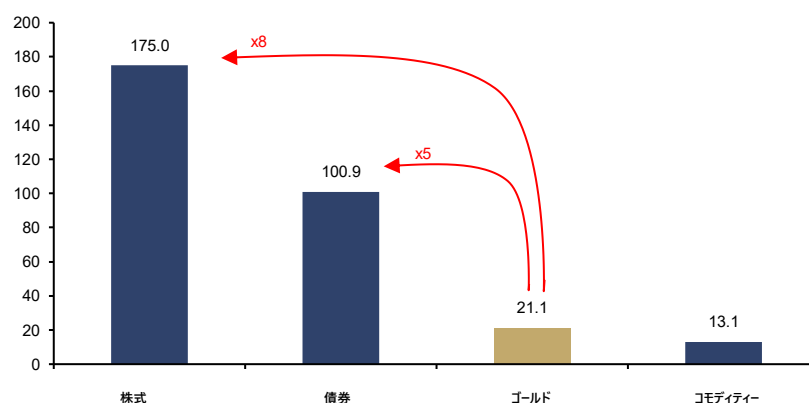
「もうでかい勝利はありえないな。」

元プロサッカー選手

アントン・プフェッファー

再びゴールドに注目が集まりつつあるとはいえ、欧米の投資家のゴールドラッシュが始まるまでにはまだ長い道のりがある。2025年第1四半期のゴールドETF需要はドルベースでは211億ドルと過去の四半期で2番目に大きかったが、ゴールド価格が急騰したおかげで重量ベースの順位は10番目だ。さらに、今のゴールドETFへの資金流入ペースは株と債券のETFへの流入ペースには遅れをとっている。オーストリアがスペインに0対9で負けたあの試合〔2000年サッカー欧州選手権の予選ラウンド：訳者注〕のハーフタイムの段階で、オーストリアがおかれた状況のように大きな差があるのだ。0対5でハーフタイムとなった時、アントン・プフェッファー選手が“*Hoch werd' ma's nimmer g'winna.*”「もうでかい勝利はありえないな。」と言った言葉が有名だ。

2025年第1四半期のゴールドETFへの資金流入（10億ドル）



出典: State Street Global Advisors, ワールド・ゴールド・カウンシル, Incrementum AG

Investors want certainty, yet asymmetry is greatly diminished by the time certainty has arrived.

「投資家は確実性を求めるが、それが見えてきた頃には大きく儲けるチャンスはほとんどなくなっている。」

作家 Trader Ferg

今や、我々が“*The New Gold Playbook*「新しいゴールドプレーブック」”にて提案した、シルバー、金鉱株、コモディティーを含む積極運用のゴールドにチャンスが巡ってきている。これらの資産は、まだ用心深くではあるが、ゴールドの勢いの波に乗る形で表舞台に出てきているのだ。¹⁸

下図は過去のゴールド強気相場においてシルバー、金鉱株、コモディティーも上昇したことを示すデータで、2020年から今日までのパフォーマンスを、1970年代と2000年代と比較すると、特にシルバーと金鉱株が今後ゴールドを追って上昇する可能性が高いことがわかる。

強気相場におけるゴールド、シルバー、金鉱株*、コモディティー**のパフォーマンス（ドル）<1969年12月～2025年4月>

	1970s			2000s			2020s		
	1st Half	2nd Half	Total***	1st Half	2nd Half	Total***	1st Half	2nd Half	Total***
Gold	452%	162%	2,259%	52%	150%	555%	73%	25%	118%
Silver	167%	525%	2,663%	26%	111%	788%	65%	11%	84%
Mining Stocks	363%	17%	1,292%	191%	89%	749%	17%	41%	65%
Commodities	379%	44%	754%	93%	-18%	103%	38%	0%	38%

出典: LSEG, Incrementum AG

*BGMI 1969年12月～1996年5月, HUI 1996年5月以降 **GSCI Index TR. ***各強気相場の10年間

¹⁸ See the chapter “1970s, 2000s, 2020s...: “A déjà vu in two acts – Act Two” in this *In Gold We Trust* report, as well as “Mastering the New Gold Playbook,” *In Gold We Trust* report 2024

I don't think limits.

「私は限界など考えない。」

元陸上選手 ウサイン・ボルト

*When you're hunting elephants
don't get distracted chasing
rabbits.*

「象を追いかけているときに兎に
気を取られるな。」

投資家 ブーン・ピケンズ

Over the past 125 years, the ratio
has only spent brief moments above
the 100 level – extremes like this
tend not to persist for long. If
history is any guide, this doesn't
look like the time to be overly
bearish on silver, in my view.

「過去 125 年間、この比率が 100
を超えていたのはごく短い間だけ
で、そういう極端な状況は長く続
かないものだ。過去から学ぶとし
たら、今はシルバーに対して弱気
になる時ではないと思う。」

ストラテジスト Tavi Costa

我々は、ゴールドが常に先頭を走り、それにシルバー、金鉱株、コモディティーが続くと考えている。まるでリレー競走のように。ゴールドが先に走って速いペースで他を引き離し、その後にシルバー、金鉱株、コモディティーにバトンが渡る、という具合だ。

シルバー

4 月末の時点の金銀比価は 100.9 で、これはコロナ禍初期にしか現れなかったほど非常に稀な高い値だ。1970 年以降の長期的中央値は 62.8 であることを考えると、今の差がいかに大きいものかわかる。過去にこのような極端な状況になった時は、その後シルバーのパフォーマンスがゴールドを上回るというパターンになった。

金銀比価 <1970年1月～2025年4月>



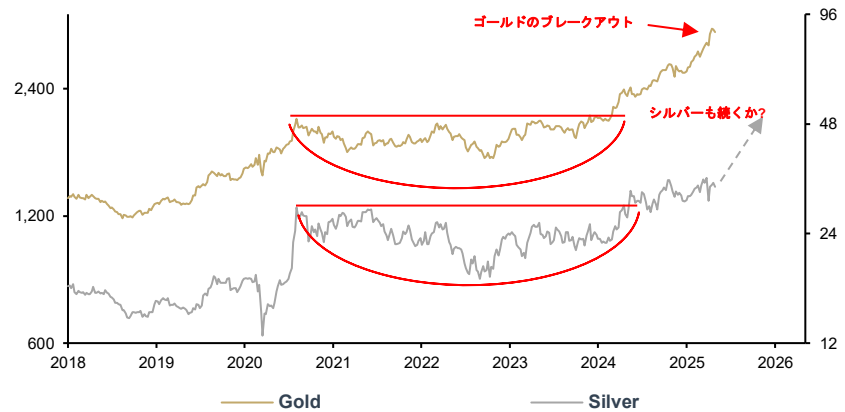
出典: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

ゴールドの弟分であるシルバーにとっては今、全ての条件が揃っているように見える。2024 年は需要が供給を 4630.8 トン上回る 4 年連続の供給不足。2021 年から 2024 年までの供給不足は、世界の銀鉱山生産の 10 ヶ月分に相当する 2 万 1085.8 トンに上った。2025 年はシルバーインスティテュートによるとさらに 3657.4 トンの供給不足になる予測だ。

この供給不足の主な原因は太陽光発電の成長。エネルギー転換の鍵となるこのセクターは中国が独占しているが、今や宝飾品に次いで第二の需要分野となり、2024 年の需要は 6145.4 トンだった。

シルバーは 1967 年以降の過去 7 回あった強気相場では 6 度もゴールドのパフォーマンスを上回っているにもかかわらず、今の価格は過去の平均を下回っている。積極運用のゴールドの一員としてのポテンシャルを発揮するならば、今こそシルバー投資のチャンスなのだ。

ドル建てゴールド (左軸, log) とドル建てシルバー (右軸, log) <2018年1月~2025年4月>



出典: LSEG, Incrementum AG

2025年は投資需要こそがシルバーの価格を押し上げる要因になるかもしれない。インドの ETP 保有高の爆発的な増加(個人投資家の購入が 40% 増加して、2177 トンの買い越し)などをみても、今マーケットの動きは変わっている。

金鉱株

Money is being made on the delta between price and value.

「利益は価格と価値の差から生まれる。」

投資家 Rick Rule

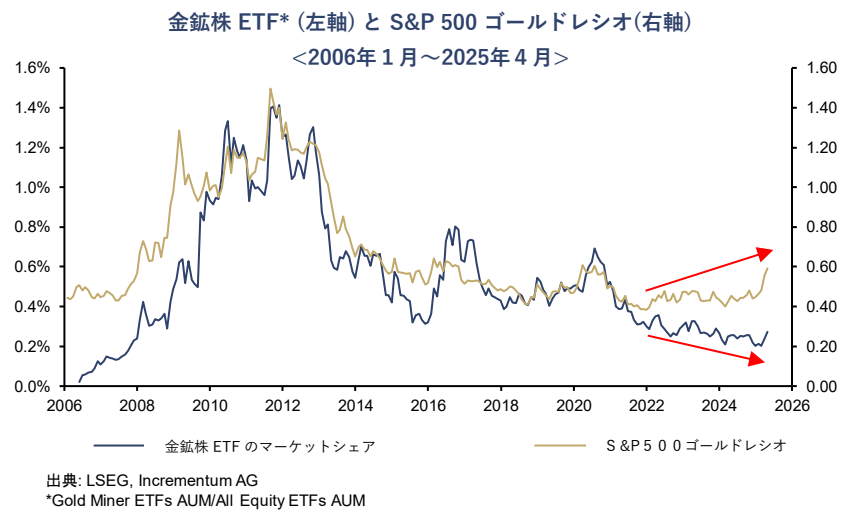
ゴールド価格が何度も史上高値を更新する中、HUI は 2011 年 9 月の最高値より 40% 低い水準で取引されている。ゴールド価格は 2024 年に 27% 上昇したが、GDX と GDXJ はそれぞれ 10.1% と 14.9% しか上がらなかった。今年 4 月までのパフォーマンスはかなり良好で、42.5% (HUI)、44.5% (GDX)、43.6% (GDXJ) となっている。しかし、金鉱株はゴールド価格上昇の勢いに追いつくことはできず、ゴールド価格に対してしばしば 3 倍のレバレッジがあると言われていたにもかかわらず、これまでのところそれは全く実現されていない。

2000年1月を100とした ゴールドと HUI <2000年1月~2025年4月>

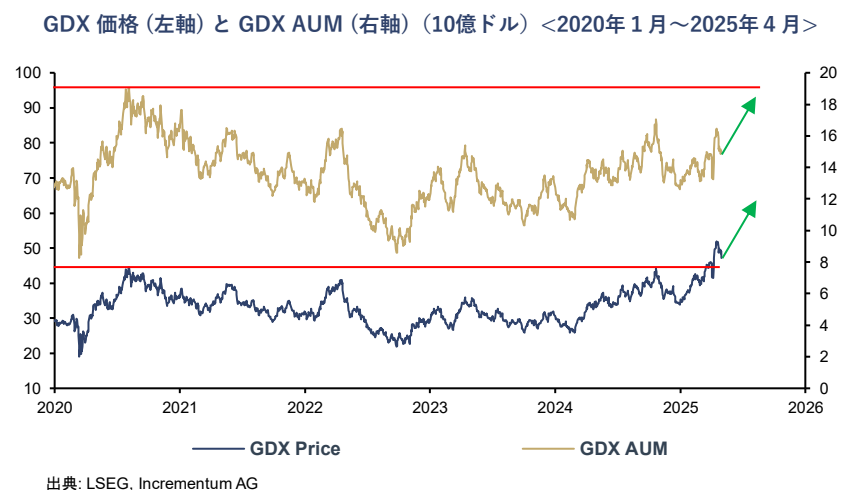


Source: LSEG, Incrementum AG

ETF 市場全体における金鉱株 ETF のシェアを見ても、まだ全く動きは始まっていないように見える。金鉱株 ETF は現在 ETF 市場全体の 0.27% を占めるのみで、最も高かった 2011 年で今の 5 倍近い 1.4% だった。



GDX はすでに 2020 年の最高値を上回ったが、GDX の現在の運用資産残高は約 150 億ドルで、2020 年の水準を 40 億ドルも下回っている。価格が上昇しているのにあまり資金が流入していない、このギャップからは、ETF 投資家の多くが依然慎重に様子を見ていることがわかる。



A solid foundation is buying at a low valuation.

「しっかりとした土台は割安な評価の時に買うことだ。」

投資家 Ian Cassel

過去のサイクルでついた悪評がまだにこのセクターを苦しめているのだが、我々に言わせるとそれは誤った評価だ。¹⁹ なぜならば、多くの産金企業は今ではより慎重な経営を実行しており、キャッシュフローと利益率の向上に努めて、ゴールド価格がたとえ下落しても十分耐えられるようになっているからだ。原油価格の下落もコスト面の追い風だ。つまり、絶対値でも相対値でもこのセクターは非常に割安と言えるのだ。

	Gold Miners (GDX)	S&P 500	Analysis
EV/EBITDA	9.22x	16.34x	GDX cheaper
Price/Cash Flow	10.71	16.41	GDX cheaper
Net Debt/EBITDA	0.32	1.48	GDX fractions of debt
Total Debt/Total Assets	13.94%	29.92%	GDX less levered
Net Margin	17.05%	11.24%	GDX ~50% higher

出典: Factset, Incrementum AG

¹⁹ See chapter "Gold Miners' Puzzle in This Market Cycle: To Grow or to Save?" and "Performance Gold – Is It Time for Mining Stocks?" in this *In Gold We Trust* report

Acquisitions are like Russian roulette: Most chambers are empty, but one will kill you.

「買収はロシアンルーレットのようなものだ。ほとんどの弾倉は空だが、一つだけが命取りだ。」

投資家 レイ・ダリオ

Contrarian investing is inherently painful. It goes against human nature, and it's deeply uncomfortable. That's why it works for the patient investor.

「逆張り投資は本質的に苦しいものだ。人間の本能に反する行為で非常に不快だが、我慢強い投資家には最適なのだ。」

投資家 ロブ・アーノット

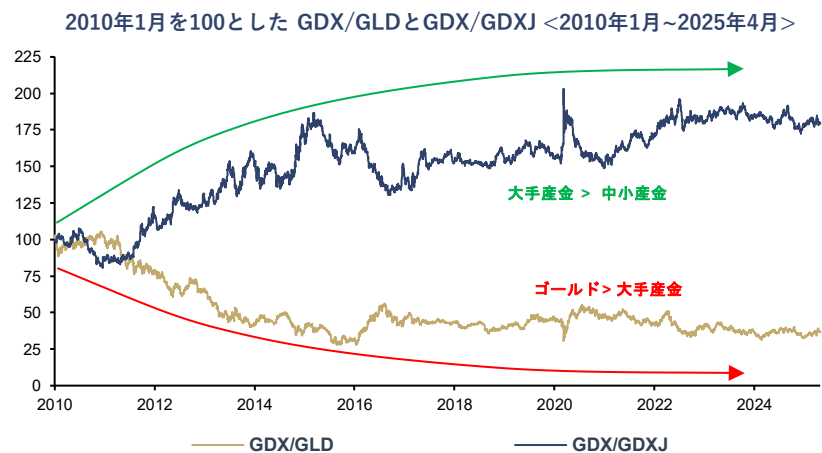
In commodities, you need a stomach of steel and a horizon of decades.

「コモディティの投資には鉄のような意志と数十年先を見据える視点が必要だ。」

投資家 ジム・ロジャーズ

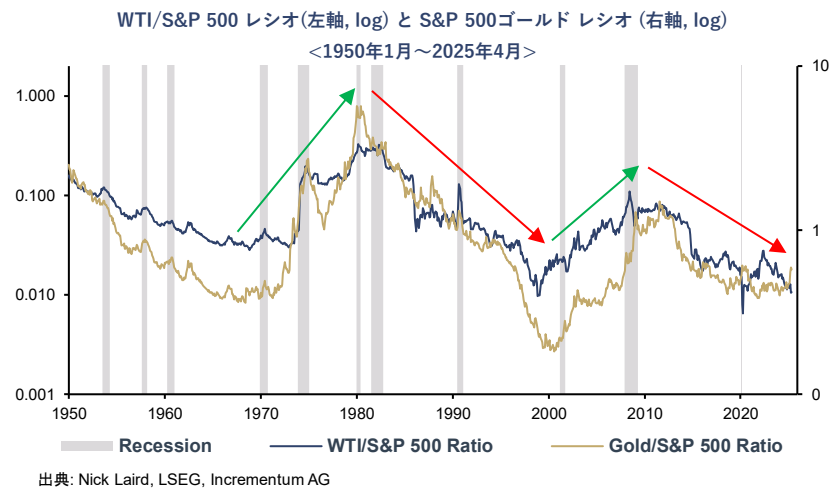
いずれにしろ新たな鉱山プロジェクトのための資金は依然として十分ではないことは確かだ。現在、生産ギャップを埋めるために鉱山業界再編の波は勢いを増している。Lundin と Filo、Gold Fields と Osisko、Equinox と Calibre などの最近の動きが示すように、これまでの買収は中規模企業が中心だった。しかし、本番はこれからで、今後は過去最高の利益率を上げフリーキャッシュフローで資金調達できる大手同士のメガ買収劇が始まるだろう。これを押すのは埋蔵量を補完する必要が大きく高まっていること(年間1306.2トン)と、鉱床の品位低下という切実な問題だ。金利の低下は、資本集約型であるこの業界にとって資本コストの低下と、金鉱株の配当の魅力を高めるという点で恩恵をもたらすことになるだろう。

ゴールドセクターでは、ゴールド価格と金鉱株価に差があるだけでなく、大手産金企業と小規模産金企業の株価にも大きな差があり、その背景には慎重なリスク志向がある。ゴールド価格の上昇が続いて鉱山業界の評価及び潜在的なパフォーマンスに注目が集まれば、リスクオンへの動きの一環として特に小規模・中規模産金企業にとっては相対的な強さを表す新しい時代が始まるかもしれない。そうなれば、2010年、2011年から始まった大手株と中小株のギャップは縮まるかもしれない。



コモディティー

コモディティーのサイクルは現在疲れ切って一時停止している。特に最近のゴールド価格と原油価格の差は激しい。足元では、米国の新たな関税政策をめぐる不確実性がコモディティー価格には大きな打撃だ。歴史的に見ればゴールド価格と原油価格が乖離するのは珍しいことではないが、それぞれの転換点が時間的にずれたとしても、コモディティスーパーサイクルにおいては太筋で連動していた。これは S&P 500 に対するゴールドと原油の相対的なパフォーマンスを比べるとわかる。



*The Chinese economy is an ocean,
not a small pond.*

「中国経済は海であり、小さな池
ではない。」

中国国家主席 習近平

中期的にはコモディティー市場は新しい地政学的現実を反映することになるだろう。米国が世界のリーダーとしての地位を縮小するにつれて、欧州、中国、その他の地域は防衛とエネルギーインフラの強化に走り、戦略的コモディティーの需要が高まるだろう。地政学的確実性が崩壊しつつある世界では、国家も企業も戦略的資源を溜め込むしかないのだ。

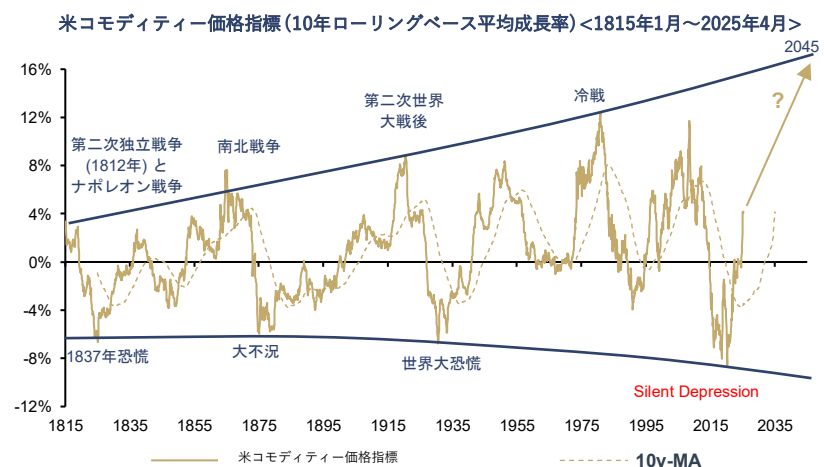
中国は狙いを定めたデカップリング戦略を取ることによってこの動きをさらに加速している。中国は世界の生産の60%、レアアースの加工では90%を占める一方で、米国向け輸出のシェアは19.2%(2018年)から14.7%(2024年)に減らしている。中国は米国向けの輸出規制によって、独占的地位をさらに強め、構造的な供給リスクを作り出している。原材料が武器としても保険としても地政学的勢力の手段になってすでに久しい。この環境で投資の成果を上げるには、新しい権力構造を理解し、特定のコモディティーの持つ政治的機能も考慮に入れなければならない。

*The US retreat behind the walls of
Fort Monroe should lead all major
economies to increase their
stockpiles of commodities.*

「アメリカがモンロー要塞の中に
退いたことで、主要国経済はコモ
ディティーの備蓄を増やすべき
だ。」

エコノミスト **Louis-Vincent
Gave**

しかし、短期的には強気材料となる要因もある。金融政策の緩和が、弱いドルと中国の大規模な財政・金融刺激策とともに次の上昇局面を作り出すかもしれない。さらに防衛産業の需要拡大やグリーン産業への投資がこれを支えるだろう。さまざまな10年スパンで見た場合、リターンはまだ伸びる余地があると言える。



Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles, have global cross-border and cultural appeal, and come together as an all-weather inflation hedge.

「ビットコインとゴールドの二つは最も流動性の高いオルタナティブ資産だ。互いが競合するものではなく役割が違う。どちらも国や文化を問わず支持され、万能のインフレヘッジとして機能する。」

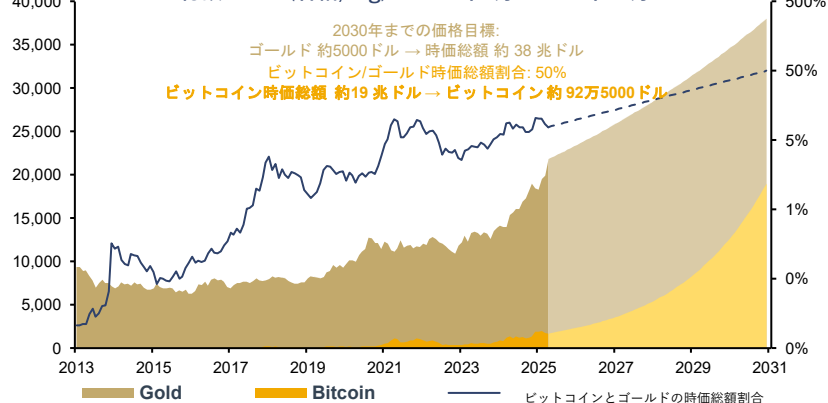
投資家 Charlie Morris

ビットコイン

世界秩序の再編成が進行しつつある現在、ビットコインも勝者になりうるだろうか。地政学的緊張が高まる中、ビットコインのような分散型暗号資産には明らかに利点があるように見える。国家が定めた制約がなく、国境を跨ぐ取引が容易にできることなど、ビットコインは確かに従来の通貨に変わるうる手段だ。米国はトランプ大統領が戦略的ビットコイン準備金設立に関する大統領令に署名したことで、国家レベルのデジタルゴールドをめぐる競争に参入した。

しかし、ビットコインがゴールドの代わりになるまでにはまだ長い道のりがある。4月30日の時点で、今までに鉱山から生産されたゴールドは全体で2万7465トン。1オンスあたり3288ドルで時価総額は約23兆ドルだ。一方、1ビットコインは9万4200ドル、全体の時価総額は1.9兆ドル、ゴールドの約8%だ。我々の2030年終りまでのゴールド価格の予想に沿って考えると、ビットコインがその時点でゴールドの時価総額の半分に達しているというのは不可能なことではないだろう。仮にゴールド価格が少なく見積もって約4800ドルになるとすれば、ビットコインの時価総額がゴールドの半分にするには、ビットコイン価格は90万ドルにまで上がらなければならない。どちらも強気の予測ではあるが、ゴールドとビットコインのこれまでのパフォーマンスをみると究極的には可能なかもしれない。

ゴールドとビットコイン(左軸)時価総額(10億ドル)とビットコイン/ゴールド時価総額レシオ(右軸, log) <2013年1月~2030年12月*>

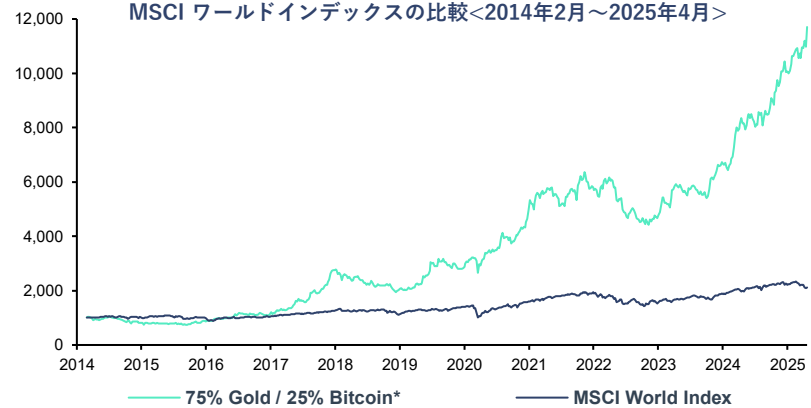


出典: LSEG, ワールド・ゴールド・カウンシル, コインマーケットキャップ, Incrementum AG
*2030年末のビットコイン供給予測とゴールド供給予測に基づき、供給の年間成長率 1.5% として

ゴールドに、インフレに影響を受けない資産としての競争相手が現れたという事実はそれ自体不利なことではない。競争がビジネスを刺激するというのであれば、ゴールドとビットコインの組み合わせに投資した方が、リスク調整の観点からそれぞれ別に投資するよりも有利だと気づく投資家が今後増えるだろう。我々が長年掲げてきた信条は「安定にはゴールド、コンベクシティにはビットコイン」だ。二つのアセックラスに違いはあるが、この両方に投資することは、法定通貨が支配する世界から背を向けるという能動的な行動を意味するのだ。²⁰

²⁰ You can find more information on our investment strategies at www.incrementum.li/investmentfunds. For Bitcoin enthusiasts, we also offer a quarterly publication, "The Bitcoin Compass", which can be downloaded free of charge: <https://www.incrementum.li/en/incrementum-bitcoin-compass/>

2014年2月を1000とし、ゴールド75%ビットコイン 25% のポートフォリオ*と
MSCI ワールドインデックスの比較<2014年2月～2025年4月>



出典: LSEG, Incrementum AG
*ウィークリーリバランス

The Big Correction 「大いなる調整」？ – ゴールド価格の調整をもたらす要因とは

長期的には完全な上昇トレンドであっても、我々の分析によれば調整局面は起こる。一時的に弱気相場をもたらすような要因には以下の事柄が考えられる。

- 中央銀行のリスク: 四半期に平均 250 トンという現在の購入が予期せず減れば、構造的需要がなくなる可能性がある。
- 投資家のリスク回避とポジション縮小: 4 月の「解放の日」直後に起こったような広範囲の売りが起これば、投機的ポジションが急速に減る。米国株式市場の流動性が低下すれば大口投資家による利食い売りの可能性も無視できない。
- 地政学的リスクがもたらすプレミアムの減少: ウクライナでの戦争終結合意、中東の紛争解決、貿易戦争、特に中国との早期終結などは 地政学的リスクの高まりで上昇していたゴールド価格を押し下げる可能性がある。
- 予想以上に強い米国経済: 米国経済が堅調であれば、FRB は利上げに踏み切る可能性がある。
- テクニカルおよびセンチメントがもたらす高いリスク: 場合によってセンチメントは強気、ポジションが極端に偏る可能性がある。
- ドルの上昇: 短期的にドルが売られすぎ、極端にネガティブなセンチメントになる可能性がある。

短期的なマーケット状況は緊迫しており、2800ドル近辺までの調整局面もあるかもしれないし、横ばいで推移する可能性もある。しかし、最終的にはそのような動きが強気相場にとっては健全な動きになり、中期から長期視点のゴールドの「ビッグロング」シナリオを否定するという意味では全くない。



The Big Long 「ビッグロング」：黄金の白鳥の到来か

Gold will be repriced once in life; that will be much more than enough.

「ゴールドは人生に一度だけ再評価される。それだけで十分過ぎるほどの価値がある。」

ブロガー Another

I think we're in a long-term bull market in gold. We're seeing reserve accumulation by central banks. I am following it closely. It's my biggest position.

「ゴールドは長期的強気相場にあると思う。中央銀行はゴールドを増やし続けている。自分も注意深くゴールドの動きを見ているし、ポートフォリオの中の最大のポジションだ。」

米財務長官 スコット・ベッセント

映画『マネー・ショート 華麗なる大逆転』は、機能しなくなった金融システム、経済的バブルにあった金融システムに対する戦略的な投資判断の話だ。我々の言う「ビッグロング」は戦略的な投資判断であり、それを支えるのは、相互に補完し合う以下の複数の要素だ。

- － 深刻な政治的、経済的な混乱に直面している世界の金融・財政システムの再編は避けられない。
- － 政府と中央銀行のインフレ志向の政策運営、金融の気候変動²¹
- － アジアやアラブ世界など、ゴールドを好む地域の経済成長
- － 長い間ゴールドから主役の座を奪ってきた米国資産（ドル、米株、米国債）からの資金の再配分
- － ゴールド、シルバー、金鉱株、コモディティの積極運用のゴールドの優れたパフォーマンス見込み

映画『マネー・ショート』と「ビッグロング」が共通点を持つのは偶然のことではない。2000年代にマイケル・バリーのようなアウトサイダー的投資家がした様に、マーケットの根本的な歪みを見出し、「ビッグロング」を支持してきた人々は、『In Gold We Trust』を読んでくれている読者の皆様も含めて、今、恩恵を受けているのだ。伝統的なオーストリア経済学派を支持する投資家らは、ゴールドを信じる者たちを馬鹿にしてきたが、ゴールド信奉者、健全な通貨を信じる人々の主張は、今のマーケットの動きを見ても分かる通り正しかったのだ。

人類最古の価値保存手段であるゴールドは今、はっきりと我々にメッセージを発している。しかし、昨今の驚異的なゴールド価格の上昇は危機感の裏返し以上のものかもしれない。「黄金の白鳥」が現れる初めての兆候かもしれない。世界的な混乱の中で現れる、稀だが極めてポジティブでもあるゴールドの兆。既存の通貨システムが信頼を失いつつある今、ゴールドが通貨資産としての伝統的な役割を取り戻すかもしれない。政治権力の道具としてではなく、超国家的な決済資産として、中立的で借金によ

²¹ See "Gold and the Turning of the Monetary Tides," In Gold We Trust report 2018

らない貿易、交易、信頼のベースとして。ゴールドは、より穏やかな安定した平和的な時代の基盤となる通貨の拠り所なのだ。

現在の地政学的経済的環境を鑑みると、結果はどうであれ、一つだけ確かなことは、

IN GOLD WE TRUST
我々はゴールドを信じる

私たちについて

Ronald-Peter Stöferle, CMT



Ronnie is managing partner of Incrementum AG and responsible for Research and Portfolio Management.

He studied business administration and finance in the USA and at the Vienna University of Economics and Business Administration, and also gained work experience at the trading desk of a bank during his studies. Upon graduation, he joined the research department of Erste Group, where in 2007 he published his first *In Gold We Trust* report. Over the years, the *In Gold We Trust* report has become one of the benchmark publications on gold, money, and inflation.

In 2014, Ronnie co-authored the international bestseller *Austrian School for Investors*, and in 2019 *The Zero Interest Trap*. He is a member of the board of directors at Tudor Gold Corp. (TUD), and Goldstorm Metals Corp. (GSTM). Moreover, he is an advisor to *Von Greyerz AG*, a global leader in wealth preservation in the form of physical gold stored outside the banking system. He is also a Member of the Advisory Board at *Monetary Metals*.

Mark J. Valek, CAIA



Mark is a partner of Incrementum AG and is responsible for Portfolio Management and Research.

While working full-time, Mark studied business administration at the Vienna University of Business Administration and has continuously worked in financial markets and asset management since 1999. Prior to the establishment of Incrementum AG, he was with Raiffeisen Capital Management for ten years, most recently as fund manager in the area of inflation protection and alternative investments. He gained entrepreneurial experience as co-founder of philoro Edelmetalle GmbH. Since 2024, he has been a Member of the Advisory Board at *Monetary Metals*. In 2014, he co-authored the book *Austrian School for Investors*.

Incrementum AG



Incrementum AG は、リヒテンシュタイン公国に拠点を置く、オーストリア金融市場機構(FMA)に認可されたオーナー経営の投資・資産運用会社です。私たちの大きな強みは投資ファンドの運用及び資産運用にあります。

私たちの投資に対する姿勢は、世界経済の状況のみならず、常にグローバルな現在の金融システムの中でそれを評価することです。私たちにとって独立性と自立性は一番の礎であり、5人のパートナーが100%当社を所有しているのもそれが理由です。

www.incrementum.li

『In Gold We Trust』の出版権は、2023年11月に Sound Money Capital AG に譲渡されましたが、同レポートは今まで通り Incrementum ブランドとの共同ブランドで提供されます。

2025年度『In Gold We Trust』の出版において多大なご支援をいただいた
以下の方々に心より感謝を申し上げます。

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Rudi Bednarek, Daniel Gomes Luis, David Waugh, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Katharina Vesely, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Anton Kiener, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Velina Tchakarova, Dietmar Knoll, Louis-Vincent Gave, Luke Gromen, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Heinz Peter Putz, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, Silver Institute, World Gold Council, Mining Visuals, the whole wonderful team at Incrementum and of course our families!

Contact

Sound Money Capital AG
Industriering 21
FL-9491 Ruggell
Fürstentum Liechtenstein

Email: contact@soundmoneycapital.com

免責条項

当出版物の目的は情報を提供することのみにあり、投資アドバイス、投資分析あるいは金融商品の売買を提案または勧誘するものではなく、またそのような提案または勧誘とみなされるべきものでもない。特に当出版物は個別の投資あるいはその他の助言の代わりになるものでもない。当出版物に記載されている情報は執筆時点のものであり、将来的に予告なく変更される可能性がある。

『In Gold We Trust』レポートの著作権は2023年11月 Sound Money Capital AG に譲渡された。なお当出版物はこれまで通り Incrementum ブランドとの共同ブランディングで提供される。

当出版物の著者らは採用した情報源の選択と内容には最大限の注意を払っているが、Sound Money Capital AG と Incrementum AG 同様に、提供された情報や情報源の正確性、完全性、最新性及びそれらに起因するいかなる責任や損害（派生的、間接的損害、利益の損失、予測の不達成などを含む）について一切の責任を負わない。

Sound Money Capital AG 及び Incrementum AG の全ての出版物は原則としてマーケティング資料あるいはその他の情報であり、Market Abuse Regulation 意味における投資奨励には該当しない。両社はいかなる投資推薦も発行していない。

『In Gold We Trust』レポートの内容については Sound Money Capital AG が全面的かつ単独で責任を負う。

Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. 無断転載厳禁



 **サンワード証券株式会社**