



2026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**

 ARGENTA SILVER

**BARRICK**

 **ELEMENTAL  
ROYALTY**

 **Elementum<sup>®</sup>**  
INTERNATIONAL AG

 **Newmont<sup>™</sup>**

# 目次

序章: バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー : 通貨の未来への回帰.....	5
--	---

「バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー：通貨の未来への回帰」では『In Gold We Trust』レポートで我々が過去 20 年にわたって主張してきたテーマをまとめた。「通貨の未来を知るには過去を見よ。今やゴールドの再通貨化の真只中だ。」

黄金よ、どこへ行く.....	21
----------------	----

「パックス・アメリカナ」とそれとともにある 1971 年以降のフィアット通貨体制には、紛れもなく疲弊が見え始めている。古い通貨システムから新しいシステムの移行が問題なく進むことは稀だ。それだからこそ、この時期に投資家が最も肝に銘じなければならないのは、方向性、慎重さ、分散という 3 つの点だ。

Premium Partners.....	41
-----------------------	----

私たちについて.....	42
--------------	----

**本稿は 2026 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](https://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: 2026 Sound Money Capital AG. 無断転載厳禁



**Gregor Hochreiter**  
Editor-in-chief



**Richard Knirschig**  
Quantitative analysis  
& charts



**Lois Hasenauer-Ebner**  
Quantitative analysis  
& charts



**Doris Ringsmuthr**  
Assistant



**Stefan Thume**  
Webdesign & media



**Abolade Akinfenwa**  
Contributor



**Peter Árendáš**  
Contributor



**Ted Butler**  
Contributor



**Carlo "Migs" Caparas**  
Contributor



**Florian Grummes**  
Contributor



**Daniel Gomes Luis**  
Contributor



**Katrin Hatzi-Dürnberger**  
Proof reading



**Philip Hurtado**  
Proof reading



**Theresa Kammel**  
Contributor



**Lokaa Krishna**  
Contributor



**Ronan Manly**  
Contributor



**Paul Mylchreest**  
Contributor



**Denis Ott**  
Charts



**Giovannis Sala**  
Contributor



**Charley Sweet**  
Proof reading



**David Waugh**  
Contributor

2026年度 『In Gold We Trust』 の印刷版は [こちら](#)  
からご購入いただけます。

# 序章: バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー : 通貨の未来への回帰

*“The future looks like a past that feels very far gone.”*

「未来は遠く過ぎ去った過去のように見えるものだ。」

投資運用会社 ブリッジウォーター

- 『In Gold We Trust』レポートは、今年で第20版を迎えた。Erste Groupのもとで2007年に初版を発行した当時のゴールドの価格は670ドル。それが今やほぼ7倍になり、我々の考え方が根本的に正しかったことが立証された。
- 今回のレポートの「バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー：通貨の未来への回帰」というテーマは、我々の20年にわたるゴールド市場分析の真髄、「通貨の未来を知るには過去を見よ。」、つまり今日の市場動向を形成しているのは1971年、2008年、2020年当時の金融および財政政策であることを意味している。
- パックス・アメリカーナー1945年以降のグローバルシステムを構築してきた通貨・政治・軍事・経済の秩序は終わりに近づいている。
- ここ最近のゴールドの強気相場を支えるのは、ゴールドを信頼する新興国と国際秩序に対する信頼の低下だ。欧米諸国でインフレ率が再び上昇すれば、ゴールドの需要はさらに大きく膨らむ可能性がある。
- ゴールドの強気相場は（まだ）バブルではない。我々は今、2020年の『In Gold We Trust』レポートで宣言した「ゴールドの10年」の真只中にいる。米ドル建てゴールド価格の上昇率は165%、ダウ理論による長期的な強気相場で最もダイナミックな「追随期」にいる。

There is no humorist like history.  
「歴史ほど優れたユーモア作家はいない。」  
歴史家 ウィリアム・ダラント

The future has many names. For the weak, it is the unattainable.  
For the fearful, it is the unknown.  
For the bold, it is the opportunity.  
「未来にはいくつもの名前がある。弱き者にとっては不可能、恐れる者にとっては未知、勇気ある者にとっては機会である。」  
作家 ヴィクトル・ユーゴー

We are at a point in history where most April Fool's jokes are indistinguishable from totally real things that happen regularly now.  
「私たちは今、エイプリルフールのジョークと、日常的に起きるごく普通の現実との区別がつかないような時代にいる。」  
経済アナリスト リン・アルデン

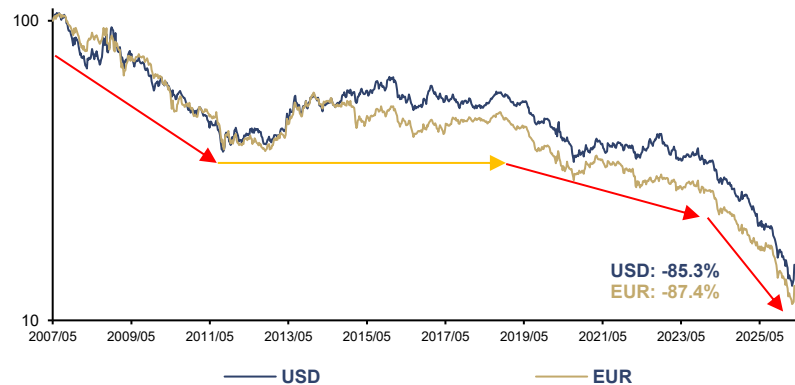
我々が2007年5月に出版した『In Gold We Trust』の初版はわずか22ページ、世界の状況は今と全く異なっていた。ホワイトハウスにはジョージ・W. ブッシュ大統領がおり、サッカーワールドカップを制したのはイタリアだった。ネットフリックスはDVDのレンタルサービスをやっていたし、スティーブ・ジョブズが発表したばかりのiPhoneはまだ市場に出回っていなかった。ゴールド価格は1オンス約670ドル、米国の国家債務はGDPのおよそ60%の9兆ドル程度だった。

コネチカット州にあるいくつかのヘッジファンドを除けば、サブプライムという言葉を知っている人はほとんどおらず、ベン・バーナキン議長率いるFRBは物価安定の絶対的な守護神とされていた。中央銀行が何も無いところから魔法のように何兆ドルもの通貨を作り出し、金利をマイナスに下げ、国債を買い入れるだろうと言うものならば、通貨の世界のファンタジー物語として笑われていただろう。そして、どこの誰かもわからない人物がたった9ページの論文でゴールドに対抗するデジタル通貨を作り出すなどとは、誰も想像すらできなかったはずだ。

我々が初期の『In Gold We Trust』レポートでオーストリア経済学派について触れた時には、「アルプス山脈地方の無名な宗派についてでも説明しているのか、全く理解できない。」と丁重なフィードバックを頂戴した。それから20年経ち、いくつかの金融危機サイクルを潜り抜けて、経済学者リチャード・カンティロンが唱えた「カンティロン効果」、「malinvestments(不適切投資)」、「time preference(将来よりも今を優先する傾向)」といった専門用語は、今や経済学や金融理論の主流に加わった。これに大きく貢献したのは間違いなくサトシ・ナカモトで、彼の提唱したビットコインのおかげで、今の若者は世間が考える以上に法定通貨(フィアットマネー)の本質を理解している。

20版合わせて5千ページを超えるレポートと7倍近くになったゴールド価格を横目に我々は、映画『バック・トゥ・ザ・フューチャー』の、支離滅裂ながらも愛せずにはいられないドク博士が「別の時間軸」と呼んだ、そのような不思議な現実と直面している感覚にとらわれている。1945年以降に世界のシステムを形作ってきた政治・軍事・通貨の秩序である「パックス・アメリカナ」は終わりつつある。政府、中央銀行、そして法定通貨といった既存の制度に対する信頼の崩壊、それこそがゴールド価格を押し上げている原動力だ。

### ドルとユーロ建 (log) ゴールド価格、100 = 2007/05, 2007/05-2026/05



出典: LSEG, Incrementum AG



今回の創刊 20 周年のレポートのテーマである「バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー: 通貨の未来への回帰」は、昔懐かしい映画を連想させることを狙ったシャレではなく、我々の確固たる考えに基づいている。『バック・トゥ・ザ・フューチャー』のマーティ・マクフライが、未来の間違いを直すにはまず過去を理解しないとけないと気付いたように、通貨の世界においても、通貨の未来を知るには過去を見るべきなのだ。

## バック・トゥ・ザ・信頼の未来: 通貨の基盤にある信頼

Trust is not a soft asset. It is the core operating system of civilization – the silent architecture that makes markets function, communities survive, and promises hold.

「信頼とは実体のない資産ではなく、文明の根幹であるオペレーティングシステムである。市場を動かす、コミュニティを存続させ、約束を実現するための目に見えない構造体だ。」

投資家 Tony Deden

2007 年以来我々が続けてきた作業の核心には、「信頼」がいかに重要かと言う認識がある。社会を一つにまとめ、協調を促し、未来を予測可能なものにする、形のない接着剤のようなものが「信頼」だ。現代の最も鋭敏な考え方の持ち主の一人である企業家の Tony Deden は、これを目に見えない「てこ」と呼び、貸借対照表にあるいかなる資産よりも価値のある資本と呼んでいる。信頼なくしては、人間関係もクレジットも経済も通貨も存在しない。

従って、我々が 2019 年の『In Gold We Trust』レポートのテーマ、「Gold in the Age of Eroding Trust」に「Trust(信頼)」と言う言葉を入れたのは決して偶然ではなく、2007 年の初版レポートから常に掲げられてきた「In Gold We Trust」と言う言葉言い換えたに過ぎない。以来、信頼の低下は止まるどころかむしろ加速している。信頼を築くには何十年もかかるが、その崩壊はわずか数秒で済むという非情な二面性こそが真のリスクでもある。信頼は、微量で投与される薬のように少しずつ減っていき、そのバランスが失われるある一点にきた時に突然崩れるのだ。まさに、ヘミングウェイが『日はまた昇る』で「徐々に、そして一気に」と表現したように。

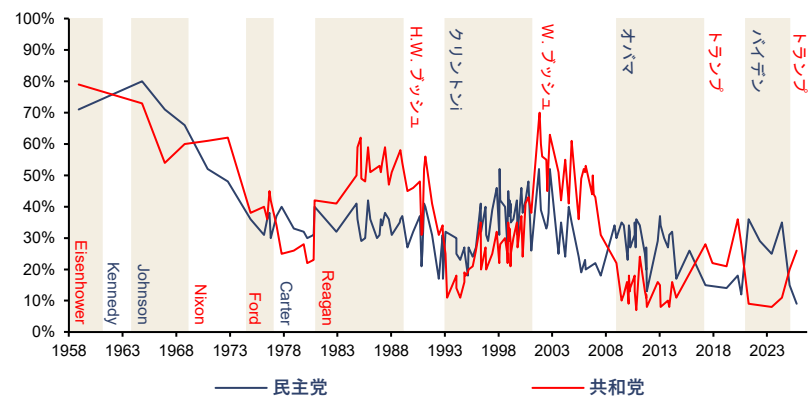
Politics is the art of looking for trouble, finding it everywhere, diagnosing it incorrectly and applying the wrong remedies.

「政治とは、自らトラブルを探し求め、それをどこにでも見つけ出し、その分析を見誤り、誤った方法でそれを解決する芸術だ。」

俳優 グルーチョ・マルクス

今日の米国の政治的な分断は、社会的なコンセンサスの崩壊を如実に表している。ドナルド・トランプが大統領選に勝利してからわずか 1 年後に、ニューヨークでは民主党左派のゾーラン・マムダニ市長が誕生した。大統領選でも市長選でも生活費対策が最大の論点だったが、トランプ大統領とマムダニ市長が唱えた政治的解決策は非常に対照的だ。富の分配をめぐる戦いは、もはや抽象的な政治理論ではなく現在の政治の中心課題だ。19 世紀終わりの米国の「金ピカ時代」と今の社会は驚くほど似通っており、大きな政治的変化や市場の調整の前には社会の不平等がピークに達していたことは、これまでの歴史が証明している。

## 米国の政府に対する信頼調査 1958/01–2025/12



出典: ビュー・リサーチセンター、全米選挙調査、ギャラップ、ABC/ワシントンポスト紙、CBS/New York Times, CNN, Incrementum AG

The public complains about inflation, yet enthusiastically supports political measures that can only be implemented through inflation.

「消費者はインフレについて文句を言うが、その一方でインフレを通じてしか実現できない政策を熱狂的に支持する。」

経済学者 ルードリッヒ・フォン・ミーゼス

信頼は政治にとって非常に重要なだけでなく、あらゆる通貨システムの基盤でもある。信頼の失墜が社会現象以上の意味を持つ所以だ。オーストリア経済学派の経済学者ルートヴィヒ・フォン・ミーゼスが認識していたように、信頼は全ての通貨システムにおける目に見えないインフラだ。もし人々が、通貨の価値を含む国家の保証を信頼できなければ、貨幣の流通速度は高まる。つまり、人々は紙幣を長く持つことを避けて現物資産を求め、より高いリスクプレミアムを要求するようになる。我々は、今、信頼に対する再評価の時が来ているのであり、その評決を市場がゴールド価格という形で下しているのだと考える。

## 政学リスクの高まりとゴールドによる追証

ここ数四半期急騰が続いたゴールド市場に調整局面が来ることは予想できただけでなく、テクニカルな観点からすると遅すぎるほどだった。調整のきっかけとなったのは、理論上は逆の効果をもたらすべき出来事であるイラン戦争だ。市場関係者の多くはゴールド価格がさらに上昇すると予測していたにもかかわらず、市場は逆方向に動いた。通常はゴールド価格を押し上げるはずの戦争が、待たれていた調整局面の引き金となったのだ。上昇機運には直線的なものではなく、構造的な強気相場であっても調整局面、ポジション調整、センチメント消滅という段階を経るが、昨年の『In Gold We Trust レポート：ビッグロング』発表以来のゴールド価格は、調整を経てなお40%高い水準にとどまっている。

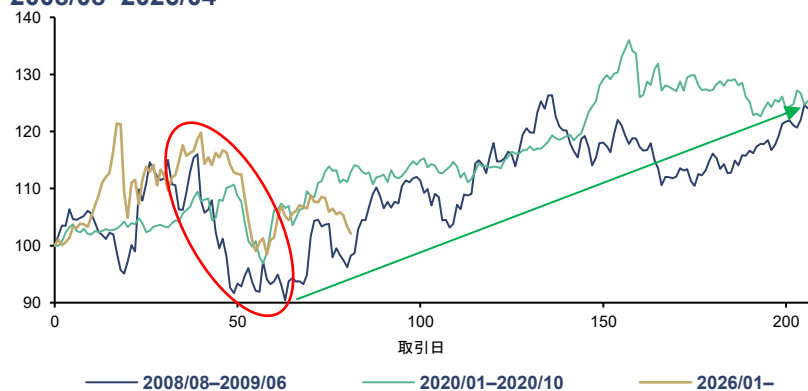
If you're first out the door, that's not called panicking.

「一番に逃げ出すことはパニックとは呼ばない。」

映画『マージンコール』でジェレミー・アイアンズ演じる投資銀行CEO ジョン・チュルドが言った言葉

2026年3月にゴールド価格は1ヶ月で611ドル下がって、単月の下落幅としては過去最大となり、この調整局面の終わりまでにゴールドは1月の史上高値から27%下がった。そして我々が想像していた通り、多くのメディアや市場関係者はゴールドの安全資産としての機能が失墜したと宣言した。しかし、市場メカニズムを理解している関係者はいつも通りのパターンで動いたと静かに見守っていた。金融市場が重圧にさらされる時、ゴールドは流動性が高いのに売られるのではなく、流動性が高いがゆえに売られるのだ。全く同じことは2008年10月にも起こった。リーマンショックをきっかけにあらゆる資産クラスで追証が発生した時、ゴールドは29%下がった。さらにコロナ禍が始まりの2020年3月に叩き売りが市場を襲った時にもゴールドは12%下がった。

### ドル建てゴールド価格、100 = 2008/08, 2020/01, 2026/01, 2008/08-2026/04



出典: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

You have to choose between trusting in the natural stability of gold and the natural stability of the honesty and intelligence of the members of the government. And, with all due respect to these gentlemen, I advise you, as long as the capitalist system lasts, to vote for gold.

「あなたたちはゴールドの持つ自然な安定性を信じるか、政府の役人の持つ誠実さと知性をもたらす安定性のどちらを選ぶか決めなければならない。そして、政府の役人の皆さんには申し訳ないが、私から言わせてもらおうと、資本主義システムが続く限り、ゴールドの方を選びなさいとアドバイスしたい。」

文学者 ジョージ・バーナード・ショウ

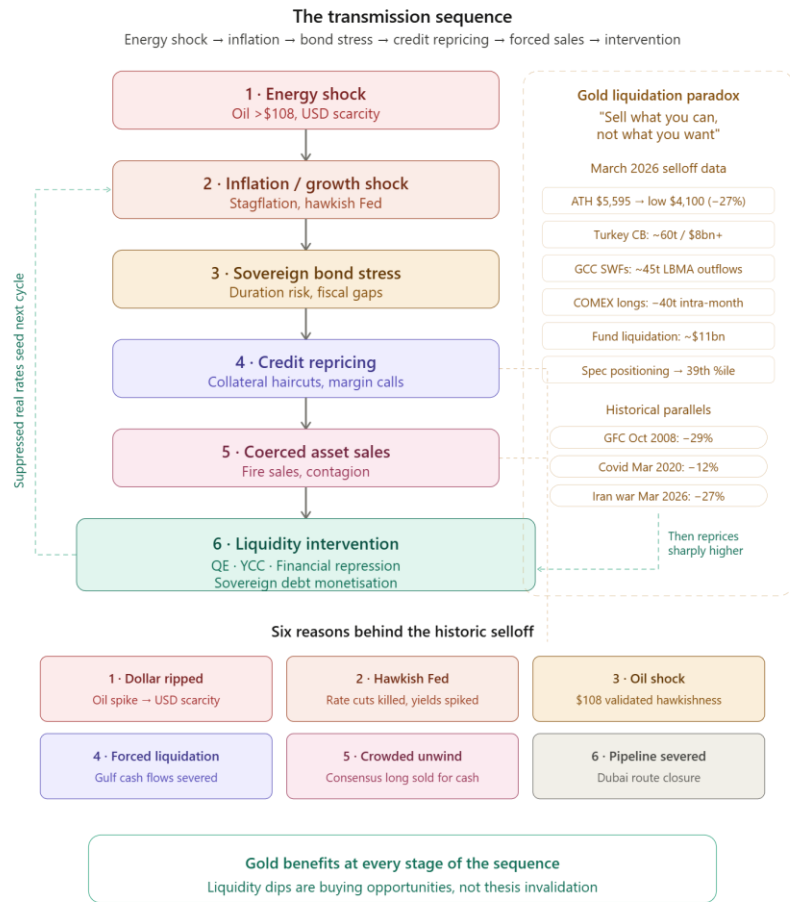
イラン戦争をきっかけとした今回のゴールド価格下落がこれまでと違っているのは、2つの大きな変化が同時に起きたことだ。第一に、ホルムス海峡の封鎖によって、これまで余った米ドルをゴールドに振り分けてきた湾岸地域の産油国のキャッシュフローが途絶えたこと。第二に、事態が深刻化したために利回りが上昇して米ドル高となり、追証が誘発されて保有資産の売却が強制されたことだ。

しかし、肝心なのは、この一連の出来事に対応する中央銀行の行動そのものがゴールド価格の上昇を促してきたという点だ。ゴールド価格は2008年と2020年に2度の下落を経ても全体の上昇機運は変わらず、むしろ下落局面が次の上昇局面の出発点となった。ということは、今回の下落は2026年にとっての吉兆かもしれない。

金融システムにストレスがかかった後にすべきことは何かという問いに対する答えは、常に同じで、それはさらなる流動性の確保だ。その手法には長短金利操作から量的金融緩和、質的金融緩和、金融抑圧、経済刺激策から、さらには現代貨幣理論(MMT)による政策やヘリコプターマネーなど極端なものまで様々ある。こういった政策の一つあるいは複数が実施されるのは時間の問題であり、金融政策と財政政策の境界線はさらに曖昧なものになっていく。

リーマンショックの後、FRBは一連の量的緩和を3回実施し、ゴールド価格は3倍になった。コロナ禍でも過去にないほどの金融拡大策が導入されてゴールド価格は70%以上上昇した。エネルギー価格の上昇 → インフレ率の上昇 → 国債価格の下落 → クレジットの再評価 → 強制売却・清算 → 中央銀行の介入 → というサイクル自体が、そしてそれぞれの段階でゴールドの価値をより高める要因となる。ゴールドはインフレに対するヘッジであり安全資産であり、最終的には価値の下落の連鎖の外にある中立的な価値保存の手段として機能する。

流動性に起因するゴールド価格の調整局面は我々の考え方に反するものではない。調整局面こそが我々の考え方に基づく絶好の買い時だ。2026年3月の下落は通貨のストレステストであり、ゴールドはそのテストに満点合格した。



In Gold We Trust Report 2026 - Back to the Monetary Future - incrementum.li

## 現代の『イリヤスー戦争への叙事詩』: 世界秩序の混乱

Our New World Disorder will be characterized by greater volatility, higher inflation, and deeper financial repression.

「新しい世界的無秩序の特徴はボラティリティーもインフレも高く、金融的抑圧がより大きいものになるだろう。」

ファンドマネジャー Alexander Chartres

「RIP. Pax Americana, 1945–2025.」これはファンドマネジャー Alexander Chartres によるエッセイのタイトルだ。将来の世界秩序がどのような形になるのかは誰にもわからない。しかし、新たな秩序への移行期がどのような様相を帯びるかははっきりしている。古い秩序が一貫性を失い、その一方で新しい秩序がまだ確立されていない移行期には、ボラティリティーが高まって権力が多方に分散し、あからさまな帝国主義が台頭する。効率的な分業体制と資本の最適化が何十年にもわたって行われた結果、決定的なパワーを持つのはエネルギー、メタル、半導体、軍備といった「ハードパワー」になりつつある。

19世紀のイギリスの政治家 Halford Mackinder は、持論「ハートランド理論」にて地理的空間、資源、権力の集中が世界秩序を形成するとした。ハートランド、つまりユーラシア大陸を制するものこそが世界を牛耳ると。2022年から続くロシアとウクライナの戦争のおかげでこの古い地政学的論理が突如として今に甦ったわけだが、それと同時に、紛争はもはや当事国近辺だけではなく、世界のエネルギー価格、サプライチェーン、資本の流れ、そして通貨システムにまで広く影響を及ぼすようになっていることも明白だ。

Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia, and perhaps Iran – an “anti-hegemonic” coalition united not by ideology but by complementary grievances. 「潜在的に最も危険なシナリオは、中国・ロシア、そして恐らくはイランによる大連合で、この“反”覇権連合の結束はイデオロギーではなく互いに補完し合う不満によるものだ。」  
元米国家安全保障担当大統領補佐官 ズビグネフ・ブレジンスキーによる 1997 年出版『地政学で世界を読むー21 世紀のユーラシア覇権ゲーム』 [原題 The Grand Chessboard] より

そして、この世界的な変動の中にイランが加わった。イギリスのジャーナリスト Niall Ferguson はこう述べる。「時間は、拡大しすぎた覇権国の味方にはならない。なぜならば、戦略的な利益よりも戦争にかかる費用が素早く上昇するからだ。」Ferguson は過去の例として 1956 年のスエズ危機を挙げ、当時の英首相 アンソニー・イーデンを辞任に追い込んだのは、ソ連の脅威ではなく経済的な制約だったとしている。

米国にとって、イランとの軍事衝突がエスカレートすれば、スエズ危機がイギリスに与えたような事態になるかもしれない。ペトロダラー(オイルマネー)の上に築かれた体制が、徐々にペトロ元あるいはペトロゴールドに移行していくような、通貨システムにとっては「ルビコン川を渡る」ような、決定的瞬間になるかもしれない。イラン政府が石油輸出に中国元のみを受け取るようになれば、1973 年に確立された米ドル覇権の礎は永久に損なわれることになる。周辺国は イラン・中国・ロシア を中心とした体制に加わり、ホルムス海峡は地政学的要衝から経済的要衝に変わるだろう。5 月初めにアラブ首長国連邦が突如 OPEC から脱退したために長年確立されていた体制も揺らいであり、今後どのような影響が生じるのかわからない。

経済制裁、外貨準備の凍結、関税などはそれぞれ独立した出来事として始まったが、今や通貨システム全体の再評価につながる構造的な動きへと変化している。Ferguson は、中国政府はあらゆる危機を利用して、中東に中国元と中央銀行デジタル通貨を通じた自らの金融システム、決済システムの拡大を図るだろうとしている。米ドルからの離脱は崖から飛び降りるように突然起こるのではなく、坂道を降るように徐々に始まり、危機が起こるたびにその坂道の傾斜が大きくなるのだ。

ここ何十年も間の国際秩序は、米国と米ドルの覇権に基づく自由な貿易と資本の動き、それとグローバルなサプライチェーンを柱組みとして機能していた。しかし、信頼、契約、暗黙の了解が絡んだこのシステムにはすでに深い亀裂が生じており、市場は地政学リスクと世界貿易の再編によって決まる新たな体制へと変化しつつある。オーストリアの作家 Stefan Zweig による『昨日の世界』に描かれているような世界一人人たちが永遠に続くと思われて疑わなかった秩序が一夜にして消滅してしまう一は、残念ながらこれまで以上に現実味を帯びて迫っているといえよう。

## 政治がインフレをもたらす時

No snowflake thinks it started the avalanche.

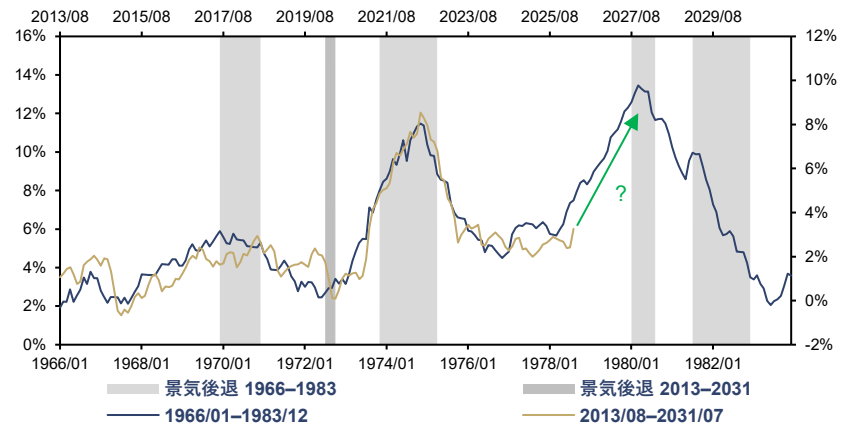
「雪崩の責任が自分にあると思っている雪の結晶は一つもない。」  
ヘッジファンドマネジャー  
ボアズ・ワインスタイン

イランとの軍事衝突は構造的なスタグフレーションを誘発しうものとしてすでにその影響が市場に現れている。プレント原油価格が一時 110 ドル/バレルの大台を超えたのは、海上輸送による世界の石油の約 20% と、天然ガスのかなりの量が影響を受けているため、国際エネルギー機関(IEA) は石油市場における過去最大の供給混乱としている。

これはまさに我々が 2022 年のレポート『In Gold We Trust “Stagflation 2.0”』で警告したスタグフレーションの到来だ。供給サイドからのエネルギーショックが慢性的に疲弊した経済を直撃する。たとえ中東の紛争が短期間で沈静化、あるいは恒久的に解決したとしても、エネルギー価格は高いまま構造的に底上げされた水準が続くだろう。

さらに、1970 年代のように再び大きなインフレの波が訪れる可能性も否定できない。当時のインフレの推移を分析すれば今後の参考になるが、いずれにしろ 1970 年代の展開と今の状況が驚くほど似ていることは明らかだ。

米CPI、前年比、1966/01–1983/12 (左軸), 2013/08–2031/07 (右軸)



出典: Andreas Steno, LSEG, Incrementum AG



Stagflation ... is, of course, a very difficult thing because anything you do with interest rates will hurt one side or the other – either the inflation mandate or the employment mandate.

「スタグフレーションはもちろん厄介な状況だ。どう金利をいじっても中央銀行の2つの責務、物価の安定と雇用の最大化のどちらかを犠牲にするからだ。」

第16代FRB議長  
ジェローム・パウエル

しかし、インフレ圧力は地政学リスクだけではなく国内でも強まっている。ヘッジファンド Ruffer のCIO、Henry Maxey は、『[Let Them Have Cake – and Circuses.](#)』と題した素晴らしいエッセイを書いているが、このサーカスの中心にいるのはどうにもならなくなっている米国大統領だとしている。大統領の支持率が低下して11月の中間選挙が政権に対する審判となる危機に直面する中で、トランプ大統領はポピュリズムに傾きつつある。政治的な圧力を使ってクレジットカード債務の金利に上限を設けようとしたり、住宅ローン担保証券2千億ドル分を買い取ったり、または関税収入を財源とした給付金を支給したりと、まさに人気取りだけのために無限に富を生み出し続ける、持続不可能な経済政策を連発している。

Maxey は、経済学者 Fred Hirsch が著書『[The Political Economy of Inflation](#) (1978)』の中で説いた「インフレは社会秩序の崩壊と密接な関係がある」という主張を紹介する。

「社会基盤であるイデオロギーに対する闘争が最も激しくなった社会や時代に、インフレが最もひどくなるという事実は決して偶然ではない。富の分配をめぐる闘争の抑制を、金融不安を引き起こさずに実行するには、所得配分や福祉に対する価値観や原則についての十分な権威あるいは十分な合意のいずれかが必要だ。そのような新たな権威や合意が現れる前に既存の制度や権威が弱まった時に、インフレが発生するのだ。」

Inflation is a choice.

「インフレは一つの選択だ。」  
第17代FRB議長  
ケビン・ウォーシュ

この指摘は、社会の誰が不利益を被るべきか社会的な合意ができない場合、インフレは社会の全員にその答えの決定を押し付けるという、非常にわかりやすいと同時に不愉快な現実を突きつける。

Rufferによると、このような社会の行き着く先は「DINOsty – Democracy In Name Only [名ばかりの民主主義]」であるとする。「[オーストリアの経済学者] フリードリヒ・A・フォン・ハイエクが『[The Road to Serfdom](#)』で描いた自由主義秩序の緩やかな減退は、戦車によってではなく法律によって進んでいる。」と。FRB議長に対する訴訟などは通貨制度を政治化するためのシステミックな第一歩だ。中央銀行の独立性が政治の切り札にされた時、国内政治と外交、そして金融政策と財政政策は一つの経済的な混合体となる。しかし、ゴールドはその中で、投票で選ばれることもなければ無視することもできない数少ない資産の一つとなる。

## ゴールドが再び通貨に

When I had my fund, people would've called me a gold bug.  
「ファンドを運営していた頃の私を見たら、私は”ゴールドの信奉者”と呼ばれていたでしょう。」  
米財務長官 スコット・ベッセント

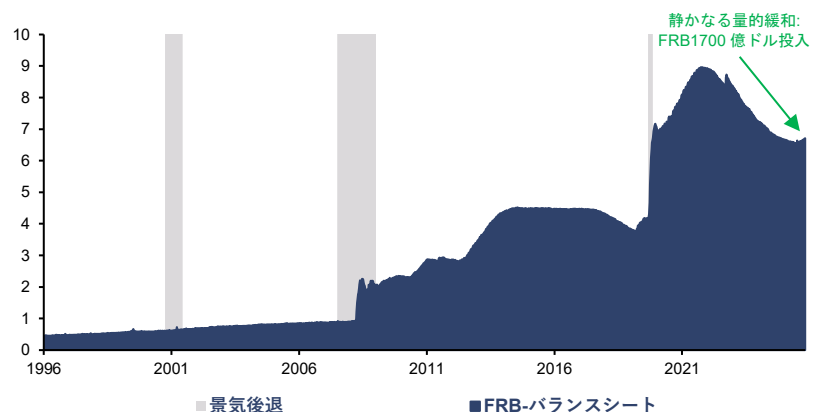
This is not QE. In no sense is this QE. 「これは量的緩和ではない。決してそうではない。」  
第16代FRB議長 ジェローム・パウエルが2019年10月初めに語った言葉

既存の体制に対する信頼が失われた後に必要になるのは、新しい、あるいは既に実績がある信頼できる通貨なのだが、これこそが、長い間あり得ないと考えられてきた、「通貨としてのゴールド」が再び取りあげられる背景だ。

2026年7月4日、アメリカ合衆国は建国250周年を迎えるが、この250年という象徴的な節目が、通貨制度を根本的に変えるような歴史的契機になる可能性がある。ゴールドを原資とした債券、ゴールド準備高の公的な再評価、あるいは一部の債務免除を今年行うかどうかといったことが議論されているからだ。米国がゴールド準備高の再評価を行うという議論は、もはや突拍子もないことではなく、現実的な政治的選択肢の中に静かに入り込んでいるのだ。

ケビン・ウォーシュがジェローム・パウエル議長の後任に就任してからまだ間もないが、彼にはすでに金融政策の苦境が待ち構える。ウォーシュ議長はバランスシートを縮小し、特に長期国債や住宅ローン担保証券を売却したいと考えているが、2025年12月1日に量的引き締め策が公式に終了したことからわかるように、今それをするには流動性が逼迫し過ぎている。FRBのバランスシートは2025年末からおよそ1750億ドル増えて6.7兆ドルに膨らみ、この増加は公的には準備金管理ということになっているが、経済的には静かな量的緩和策として機能している。

### FRBのバランスシート(兆ドル) 2000/01-2026/04



出典: LSEG, Incrementum AG



We're going to monetize the asset side of the US balance sheet for the American people. We are going to put the assets to work.  
「我々はアメリカ国民のために政府のバランスシートの資産を収益化するつもりだ。政府の資産を有効活用する。」  
米財務長官 スコット・ベッセント

このバランスシートの中でコロナ禍中に拡大した4.8兆ドルのうち、これまでに売却されたのは半分に過ぎない。米国の金融市場を縛っている赤字の増大と海外の米国債需要の減退という2本の鎖が、次の景気後退や金融市場の危機でちぎれるようなことになれば、この静かな量的緩和策は、我々の友人でもある米国の投資家 Larry Lepard が長い間警告してきたインフレの最終局面、「The Big Print [紙幣の大量印刷]」によって代わられるだろう。

そのような極端な環境になれば、米国のゴールド準備高を市場価格で再評価するといった常識はずれの手法が必要になる。米国は正確にいうと、外貨準備高としては世界最大となる2億6149万8926トロイオンス、およそ8133トンのゴールドを保有している。しかし、1973年の法律で1トロイオンス42.22ドルと定められたこのゴールドの簿価はわずか110億4千万ドルだ。現在の市場価格、およそ4600ドルで再評価す

れば、これが米国の国家債務全体のおよそ 3% に相当する 1.2 兆ドルに跳ね上がり、莫大な評価益を米政府の財務的な余裕資金と捉えることができる。

これが理論にとどまらないことを示す 2 つの証拠がある。第一に、スコット・ベッセント米財務長官が「米国のバランスシート上の資産を現金化するつもりだ。」と発言したこと。第二に、さらに大きな注目を集めたのが 2025 年 8 月に FRB が「[Official Reserve Revaluations: The International Experience](#)」と題した論文を発表したことだ。

At any moment of decision, the best thing you can do is the right thing. The worst thing you can do is nothing. 「決断を下す時、最善の策は正しいことをすることで、最悪の策は何もしないことだ。」  
第 2 代米国大統領  
セオドア・ルーズベルト

The rising gold price has helped us substantially. 「ゴールド価格の上昇で我々は大いに助けられた。」  
米財務長官 スコット・ベッセント

The US government is trying to prevent free markets from accurately pricing in the cost of the war in Iran, all while maintaining the illusion of free markets and hoping the war will be over before the reality of the situation becomes clear to investors. 「米政府は自由市場の幻想を維持しつつも、イラン戦争のコストが自由市場に正確に反映されるのを阻止しようとしている。投資家が真相を知る前に戦争が終わることを願いながら。」  
経済アナリスト Luke Gromen

Gold will be repriced once in a lifetime; that will be more than enough. 「ゴールドが再評価される機会は一生に一度だけ。それでも十分過ぎるほどだ。」  
ブロガー “Another”

これまでの歴史を振り返ってみると、極めて示唆に富む事例を見つけることができる。1934 年 1 月 30 日にフランクリン・D・ルーズベルト大統領は金準備法によってゴールドの公定価格をオンスあたり 20.67 ドルから 35 ドルに引き上げた。これは実質的にはゴールドに対する米ドルの価値が 41% 下がったことを意味し、この時の通貨発行益およそ 28 億ドルは新たに設立された為替安定化基金(ESF) に組み込まれた。この基金は現在でも財務長官が国会の承認なしに外国為替市場に介入する時に使われる。1972 年にもゴールドに対して米ドルが切り下げられて オンスあたり 38 ドルになり、その後再び 1973 年に現在の 42.22 ドルになった。

米国はゴールド準備高を一回限りの再評価だけでなく、ユーロ圏のように市場価格の評価に移行することも可能だ。そうなれば含み益が可視化されて将来のゴールド価格の上昇が継続的にバランスシートに反映されるようになるわけだが、それは再評価の時点で生じる影響だけでなく、政府による投資という観点からも興味深いものがある。中央銀行がゴールドを時価で評価した時の経済的なインパクトとはなんだろうか？

ゴールド準備高を時価で評価する場合、ゴールド価格の変動によって中央銀行が得る結果は非対称的である。つまり、ゴールド価格が上がれば準備高の価値は即時に上がり、政府の利益が増えて中央銀行の自己資本にも余裕が生まれ、それをもとに追加的な政策を実施することもできる。逆にゴールド価格が下がって損失が生じてもマイナスの影響は小さい。再評価勘定で吸収する、中央銀行内に保留する、あるいは政府への分配を停止することで処理できるからだ。つまり、ゴールド準備高が従来のコールオプションのような、価格上昇局面の恩恵を得ながらも所有者の直接的な負担は限定される働きをするのだ。巨額債務と財政上の制約がある現在において、ゴールドはただ保有するだけの準備高資産から、戦略的なオプションのように機能する資産、つまり、「Free Gold [リスクフリーの資金源]」に変貌するのだ。

新興国も通貨としてのゴールドに大きな関心を寄せている。ロシアの研究者らは「The Unit」という名のプロジェクトのもと、BRICS 域内貿易を対象としてゴールドに裏付けされた決済手段(現物ゴールド 40%、BRICS 五カ国の通貨バスケット 60%)の開発に取り組んでいる。これはまだリサーチ段階で公式なものではないが、この考え方自体が、米ドル覇権が終了した後の新しいシステムとそこで重要な役割を担うゴールドとすることを示唆している。

これに関連してファンドマネジャーの Bernhard Matthes は興味深い指摘をしている。アジアや中東の中央銀行が購入するゴールドは、単に準備高資産の分散のためだけでなく、より素早く戦略的に有利な立場を得るためであると。実際にゴールドが BRICS 諸国の決済システムの基幹通貨になれば、その参加国すべてが、新体制における自国の通貨の為替レートは何かという、1990 年代に現在のユーロ圏加盟国が直面したのと同じ問題を考えなければならないからだ。

Gold goes where the money is, and it came to the United States between World Wars I and II, and it was transferred to Europe in the postwar period. It then went to Japan and to the Middle East in the 1970s and 1980s, and currently it is going to China and also to India. 「ゴールドは富のあるところへ向かう。第一次世界大戦と第二次世界大戦の間に米国に集まり、戦後は欧州に向かった。その後 1970 年代と 1980 年代には日本と中東に、そして今は中国とインドに向かっている。」  
貴金属アナリスト James Steel

その時にゴールド準備高が十分にある国はより強い立場で新体制に参加することができる。こう考えると、中国、インド、トルコなどの中央銀行が着々とゴールドを積み上げているのは、まだ確立されていない通貨体制において通貨のレバレッジを確保しておこうという冷静な判断に基づいた行動であると言える。もっと俗な例に例えれば、バカンスでマヨルカ島に行くドイツ人観光客が朝からビーチチェアにタオルをおいて場所取りをする行為はよく知られているが、その時早起きする者ほど良い場所を確保できる、それと同じ理論だ。

また、上海黄金交易所(SGE) が着実にインフラを拡大していることからわかるように、ゴールドは単なる安全資産から、レポ取引の担保、カバレッジの構成資産、そしてさらには価値を測る中立的な物差しまでを含む決済手段へ変わりつつある。既存の体制と並行して、アジアを中心とした金融システムの構築が今静かに進行しているのだ。

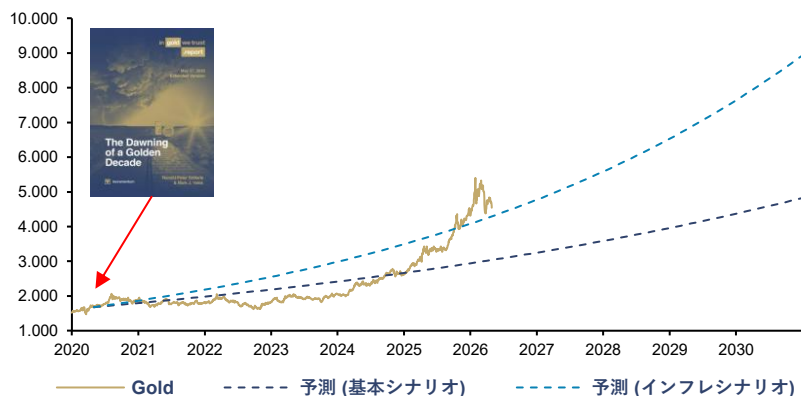
こう考えると次のようなイメージが頭に浮かぶ。中国は戦略的な囲い込みに狙いを定めて忍耐強く基を打っている、その間、米国がやっているのは行き当たりばったりのハッターリに最大限のレバレッジをかけたポーカー。一方、欧州はというと、ゲームのルールを 24ヶ国語に翻訳し、インパクトアセスメントを終えて倫理委員会を招集し、やっとテーブルに座ったところだ。他の参加者はとっくにゲームを始めているというのに....

## 今は「ゴールドの 10 年」の真只中

Big bull markets always find a way to keep you frightened and OUT. Big bull markets are devils with no conscience – to get in, you have to close your eyes, and just do it. 「巨大な強気市場は、常にあなたを恐怖に陥れ、市場から締め出そうとする、良心を持たない悪魔のようなものだ。そこに参加するには目を瞑って投資するしかない。」  
投資家  
Richard Russell

我々の分析の核心にあるのは、最近のゴールドの強気相場は我々が 2020 年に発表した『In Gold We Trust』レポートの中で「The Dawning of a Golden Decade. (ゴールドの 10 年の夜明け)」と宣言した長期の上昇トレンドが現実になったという事実だ。2020 年当時、多くの市場関係者は我々の考えに対して懐疑的だったが、データが全てを物語っているのではないか。我々がゴールドの 10 年を宣言して以来、米ドル建ゴールド価格は 165% 上がった。言い換えればドルの価値はゴールドに対してほぼ 3 分の 1 になったのだ。

### ドル建てゴールド価格 2020/01-2030/12



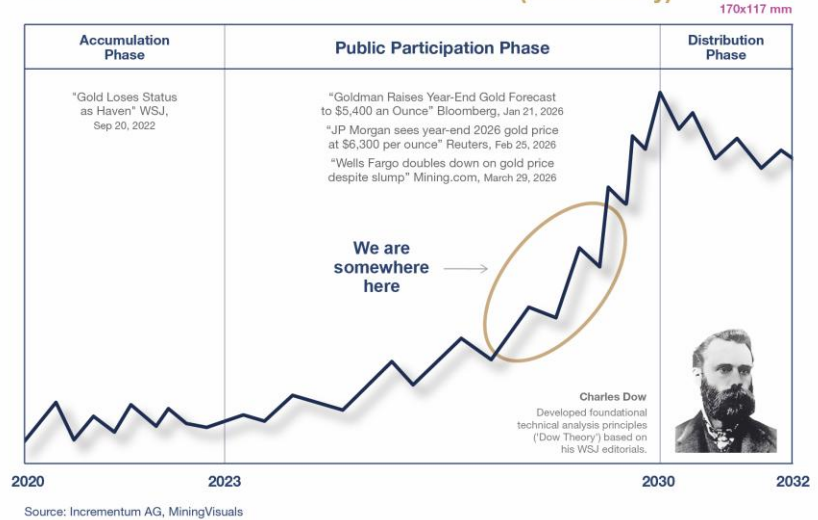
出典: LSEG, Incrementum AG



ダウ理論を使うと、我々は今強気相場の中でも、最も長く続き最も変動の大きい段階である追従期の真只中にいる。この段階の特徴はメディアの取り上げ方が楽観的にな

り、投機的な関心が高まって取引量が増え、新しい金融商品が開発されて、これまでゴールドに懐疑的だったアナリストですらも急に強気の相場予測を出し始めることだ。我々は今、この段階の中盤にいると考えているが、最終的にはこの後に利食い期に入ることになる。

### Where We Think We Are in the Bull Market (Dow Theory)



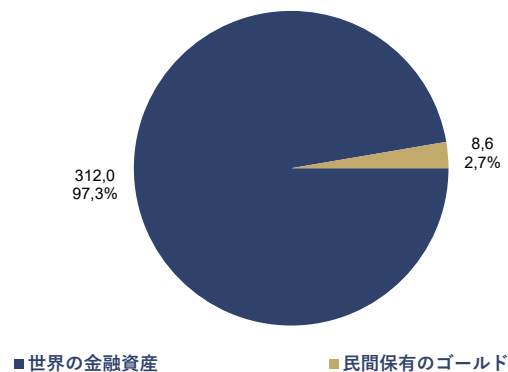
More people believe Elvis is still alive than own gold in the US.

「アメリカではゴールドを保有している人よりも、エルビス・プレスリーがまだ生きてると信じている人の方が多い。」

投資家 Gerald McMillan

市場規模を見ると、まだこの次の利食い期からはかなり遠いことが明らかだ。世界の金融資産 312 兆ドルに対し、民間が保有するゴールドは 8.6 兆ドル、金融資産全体のわずか 2.7% だ。ゴールドは、まだ大勢が群がっている状態ではなくて、ようやく最初の招待客が到着し始めたパーティーなのだ。

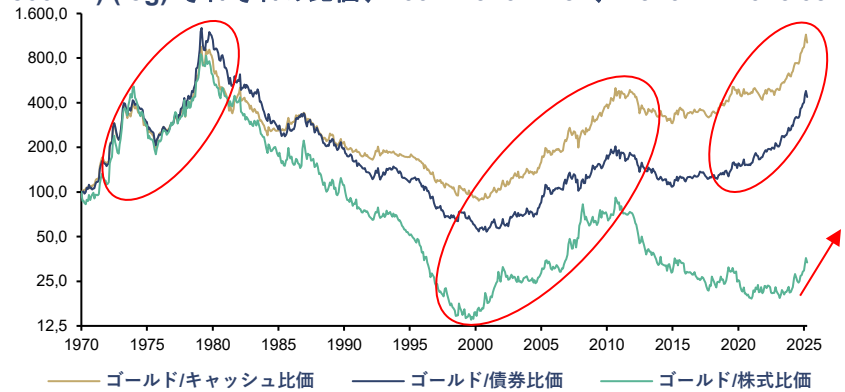
### 世界の金融資産の時価総額と民間保有のゴールド(兆ドル) 2025年



出典: BIS, ICE, Metals Focus, Preqin, SIFMA, WFE, World Gold Council, Incrementum AG incrementum

相対的な指標においてもゴールドはテクニカルなブレイクアウトを示している。キャッシュや国債と比べると貴金属はすでに周期的な高値を更新したが、米国株に比べるとキャッチアップ・ラリーはまだ始まったばかりだ。下のチャートを見てもそれは明らかで、ゴールド/キャッシュ比価、ゴールド/債券比価は 1980 年代初めの長期的な比価を超えたが、ゴールド/株式比価はまだ 1980 年と 2011 年のサイクルの最高値からかなり低い水準にある。

ゴールド/キャッシュ(米国債3ヶ月)、/債券(米国債10年)、/株式(S&P 500 TR) (log) それぞれの比価、100 = 1970/12/31、1970/12-2026/03



出典: Topdown Charts, Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG



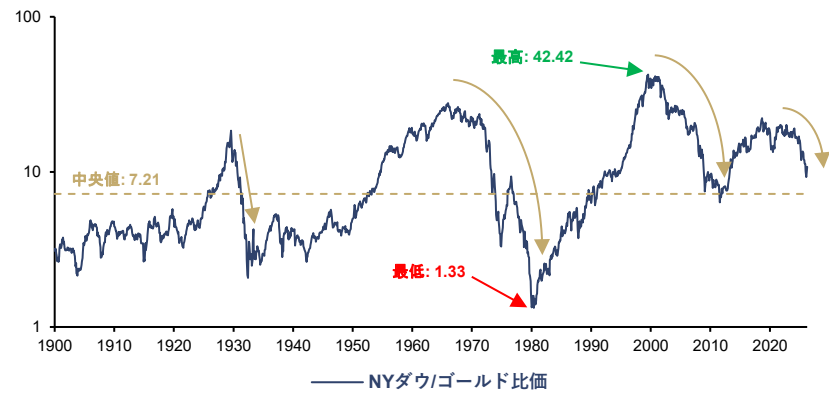
I do not believe we will ever have truly good money again until we take the matter out of the state's hands.

「通貨の発行を国家の手から取り上げない限り、再び真の健全な通貨は生まれないと私は信じている。」

経済学者 フリードリヒ・A  
フォン・ハイエク

最近では株式に対してゴールドもかなり優位になってきたので、NY ダウ/ゴールド比価の長期的なトレンドを見てみよう。過去にこの比価が大きく下がった 1930 年代、1970 年代、2000 年代を見ると、常にゴールド価格の急騰と米国株式市場の停滞という状況の中で起きたことがわかる。現在の NY ダウ/ゴールド比価は 10.74 で、歴史的中央値である 7.21 を大きく超えており、ゴールドは米国株に比べるとまだ割安であると言える。

NYダウ/ゴールド比価(log) 2000/01-2026/04



出典: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



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

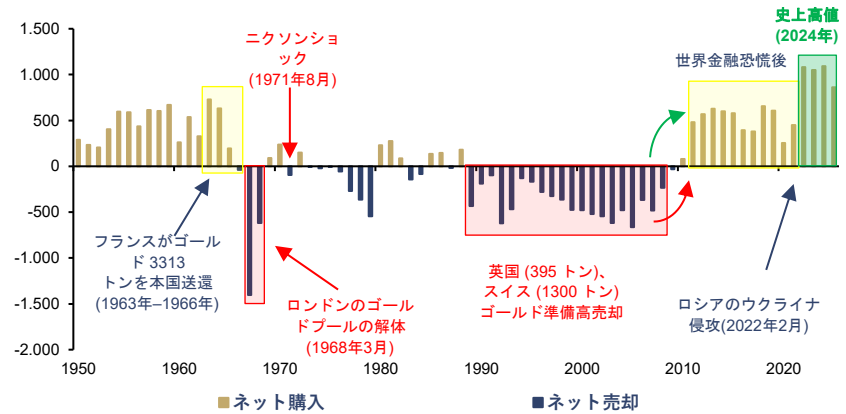
「ボラティリティーとは良いパフォーマンスを得るために払わなければならない対価だ。価格調整はシステムの失陥ではなくシステムの一部だ。」

投資家 ハワード・マークス

中央銀行から投資家へ、バトンが渡りつつある

ゴールド市場の需要構造はここ数年で変化している。過去 4 年間のうちの 3 年間(2022 年、2023 年、2024 年)は中央銀行の購入が 1 千 トンを超えた。2025 年は 863 トンだった。これは額にして年間 600 億ドルから 850 億ドルになるが、世界のゴールド鉱山の年間生産量が約 3600 トンであることを考えると、中央銀行だけで年間生産の 4 分の 1 ほどを購入していたことになる。

### 中央銀行のゴールド購入(トン) 1950-2025



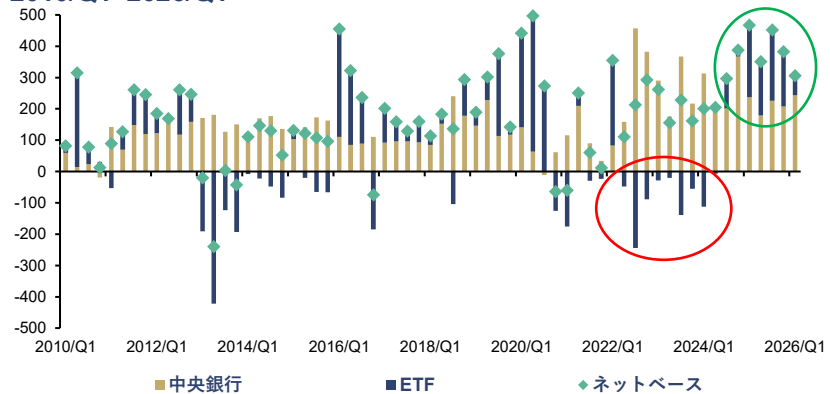
Quelle: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council,



When gold goes, it really goes.  
「ゴールドが動き出す時は、ものすごい勢いで行くところまで行く。」  
投資家 Jim Sinclair

さらに今はゴールドの大きな需要の元が中央銀行から、個人投資、機関投資家、ETF に変わりつつある。この変化はダウ理論で言うところの「成熟した追随期」の特徴だ。中央銀行に支えられていた「先行期」の強気相場は、今ではより幅広い投資家層によって支えられ、ゴールドの強気相場は金融市場の主流に入った。

### 中央銀行のETFとゴールドの購入ネットベース(トン) 2010/Q1-2026/Q1



出典: World Gold Council, Incrementum AG



Those who know it best love it least, because they have been hurt the worst. 「マーケットを熟知している人ほどマーケットが好きではない。なぜならば、そういう人こそが一番痛手を負わされてきたからだ。」  
投資ストラテジスト Don Cox

しかし、この変化に伴ってリスクの性質も変わっている。中央銀行の購進行動は儲けるためではなく戦略的な計画に沿っているため価格に影響を受けない。しかし、投資家は、センチメント、追証、機会損失コストなどに反応するため、2026年3月にこれが露呈された。ワールド・ゴールド・カウンシルによると、この時のゴールドETFの売却は単月で最大となるUSD 118億ドル(84.8トン)を記録した。売却のほとんどが欧米の投資家だったが、中国をはじめアジアの投資家は買い越し。欧米のETF投資家は価格調整面で狼狽売り、アジアの投資家は価格調整面でポジション構築と言うパターンだ。とすると当然、欧米のゴールドは一体どこの保管庫に流れ込んでいるのかと言う疑問が出てくる。

長期強気相場は崩れていないが、需要構造の変化には注意すべきであるというのが我々の結論で、これまでの多角的な視点にぶれはない。これまでの強気相場のゴールド市場では20%から30%の価格調整は例外ではなく、むしろ当然のように起こっていた。現在の価格水準だと800ドルから1000ドルの変動はすぐに急騰や暴落と騒がれ

When I bought my precious metals I was playing defense. But as they say, defense is the best offense. 「私が貴金属を買ったのは守りを固めている時だった。しかし、よく言われているように守備こそが最良の攻撃なのだ。」  
起業家 David Bateman

従って重要なことは、安全資産としてのゴールド(市場の動きに左右されずに保有する戦略的な現物)と、積極運用のゴールド(価格上昇を狙いアクティブなリスク管理を必要とする、収益を上げるための戦略的な要素)を明確に区別することだ。積極運用のゴールドを保有する投資家には、強い意志と鉄の仮面、そして一貫したリスク管理が求められる。

事実に基づいて時にはユーモアも交えながら市場の熱狂や悲観論に左右されることなく冷静な視点を提供し続けること。これこそが我々の過去 20 年間の使命。

## ご一読いただきありがとうございます

私たちは『In Gold We Trust』レポートが、ゴールド市場分析のゴールドスタンダード、最高峰であるとの評価に恥じない内容にするために毎年努力を重ね、この 20 年間世界で最も広く読まれる包括的なゴールドレポートを目指してきました。

If you put your mind to it, you can accomplish anything. 「本気にさえなればなんでもできる。」  
映画『バック・トゥ・ザ・フューチャー』に登場するジョージ・マクフライが言った言葉

今年のレポートのテーマを「バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー: 通貨の未来への回帰」に決定するまでには多くの時間をかけました。1971 年の金本位制の廃止から 2008 年以降のゼロ金利政策まで、過去数十年の間の通貨政策を見ていくことが今日の市場の動きを理解する鍵となります。映画『バック・トゥ・ザ・フューチャー』の中で、ドク博士はマーティ・マクフライに「時間軸をいじってはいけませんよ。」と強く警告しましたが、中央銀行がしてきたのはまさにそれなのです。彼らの金融政策は通貨の自然な秩序を根本から歪め、その結果、インフレ率の高止まり、資産価格バブル、ゴールドなどの現物資産への逃避などを招き、我々が今その代償を払っているのです。

私たちの分析が正しければ(もちろん 2007 年以降のデータがそうであろうという自信になっていますが)、現在のゴールドの強気相場はまだかなり上昇の可能性はあるはずです。『バック・トゥ・ザ・フューチャー』のマーティ・マクフライがタイムトラベルするにはデロリアンが必要でしたが、私たちは通貨の歴史を復習するだけで未来の通貨のあり方を見通すことができるのです。

Trust is perhaps the fundamental First Principle. 「信頼こそがおそらく第一原理の根源だ。」  
投資家 Tony Deden

第 20 版となる今年の『In Gold We Trust』レポートにおいても、私たちは継続的に一歩一歩向上を目指すと言う日本の「カイゼン」精神を忘れていません。20 年間レポートを発行できたからといって安心するわけではなく、むしろそれを励みに前進しています。今年はレポートのデザインを全面的に一新し、ウェブページも再編しました。鉱業セクターのデータをヴィジュアル化する技術を専門とするスウェーデンの **Mining Visuals** からクリエイティブな面での助力を受けるなど、我々のコアチームは大幅に拡大しました。2025 年版同様に、簡易版はドイツ語、英語、スペイン語、日本語でも入手できます。また現物ゴールドや優れたリサーチレポートを実際に手元に置いておきたい方のために、今年もプリント版は **Amazon** で購入可能です。

時差がありながらも 2 万時間以上私たちとともに努力を注いだ、4 つの大陸にまたがる 20 人を超える私たちのチームの同僚たちに感謝を申し上げます。

特に私たちの **Premium Partners**. の皆様には深く感謝いたします。皆様の支援なくしては、年々内容を深めて『In Gold We Trust』レポートを無料で提供することはできません。私たちは5ヶ国語の年間レポートの他にも、毎月 **Monthly Gold Compass** を発行し、また『In Gold We Trust』ウェブサイトでも情報を発信しております。

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

「よく考える時間があるならば、おそらく思考のペースを落とすのが得策だろう。」

心理学者 ダニエル・カーネマン

通貨の未来に備えるためには過去を振り返る必要があります。それこそが私たちが今のゴールドの強気相場はまだ続くと確信している根拠です。そしてその根拠を、ここに450ページを超える『In Gold We Trust report 2026』として信頼なる読者の皆様にお届けします。

ぜひ20周年となる『In Gold We Trust』レポート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、



# 黄金よ、どこへ行く

*“The end of history has itself come to an end, with significant implications for gold and the dollar, which are becoming increasingly apparent.”*

「"歴史の終わり"そのものが終わりを迎え、ゴールドとドルが受ける大きな影響はますます明らかになりつつある。」

ドイツ銀行 Research Institute

- 「パックス・アメリカーナ」と、それとともにある 1971 年以後のフィアット通貨体制には紛れもなく疲弊が見えはじめている。新たな通貨システムへの移行というのは歴史上の大きな転換点であり、何事もなく進むことはほとんどない。投資家はその時最も肝に銘じなければならないことは、方向性、慎重さ、分散だ。
- ゴールドの再通貨化は法令によってではなくその機能によって進む。外貨準備高政策から会計処理、トークン化に至るまでを含む6つのベクトルによって、ゴールドは、数千年間にわたって存在した本来の姿、「通貨の拠り所」に回帰する。
- ゴールドの次の大きな需要は 140 兆ドルの債券市場から来るだろう。債券は長い間安全資産とされてきたが、この市場のわずかなシェアでもゴールドに流れれば、まだ 15 兆ドル程度の規模しかないゴールド市場が受ける影響の大きさは計り知れない。
- 積極運用のゴールド、さらにはシルバー、鉱山株、コモディティ、どれもが今後輝きを増すだろう。シルバーは過去最高値を更新し、鉱山株はまだ世界の株式時価総額のわずか 1% を占めるのみ。特にコモディティの勢いが増すだろう。
- ゴールドとビットコインは安定性と非対称性を体現している。ディバースメントトレードの時代にあってインフレに強い資産はもはやニッチな存在ではなく、戦略的に必要不可欠なものだ。
- 2030 年までにゴールド価格 4800 ドルと言う目標を 2020 年の『In Gold We Trust』レポートに掲げたが、これはすでに今年達成された。今度の予測はインフレを加味した、2030 年に 8900 ドルだ。

I am more interested in the future than the past, for that is where I intend to live. 「私は過去よりも未来に興味がある。なぜならば私は未来に生きるつもりだから。」  
物理学者 アルベルト・アインシュタイン

例年の『In Gold We Trust』レポート通り、将来の展望を最後の章として本稿を締めくくりたい。我々が2007年以降のゴールド市場の分析を通じて学んできた最も重要な教訓は、

- ゴールドはただの石ころ(Pet Rock)ではない。〔訳者注："Pet rock"とは、過去にウォール・ストリート・ジャーナル掲載記事の中でゴールドを貶す意味で使われた言葉〕我々はゴールドレポートを書き始めた2007年、市場関係者の多くから懐疑的な目で見られたものだ。しかし、この20年でゴールドは米ドル建てで6倍近く上昇した。年率にして10.8%だ。ゴールドは伝統的な資産クラス全てのパフォーマンスを上回り、我々が正しかったことはデータが証明している。
- オーストリア経済学派は正しかった。クレジットの拡大は富の配分を歪め、インフレと危機を招く。オーストリア経済学派の唱えたシナリオ通りのサイクルが、マイナス金利で消費者の貯蓄を組織的に搾取する金融抑圧が、今や至る所で起きている。
- ドル離れはもはやマイナーな話題ではない。ドルは2007年には世界の外貨準備高のほぼ3分の2を占めていたが、今のシェアは58%以下になり、ゴールド準備高を含めると45%だ。
- 通貨の基盤は信頼だ。中央銀行、政治機関、メディア、フィアット通貨など既存の体制に対する信頼の失墜こそが、多くの変化を押し進める隠れた原動力だ。
- 経済サイクルにはパターンがある。1971年から1973年にかけて崩壊したブレトンウッズ体制、1997年のアジア通貨危機、2007年から2008年の世界金融危機、2020年から2022年のコロナ禍、そして地政学リスクの大きな契機となった2022年など、これらの危機を通じてゴールドが通貨の拠り所であることが裏付けられてきた。通貨の歴史を知る者はここにパターンを見出すが、知らないものには単にカオスにしか見えない。
- 中央銀行は寝返った。20年間にわたってゴールドの売り手であった中央銀行は、2010年を境にネットベースで7千トン以上ものゴールドを購入する買い手になったが、これは驚くべき皮肉な展開だ。これまで何十年間もゴールドを昔の遺物と貶してきた当の本人が最も積極的なバイヤーに変身したのだ。
- ゴールド市場の中心は西から東に移った。今や中国とインドが現物ゴールドの需要の半分以上を占める。米国の投資家 Frank Holmes が「love trade [訳者注：中国やインドでゴールドが伝統的に結婚式などの贈答品として重要な需要であること]」と呼んだゴールドは投資需要に不可欠なものへと進化した。同時にアジアの株式市場も急速に発展して価格の決定権が東に移動し、それに伴ってゴールド市場のルールも変わりつつある。
- 『In Gold We Trust report in 2007』レポートの初版以来、ゴールドの価値は7倍近く上がったが、身をもってこの変貌を経験した者は少ない。機関投資家のポートフォリオの中に占めるゴールドの比率は1971年以来、年平均で9.0%伸びているにも関わらず、まだ少ない。我々の世代最大となる強気相場の中心には欧米の投資家がほとんど見当たらない。
- バーゼル[合意] III でゴールド市場は静かに、しかし根本的に変化した。保管庫にあるアロケートドゴールドに対するリスクウエイトは0%、アンアロケートドゴールドに対する純安定資本比率(NSFR)は85%と定められたことで、金融市場取引はペーパーゴールドから現物保有へ変わりつつある。同時にユーロ圏の中央銀行の持つゴールドの再評価勘定は1兆2740億ユーロに達し、この含み益が帳簿上の破産を避ける礎となっている。こうしてゴールドを通貨として扱う動きが規制の裏側の見えないところで始まっている。
- ゴールド鉱山セクターは問題児から優等生に変わりつつある。産金業界は2010年から2013年のM&Aブームを通じた過剰投資の後、極端なまでに資本投資が抑制され株価の調整も進んだ。今日記録的に増えたキャッシュフローは配当金と

自社株買い戻しに使われ、AISC マージンは約 3 千ドル/オンス、財務状況も手堅い。それに関わらず、産金業界の時価総額は主要産金企業 10 社合わせても、5 千億ドル程度で、非常に低いのが現状だ。

## 新たな通貨システムへの道

Two roads diverged in a wood,  
and I – I took the one less traveled  
by, and that has made all the  
difference. 「森の中で道が二つに分  
かれていた。私はあまり人が通っ  
ていない方の道を選び、それがそ  
の後の大きな違いを生んだ。」  
詩人 ロバート・フロスト

In the monetary field, as indeed in  
other fields, the same causes  
always bring about the same  
effects, and those who persist in  
ignoring the past are irrevocably  
doomed. 「他の分野と同様に、通  
貨の世界でも因果応報の理は変わ  
らない。過去から学ぼうとしない  
者は破滅を免れることはできな  
い。」  
経済学者 ジャック・リュエフ

This is gold, Mr. Bond. All my life  
I've been in love with its color... its  
brilliance, its divine heaviness.  
「これが金だよ、ミスターボン  
ド。私は一生、この色に、この輝  
きに、そして神々しいまでのこの  
重さに魅了されてきたのだ。」  
映画『007/ゴールドフィンガ  
ー』に登場するオーリック・ゴ  
ールドフィンガーの言葉

欧米諸国は「問題を先送りする」戦略を芸術の域にまで高めた。債務を減らす代わりに積み上げ、構造的な改革を先送りにし、金融政策を万能薬と宣言してきた。しかし、どんな道を選んでいてもいつかは終点に行き着く。問題は、その終点で我々を待ち受けているのは何かということだ。

いずれにしろ戦後の秩序を支えてきた通貨システムの軸は再調整の時期にある。過去数世紀の間に大きな通貨変革が起こるたびに、ゴールドは中心的な役割を果たしてきたが、これから起こる変革もそうでないといえる理由があるだろう。

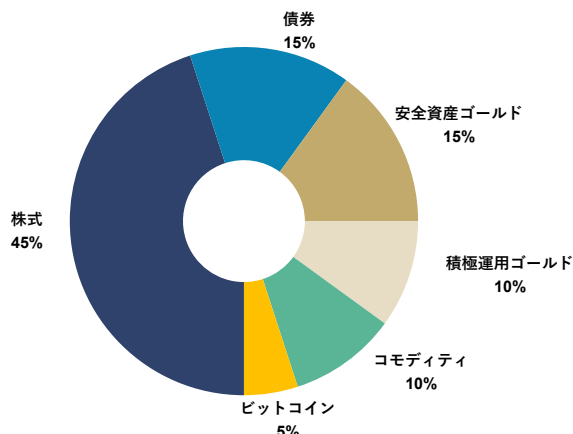
断っておくが、我々は破滅論者でも終末論者でもない。ごく普通に社会生活を営んでいる。しかし、我々は通貨の歴史を紐解き、通貨システムには有効期限があることを学んだ。古典的な金本位制は数十年続いたが、プレトンウッズ体制は 30 年も持たなかった。1971 年から 1973 年に必要に迫られて誕生したフィアット通貨体制は 60 年目になんとか入ったところだが、裏付けのないこの通貨システムには崩壊の兆候が現れており、怠慢な財政、購買力の減衰、そして信頼の失墜は多くの関係者でさえ見過ごせない状況になってきている。

歴史を振り返ると、通貨制度が激変する時には必ず混乱を伴ってきた。古い通貨システムから新しい体制への移行は中央銀行の理事会議事録の中で片付く業務などではなく、それは地殻変動のような変化であり、利害の対立もあれば不適切な優遇策もあり、政治的な摩擦も生まれ、そして市場の急変も起こる。だからこそ、投資家には方向性、慎重さ、分散という 3 つの心構えがこれまで以上に求められるのだ。

ゴールドは投資家にとって金融のタイムマシンのような働きをする。通貨システムが再編されるまでの間、とりあえず富を一時的においておく避難所だ。資産をゴールドで持って避難させておいても、それは決して未来に背を向けているわけではなく、未来への架け橋としてゴールドに信頼を託しているということだ。つまりゴールドは旅の目的ではなく旅の目的に行き着くための乗り物なのだ。

ゴールドは万能薬ではなく抛り所だ。だからこそ我々は 2024 年の『In Gold We Trust The New Gold Playbook』レポートの中で、名目上の債務を減らし、インフレに耐える実体のある資産を増やすという「新たな 60 対 40 ポートフォリオ」を唱えた。現物ゴールドはポートフォリオの戦略的な核であり、積極運用のゴールド、シルバー、鉱山株、コモディティ、さらにはビットコインにも適切にアロケーションを行う。その一方で、債券の配分は意図的に大きく減らす。ここ 10 年間の問題は債券の利回りがいくらかということではなく、その利回りにどれほどの価値があるのかということだからだ。

## 新しい 60/40-ポートフォリオのサブカテゴリ



出典: In Gold We Trust



We must base our asset allocation not on the probabilities of choosing the right allocation but on the consequences of choosing the wrong allocation. 「資産配分を決める判断基準は、市場の正解を当てる確率ではなく、誤った配分を選んだ時の負の結果に基づくべきだ。」

投資家 ジャック・ボーグル

最近のウォールストリートの動向を見れば、こういったことを主張しているのは我々だけではないことがわかる。2025年9月、モルガン・スタンレーのCIO Mike Wilsonは、60/20/20ポートフォリオを提唱した。株60%、短期債券20%、ゴールド20%で、はっきりとゴールドを「脆弱性のない」資産と表現した。ブラックロック、J.P. モルガン、ゴールドマンサックスもまた、ゴールドを、これまでのおよそ5%を超えて構造的にポートフォリオに組み入れる必要があるとしている。ウォールストリートの著名投資家らさえもが、「60対40」というこれまでの定番だったポートフォリオに対して公の場で異を唱えているという事実は、多くの市場関係者の考え方が変わってきている証拠といえよう。

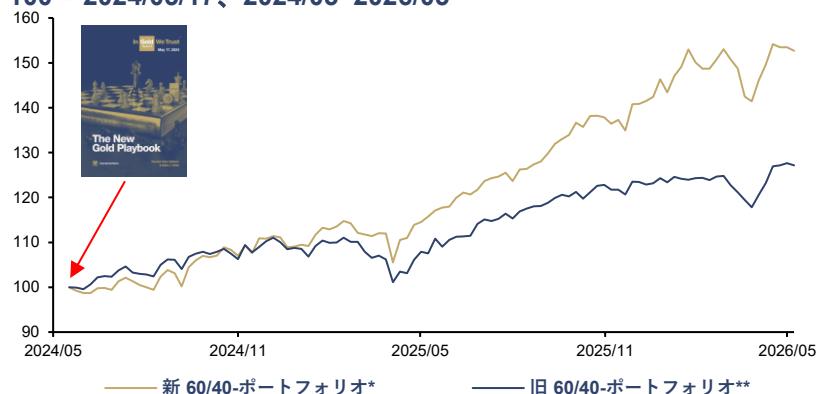
株と債券の負の相関性はよく言われてきたことだが、歴史を振り返るとこれは定説ではなく例外であったことがわかる。過去100年のうちのおよそ70年は、株と債券は同じ方向に動いているのだ。「60対40」ポートフォリオが機能し続けてきたのはインフレ率が一貫して下がり続けていた、いわゆる「大いなる安定期」のおかげだったのだが、これも2021年からインフレ率が急激に上がって突然終わりを迎えた。しかし、ポートフォリオの中の安全資産であるはずの債券自体がバブルであったとしたら？

You are going to see a crack in the bond market – OK? It is going to happen. 「債券市場に亀裂が起きるのを目にするだろう。そう、必ず起きるだろう。」

JP モルガン・チェース CEO  
ジェイミー・ダイモンが2025年6月に語った言葉

我々が決定的な転換点になると考えているのが、債券市場が犠牲になる中で訪れるゴールド需要の次の大波だ。国債と社債を合わせた世界の債券市場は現在およそ140兆ドル。ゴールド市場は31兆ドルほどだが、その中で取引されているゴールド、つまり地金・コイン・ETF・機関投資家や政府の保有分はわずか15兆ドルにしか過ぎない。この際立った違いこそ注目すべき点だ。世界の債券残高のわずか2%がゴールドに再配分されただけで、ゴールド市場全体の20%に当たる約3兆ドルの資金がゴールド市場に流れ込むことになる。

### 新 60/40-ポートフォリオ\* と 旧 60/40-ポートフォリオ\*\*(ドル) 100 = 2024/05/17、2024/05–2026/05



出典: LSEG, Incentum AG, \*S&P 500 TRが45%、米国債10年が15%、ゴールドが15%、シルバーが5%、HUI-指数が5%、ブルームバーグコモディティ指数が10%、ビットコインが5%、\*\*S&P 500 TRが60%、米国債10Y年が40%



ますます脆弱になりつつある通貨システムの中で、安定したポートフォリオを築くには成長の要素と価値保存の要素の両方が必要だ。すべての資産を金の卵に変える必要はないが、これまでよりもはるかに強固な土台を作る必要がある。

With no sign that the geopolitical tectonic plates have stopped shifting – indeed, with plenty of evidence that friction between the plates is growing – it is a dangerous time not to own gold.

「地政学的な地殻プレートの動きは止まる気配がない。むしろプレート間の摩擦が増幅している証拠がたくさんある。このような状況でゴールドを持たないのは非常に危険なことだ。」

投資アナリスト

ラッセル・ネイピア

### ゴールドの再通貨化と6つのベクトル

通貨の新しい秩序への道のりはどのようなものだろうか。映画『バック・トゥ・ザ・フューチャー』に登場するデロリアンが、エネルギー・時間・方向のそれぞれが正確に相互作用しなければタイムスリップできないように、通貨システムもまた盲滅法に前進するわけではない。今日の分断がもたらした地政学リスクの高まりを考えると、第二のプレトウッズ体制のような合意に基づいた体制は不可能だろう。それよりも現実味があるのは、外貨準備高政策、会計規制、機関投資家のポートフォリオ、技術的革新などの各分野で機能的な変革が連鎖して起こることだ。このような変革は公的な力に押されて起こるのではなく、習慣や経済的な必要性によってもたらされる。6つのベクトルを繋ぐのはまさにこの点だ。ゴールドは信頼、安全、政治的中立が失われつつある中で重要性を取り戻す。

- 準備高機能と主権: 経済制裁に耐えられ、国の準備高資産と中立的な価値の保存としてのゴールド。
- 民間の通貨: 個人投資家、機関投資家の戦略的資産配分としてのゴールド。
- 財務調整と再資本: 中央銀行や政府が静かに財務健全化を進めるために使えるゴールド。
- 債券と信用市場の拠り所: 財政の信頼性を支える拠り所として、ゴールドが裏付けする債券。
- 蓄積: 次のゴールド需要の波として、欧米の中央銀行のゴールド購入。
- デジタル化: トークン化によって流動性と取引の利便性が向上するゴールド。

これらはそれぞれ独立して機能するわけではない。ゴールド価格が上昇すれば中央銀行の財務が改善され、政策の再評価を促してゴールドに裏付けされた債券の魅力が増す。そうなればトークン化されたゴールドへの関心も高まる。このような相互作用こそが、一過性の出来事として通貨としてのゴールドが再登場するのではなく、各プロセスそのものがその可能性を高める要因として働く。

Gold is the reciprocal of confidence in central bankers. When their credibility crumbles, gold's value isn't rising – it's being rediscovered. 「ゴールドは中央銀行の信頼の裏返しだ。その信頼が崩れた時、ゴールドの価値は上がるのではなく、本来持っていた価値が再認識される。」  
金融ジャーナリスト Jim Grant

I like putting all my eggs in one basket and then watching the basket very carefully. 「私はすべての卵を一つのカゴに入れ、そのカゴを非常に注意深く見守るのが好きだ。」  
投資家スタンレー・ドラッケンミラー

## ゴールドの通貨化は始まっている

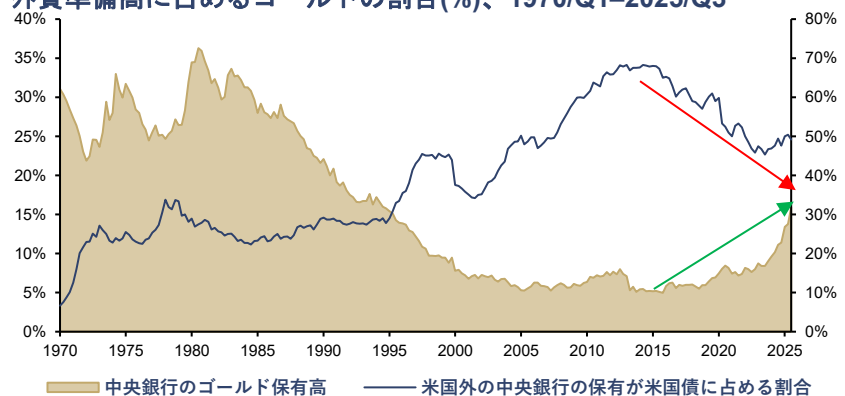
通貨システムが変わりつつあることを指摘しているのは我々だけではない。エコノミスト Zoltan Pozsar は、ロシアの外貨準備に対する制裁について 2022 年に書いた記事、「Bretton Woods III」の中で、世界の新たな通貨秩序に関する議論を次のレベルに引き上げ、「ゴールドに裏付けられたブレトンウッズ体制から、インサイドマネー（いかにヘッジしても没収リスクを避けることができない米国債）が支えるブレトンウッズII から、アウトサイド(マネーゴールドやその他のコモディティ)が支えるブレトンウッズIII」<sup>1</sup> へ変わるだろうと予測している。

今や世界が新たな通貨秩序へ後戻りできない道を歩み始めていることは疑いようがなく、そこで必要となるのは国際的に認められた信頼の拠り所だ。我々は以下のような理由からゴールドこそがその地位にふさわしいと考える。

- ゴールドは中立的 – 特定の国やイデオロギーを持たず、地政学的、政治的な意図に左右されない。
- ゴールドにはカウンターパーティーリスクがない – 債務やシステムに記録されたデータとして存在する資産と違い、ゴールドは第三者との契約に依存することなく存在する。
- ゴールドは流動性がある – 1日あたりの取引量は 3300 億ドルに達し、世界でも流動性の高い資産の一つ。
- ゴールドは意のままに増やせない – ここ数十年間、世界のゴールド準備高は年間 1.8% の割合で増えているが、ゴールドの供給は地理的に限定されており、その制約こそがフィアット通貨と決定的に違う点だ。

世界の外貨準備高を見れば、通貨としてのゴールドの扱いがすでにかなり進んでいることがわかる。米国債は過去数十年間も国家のポートフォリオの基盤となってきたが、世界金融危機以降それが変わり始めた。米国外の中央銀行が保有する米国債のシェアは低下し、その代わりにゴールドのシェアが増えている。新興国のゴールド購入は勢いづいているが、欧米の保有高に比べるとまだかなり少ない。

## 米国外の中央銀行の保有が米国債券全体に占める割合と 中央銀行の外貨準備高に占めるゴールドの割合(%)、1970/Q1–2025/Q3



出典: Crescat Capital, Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG



<sup>1</sup> See also "Exclusive Interview with Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order," In Gold We Trust report 2023

If an asset is to remain money, public opinion must not believe that a rapid and unstoppable increase in its supply is to be expected. 「ある資産が価値保存として存在し続けるには、その供給量が急速に、かつ際限なく増加すると言う予測を世論が抱いてはならない。」  
経済学者 ルードリッヒ・フォン・ミーゼス

## ゴールドのシャドープライス

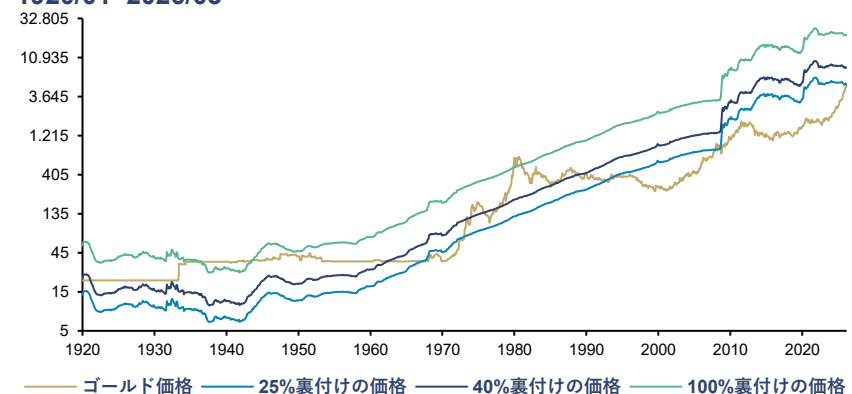
ここで問題になるのが、ゴールドが通貨システムの中核に返り咲くとしたら、ゴールドの価格にどう影響するのかという点だ。価格を正確に評価することは本質的に不可能だが、分析作業によって近い結果を予測することでその影響の規模を押し量することはできる。中でもよく知られているのはゴールドのシャドープライス(影の価格)という考え方だ。

ゴールドのシャドープライスというのは、基幹通貨の供給量を完全にゴールドで裏付けた場合の理論的なゴールド価格、つまり、完全な金本位制の復活が数学的に可能となる価格水準のことだ。我々は一部で言われているように M0 [基礎通貨] に対する 100% の裏付けが必要だとは考えていない。そうするとゴールド価格がオンスあたり 2 万 900 ドルになってしまうからだ。金本位制の時代の中央銀行には 3 分の 1 から 2 分の 1 の準備率が求められていたが、それを現在のゴールド価格に換算すると 7 千ドルから 1 万 400 ドルとなる。

歴史的には様々な形の部分的な準備高制度があった。例を挙げると、

- 1914 年の Federal Reserve Act: 最低準備率 40% → 今日だと 8350 ドル/オンスに相当
- ブレトンウッズ体制 (1945 年-1971 年): 最低準備率 25% → 今日だと 5200 ドル/オンスに相当 - 既に今年達した価格水準

## 通貨供給量をカバーするためのドル建てゴールド価格 (log) 1920/01-2026/03



出典: Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG



Gold is... the trust anchor for the financial system. If the entire system collapses, the gold stock provides collateral to start over.  
「ゴールドは金融システムの信頼の錨だ。システム全体が崩壊したとしても、保有しているゴールドが再出発の担保となる。」  
オランダ中央銀行

ゴールドのシャドープライスという考え方から 2 つのことが言える。一つ目は、利用可能なゴールドの量に対して通貨の供給量がいかに膨大なものであるかということ。二つ目は、上述した 6 つのベクトルの通りに通貨としての機能を徐々に回復した場合に、ゴールドが長期にわたって上昇する可能性があること。従って、ゴールドを単なるコモディティではなく未来の通貨秩序の抛り所と考える投資家にとって、ゴールドのシャドープライスは道筋を示す羅針盤の役割を果たすことになる。

現在の価格水準に基づくゴールドのシャドープライスは、裏を返せば通貨に対するゴールドの裏付け率を意味する。2000 年代のゴールド強気相場の際に、この率は 10.8% から 3 倍の 29.7% に上がり、1930 年代、1940 年代、さらに 1980 年には 100% を超えた。1980 年の最高率 131% はゴールド価格 2 万 7 千ドルに相当する。しかし、現在のゴールドの裏付け率はわずか 22.4% だ。つまり、今、ゴールドの裏付けがある米ド

ルは、供給されている量の4分の1以下であり残りのドルは何にも裏付けされていないということになる。

### 通貨供給量に対するゴールドの裏付率(%) 1920/01-2026/03



出典: LSEG, Incrementum AG

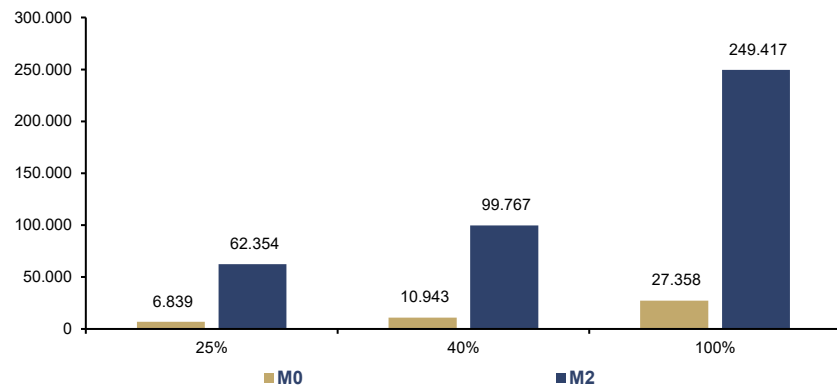


Gold is the bottom of Exter's Pyramid. In times of crisis, everything moves down the pyramid toward gold. It's not gold that changes – it's everything else that deflates. 「ゴールドは”エクスターの(逆)ピラミッド”の底辺にあり、危機の時にはすべての資金がゴールドに向かう。それはゴールドが変わったのではなく、他のすべての資産の価値が崩壊するからだ。」

経済学者 ジョン・エクスター

ここで一歩進んでグローバルなレベルで考えてみよう。ゴールドの国際的なシャドープライスは、米国、ユーロ圏、英国、スイス、日本と中国など主要通貨国の中央銀行のゴールド準備高が、それぞれの国の GDP の割合を加重した通貨流通量を裏付けすると仮定した場合の価格だ。ここでも通貨供給量がいかに膨張しているかがよくわかる。M2 マネーサプライを 100% の裏付けとした場合、ゴールド価格はなんと 25 万ドル、たとえ裏付け率を低く 25% としても 6 万ドルを超える。

### 異なるゴールド裏付率における国際 シャドールド価格 (SPG)\* (ドル) 2025



出典: World Gold Council, LSEG, Incrementum AG, \*SPG = 通貨量の総計 / 公式ゴールド準備高 (トロイオンス)



### ゴールドのベア(弱気)シナリオ

我々は基本的にブル(強気)シナリオを提唱しているが、当然価格の下落リスクはある。ゴールド市場は決して一方通行ではなく、どのような強気相場でも、調整局面もあれば、中弛みも長期的なレンジ相場もある。そのような局面をもたらす主なりスク要因には、

- 金融政策に対する信頼の回復: FRB の政治利用が回避されてケビン・ウォーシュ議長がインフレに対するタカ派的地位を確保できれば、ドル離れの流れは勢いを失うことになるだろう。
- 中央銀行の需要: ウクライナ戦争の勃発以来増え続けていた中央銀行のゴールド需要が一転、減少傾向になれば、ゴールド需要の大きな柱が失われるだろう。
- 地政学リスクの緩和: ウクライナ戦争の終結、中東情勢の安定化、中国との緊張緩和という展開になればリスクプレミアムは消滅するだろう。
- 経済成長: AI による生産性の向上に支えられて米国経済が拡大すれば、再びリスク資産に資産が向かうだろう。
- 流動性のパラドックス: 負債の圧縮が強制されることがあれば、2008 年秋と 2020 年の 3 月にそうなったように、ゴールドが追証の原資として売却される可能性がある。

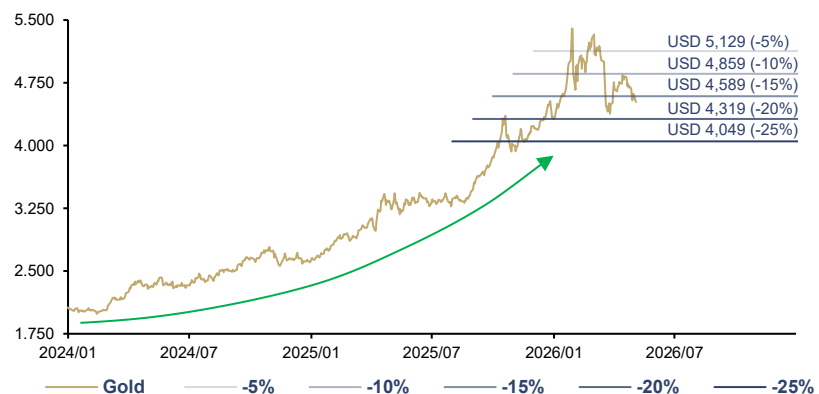
When you know that you're capable of dealing with whatever comes, you have the only security the world has to offer. 「何が起きても自分なら対処できると確信できた時、この世の中が提供できる唯一の安全を手にしたことになる。」

作家 ハリー・ブラウン

我々がこのようなリスクをどう評価しているかといえば、それは個別で見ればほとんどは対応可能であると考えている。問題なのは複数の弱気材料が同時に発生するかどうかだが、そのようなシナリオには、現在は考えられない程度の政治的な一貫性が必要だ。ドル離れや通貨システムの混乱の背景にある構造的な力は、長い間の積み重ねがもたらした不均衡によるものであり、FRB 議長だけの力やジュネーブに集まる政府高官の話し合いや、イスラマバードで中東の緊張を緩和するような会議が開かれようとも、それが逆転することはないだろう。途中で調整局面に入ろうと、ゴールドに対する我々の基本的なシナリオは変わらない。作家 Harry Browne が言ったように、「どんなに準備をしたとしても、未来を知っていると思っはいけない。」ということだ。

一時的にレンジ相場になったとしても、それは調整局面の一部で、最終的には強気相場にとっては健全な動きであり、中長期的なゴールドの価値を危うくするものではないのだ。

### ドル建てゴールド価格 2024/01-2026/05



出典: LSEG, InCREMENTUM AG



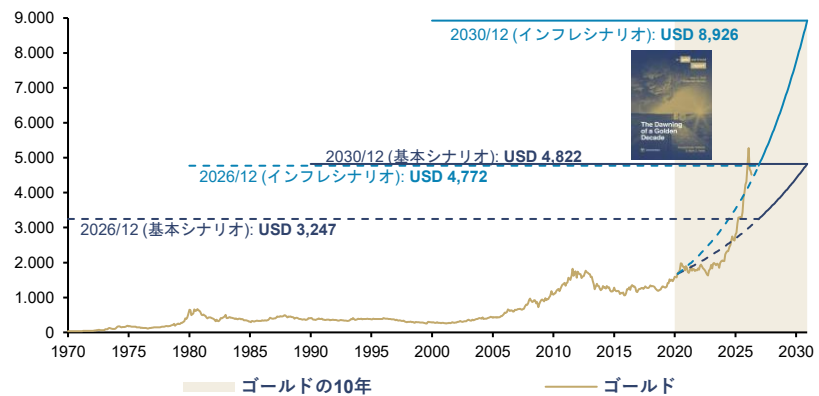
## 黄金よ、どこへ行く？

以上の点を踏まえ、厳しい投資の世界に戻ってみよう。「The Dawning of a Golden Decade,」と題した2020年の『In Gold We Trust』レポートで、我々独自の「Incrementum ゴールド価格モデル」を発表した。この価格モデルに過去のデータを当てはめて通貨供給量の増加とゴールドの裏付け率に関する様々なシナリオを、それが起こる確率も含めて検討した。

I'm not a gambler. I'm a guy who sees numbers and patterns and bets on them. 「私はギャンブラーではない。数字とそのパターンを見極め、そこに賭ける人間だ。」  
投資家 マイケル・バリー

ゴールド価格が2030年終わりまでに到達すると予測した4800ドルは、予定よりも5年早く達成された。もしも欧米諸国でインフレ率上昇の第二波がくれば、この10年間はインフレの10年として記憶に残るだろうが、これまで述べた緊張関係を考えると、そうなる可能性は高い。従って、インフレ(を考慮した)シナリオ、2030年終わりまでにゴールド価格は8900ドルに達するというインフレシナリオに今後は焦点を当てていきたい。

### 2030年までのゴールドのドル建予想価格 1970/01-2030/12



出典: LSEG, Incrementum AG



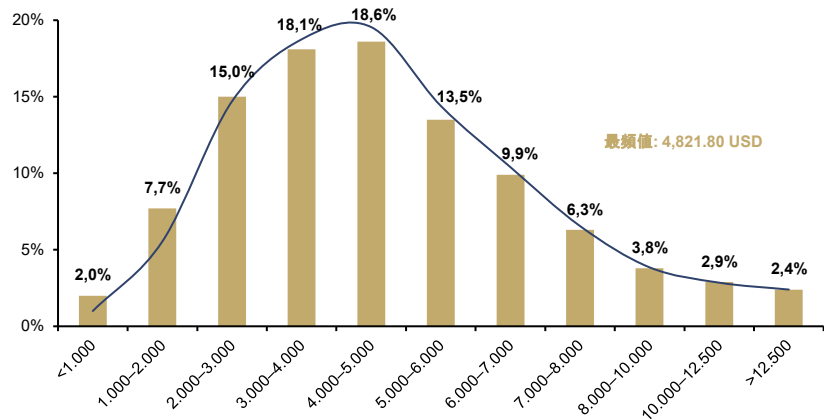
4月30日現在のゴールド価格は、2026年末までの中間目標として算出された4772ドルをわずかに下回っている。2030年までにインフレシナリオが実現するには、年率14.5%で価格が上がる必要があり、かなり積極的だが非現実的な数値ではない。実際、ゴールドの10年が始まって以来の上昇率はそれを上回る19.7%なのだ。

There is no point in being confident and having a small position. 「自信があるのに小さなポジションを持つなんて意味がない。」

投資家 ジョージ・ソロス

これまで述べてきたように、ゴールドが再び通貨として機能すればさらなる高みに達することも考えられる。我々のモデルには意図的に右側に歪んだ確率分布曲線を採用することで、この可能性を常に考慮してきた。大部分のシナリオではゴールド価格は3千ドルから6千ドルの間に落ち着くが、グラフの右側の裾野は長く広がる。7千ドルを超える累積確率は25.3%だが、定量的にいうと上昇リスクは下落リスクよりも大きな意味がある。その理由は単純で、フィアット通貨はゼロになる可能性があるが、ゴールドのような現物資産には計算上の上限は存在しないからだ。したがって、極端な価格上昇は2020年の時点ですでに我々の価格モデルには組み込み済みで、この10年間の価格の動きでそれが実証された。

## 2030年のドル建てゴールド予想価格とその確率



出典: LSEG, Incrementum AG



Bitcoin and gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles [...] and come together as an all-weather inflation hedge.

「ビットコインとゴールドは世界で最も流動性の高いオルタナティブアセットだが、競合関係にあるのではなく、それぞれ異なる役割を担い、[...] 組み合わせることで、全天候型のインフレヘッジとなる。」

投資家 チャーリー・モリス

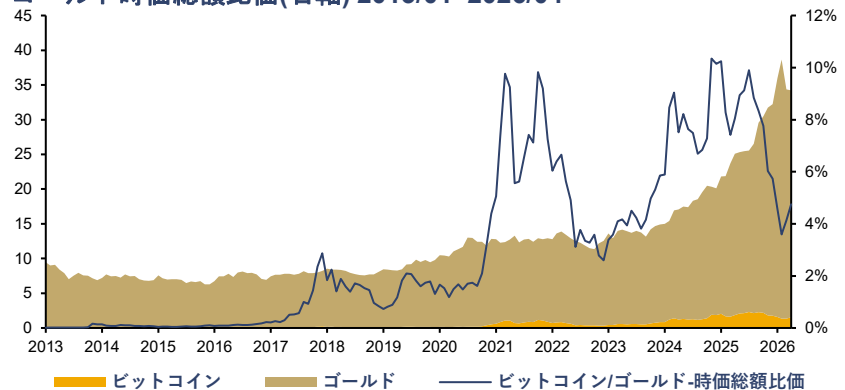
## ゴールドの最通貨化がビットコインの起爆剤となるか？

これまでゴールドの未来について詳しく述べてきたが、出現しつつある新しい通貨システムの中でビットコインはどのような役割を果たすのだろうか。ビットコインのような分散型で特定の国に依存せず、国境を超えて簡単に移動できる通貨の利点は一目瞭然だ。米国は戦略的ビットコイン準備高を導入し、デジタルゴールドをめぐる競争に参入した。

通貨としてゴールドが機能する動きが進めば、ビットコイン普及の起爆剤になる可能性がある。ゴールドの通貨としての需要が高まって価格が大きく上がれば、発行上限があり移動が簡単でまだ市場規模が非常に小さいビットコインの相対的な魅力が高まる。したがってゴールドが再び通貨として認識されることで得られるメリットとは、ビットコインの価値をも押し上げることだ。遅かれ早かれ中央銀行がゴールドと並んで、ビットコインの戦略的ポジション構築に動くことは十分考えられる。

ゴールドとビットコインの間には有益な競争関係が生まれる可能性がある。ゴールド価格が急騰すれば、相対的に上昇の余地がさらに大きいと考えられるビットコインにも積極的に資金が流れ込むかもしれない。また逆に、ビットコインの周りがあまりに熱狂的になれば、安定性と流動性を確保するためにゴールドに資金が一部動くかもしれない。ゴールドとビットコインはライバルであるだけでなく、同じ通貨資産クラスの中で相互に関連し合う関係にあると言える。

### ビットコインとゴールドの時価総額 (左軸、兆ドル) とビットコイン/ゴールド時価総額比価(右軸) 2013/01-2026/04



出典: coinmarketcap.com, World Gold Council, LSEG, InCREMENTUM AG



Gold represents belief in the past, Bitcoin belief in the future. When both rise together, it means the present has collapsed – faith in fiat time preference is gone.

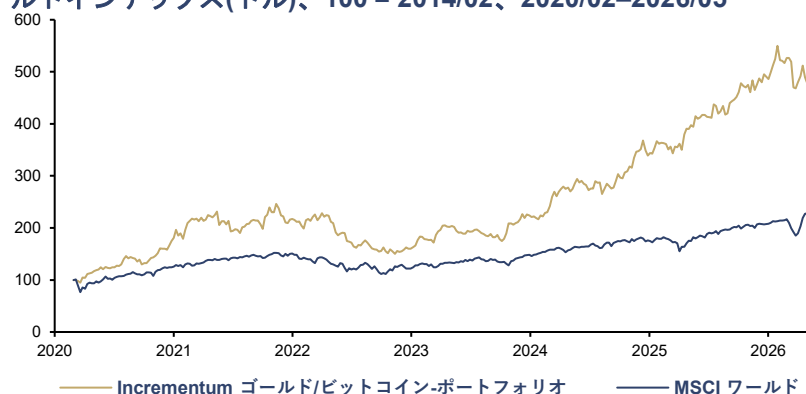
「ゴールドは過去に対する信仰で、ビットコインは未来に対する信仰だ。この両方が上がる時は現在が崩壊していることを意味する。つまりフィアット通貨の時間選考に対する信頼が失われたということだ。」

ブロガー SightBringer

インフレに強い資産クラスの中で、ゴールドに競争相手が現れたことは決して不利なことではない。むしろその逆で、ゴールドとビットコインを組み合わせる方が、単独でそれぞれに投資するよりもリスク調整後リターンにおいて有利であることに気づく投資家が増えている。キャンターフィッツジェラルドは2025年9月、ビットコインの上昇ポテンシャルとゴールドをベースとし、下落リスクを組み合わせた Gold Protected Bitcoin Fund を立ち上げた。また、21Shares は2026年1月に、英国で初めてゴールドとビットコインをリスクウエイトに基づいて組み合わせたポートフォリオ型商品として、BOLD ETF をロンドン証券取引所に上市した。

自画自賛を承知で言うならば、ゴールドとビットコインを組み合わせる戦略を投資の対象として具体的に世に出したのは、おそらく我々が最初だ。すでに6年以上も前から、「ゴールドとビットコインの両得」をモットーに我々自身のポートフォリオを運用している<sup>2</sup>。

### Incrementum ゴールド/ビットコインポートフォリオ と MSCI ワールドインデックス(ドル)、100 = 2014/02、2020/02-2026/05



出典: LSEG, InCREMENTUM AG



<sup>2</sup> See "Crypto: Friend or Foe?," In Gold We Trust report 2018, our quarterly Bitcoin Compass as well as our investment solutions.

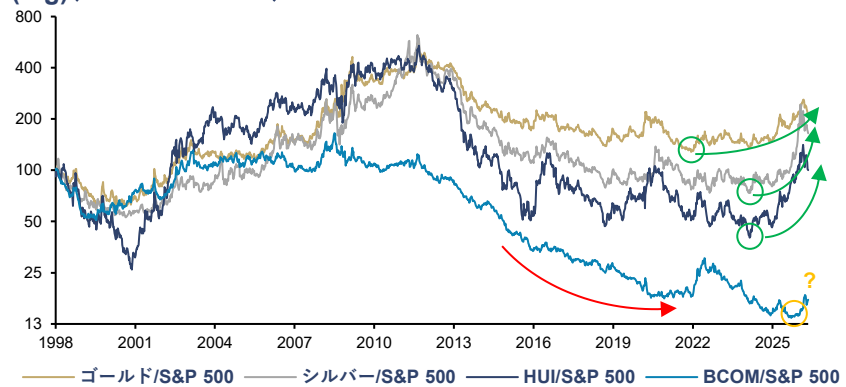
## 積極運用のゴールドはどれほど輝くか？

まずゴールドが道を切り開き、それにシルバーと鉱山株が続いた。そして今、我々が昨年出したレポート「The Big Long」で予測した通り、コモディティの追い上げが始まった。

The US retreat behind the walls of Fort Monroe should lead all major economies to increase their stockpiles of commodities. 「米国がモンロー主義を盾に内を向いている今、他の主要国はコモディティの備蓄を増強すべきだ。」  
エコノミスト Louis-Vincent Gave

次のページのチャートで、ゴールド、シルバー、鉱山株 (HUI 指数)、コモディティ指数 (BCOM) をそれぞれ S&P 500 と比較した推移を示したが、ほぼ 15 年間 S&P 500 を下回った期間(赤の矢印)を経て、全てが上向き始めている。ゴールドが先導し、少し遅れてシルバーと鉱山株が続き、BCOM もようやく底辺から脱しつつある。この動きが続けば、これは単にテクニカル指標の変化というだけでなく、米国株から、10 年以上日陰の身にあったアセットクラスへと、資本の流れが根本的に変わっていることを意味する。

### ゴールド、シルバー、HUI、BCOM それぞれの S&P 500 との比較 (log)、100 = 1998/01、1998/01–2026/05



出典: LSEG, Incrementum AG



### シルバー：成長した弟分

2025 年、シルバーは年間上昇率 146.8% という 1979 年以降過去最高のパフォーマンスを記録し、2026 年 1 月には史上初の 100 ドルの大台を突破した。その後イラン戦争の開始を受けて 75 ドル近辺まで下がったが、年初来の上昇率としてはそれほど大きくなく、我々の楽観的展望には何ら影響していない。

### ドル建シルバー価格 (log)、100 = 1971/11/03 と 100 = 2023/10/05、1971/11–2026/05



出典: FactSet, LSEG, Incrementum AG



When you're hunting elephants, don't get distracted chasing rabbits. 「象狩りに行っているのに、ウサギを追いかけて注意が散漫になってはいけない。」  
投資家 T. ブーン・ピケンズ

ファンダメンタルズから見ると、ゴールドの弟分、シルバーにとって条件は全て揃っているように見える。2025年のシルバー市場は5年連続の供給不足、2026年もSilver Instituteの予測によれば再び1439.9トンが不足する。累計で2万3698.2トンになる供給不足は、鉱山生産のほぼ1年分に相当する。

しかし、不足量そのものよりも不足がもたらす影響の方が決定的だ。地上在庫はもはやバッファーとしての役割を失い、これまで長い間起こり得ないと考えられてきたことが2025年10月に突然現実になった。リースレートが1%から30%に急騰し、一時は一晩で200%にまで上がった。古くから言われてきた「現実に供給が途切れるまでは、供給不足は問題にはならない。」ことが、まさに正しいことを市場が証明したのだ。

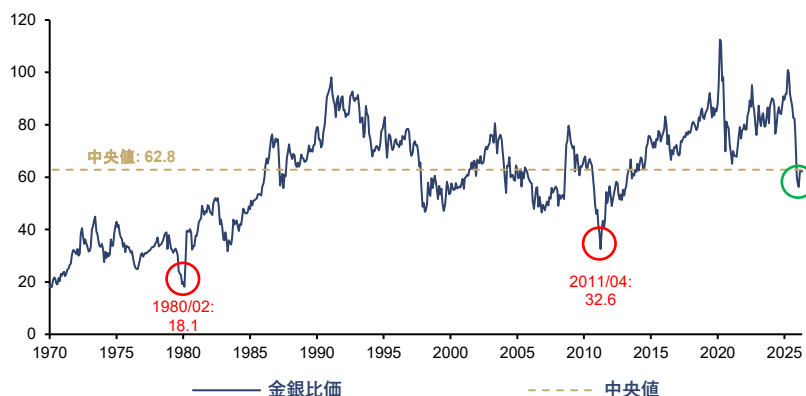
Silver is the investment of the decade. There isn't enough physical silver to meet investment demand if even a small percentage of money were to flow into it. 「シルバーはこの10年間で最高の投資対象だ。世界の資金のわずかでもシルバーに流れれば、需要を満たす現物シルバーは足りなくなる。」  
投資家 エリック・スプロット

この状況をさらに悪化させているのがシルバー市場の構造的な問題だ。シルバーは、その74%が銅、鉛と亜鉛、ゴールドの鉱山からの副産物として生産されるため、たとえシルバーの価格が史上高値になっても供給がそれに応じることはない。需要サイドでも、脱炭素化、軍備の増強、そして再通貨化という3つの構造的な要因が、少ない供給を巡って争う。米国はシルバーを正式に重要鉱物に指定し、ロシアは国家備蓄基金にシルバーを加えた。インドでは2025年から融資比率90%でシルバーを担保として認め始め、家庭に眠る大量のシルバーを事実上の貨幣として認識した。我々が今まで指摘してきたゴールドに対する再通貨化の触手が、シルバーの世界にも忍び寄っているといえよう。

この変化はすでに金銀比価(GSR)に現れている。2025年4月は107対1だった比価は、2月終わりまでに2011年秋以降で最低水準の46対1に下がった。一時は長期中央値だった60をも下回ったが、イラン戦争の勃発で調整が入り、それ以降は60近辺で推移している。

しかし、重要なのは、強気相場は中央値に達して終わるのではなく、極端な価格に達してから終わるということで、つまり中央値は目標ではなく通過点だ。これまでのシルバーの強気相場を見ると、金銀比価は大きく下がりすぎる傾向がある。1980年の強気相場ピーク時の月次終値ベースの金銀比価は18.1、2011年は32.6だった。ゴールド価格が一定と仮定した場合、金銀比価が再びこのような水準になるには、シルバー価格はそれぞれ260ドル、150ドルになる必要がある。

### 金銀比価格 1970/01–2026/05



出典: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



Money is being made on the spread between price and value. 「利益は価格と価値のスプレッドから生まれる。」  
投資家 Rick Rule

### 鉱山株:問題児から優等生に

鉱山株はこの数ヶ月で S&P 500 に対してテクニカルなブレイクアウトを果たした。下の 1997 年以降の HUI 指標/S&P 500 比価を見ると、2000 年と 2022 年の赤で囲った下限を記録した当時の状況はそれぞれ驚くほど似ており、どちらもその後数年間にわたって鉱山株の好パフォーマンスサイクルが始まった。

現在の鉱山株には強気相場の初期に特有の兆候がはっきりと認められる。鉱山株に対する懐疑的な見方が広まっていること、保有率が構造的に低いこと、そして多くの市場関係者は冷やかに無関心を装っていることだ。投資の利益が最大になるのは大勢が投資するときではなく、大勢が傍観している時。利益は買う時に決まる。

### HUI/S&P 500比価 1997/01–2026/05



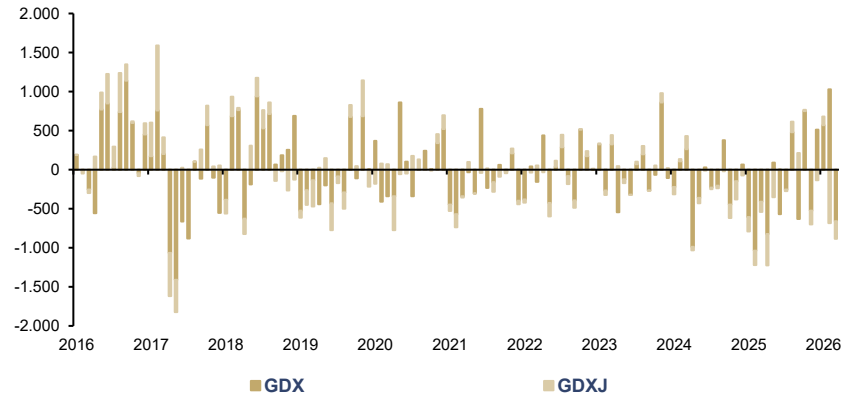
出典: LSEG, Incrementum AG



The intelligent investor is a realist who sells to optimists and buys from pessimists. 「優れた投資家とは、楽観主義者に売って悲観論者から買う現実主義者だ。」  
経済学者 ベンジャミン・グレアム

2024 年と 2025 年に世界最大の金鉱株 ETF(GDX)の価格が累計で 167% 上昇したのにも関わらず、残高はその同じ時期 28% 減った。このデータ一つを見ただけでも、価格が上がっている時に投資家は買い増すどころか、積極的に売却に走ったことがわかる。これは成熟した強気相場ではなくその逆を示し、鉱山業界が過去最高の収益を上げながらも、広く投資家コミュニティから無視されていることを意味している。これとは対照的に、2010 年から 2013 年の強気相場では GDX の株数は 400%増えた。

### GDX と GDXJ への資金流入(百万ドル) 2016/01–2026/03



出典: FactSet, InCREMENTUM AG



If you can't handle a 50% drop,  
you deserve a mediocre result.

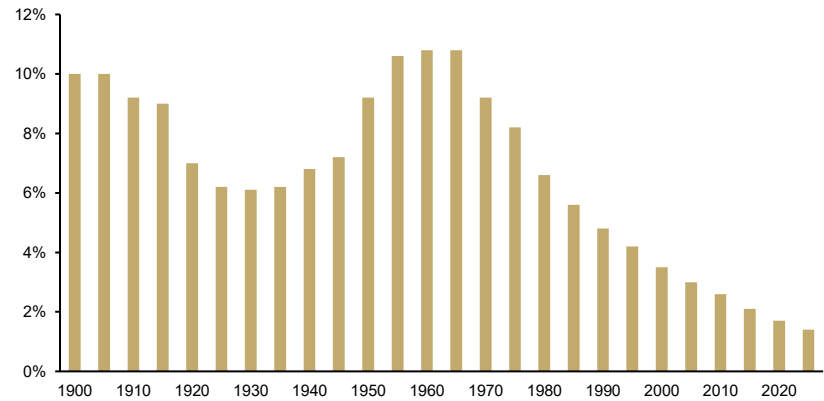
「もし5割の下落に耐えられない  
なら、平凡な結果に甘んじるしか  
ない。」

投資家 チャーリー・マンガー

今年4月までの推移を見ても、鉱山株は好調ではあるが上昇率はまだ非常に低い。鉱山株は従来ゴールド価格に対して3対1のレバレッジがあるとされてきたが、ゴールド価格に全く追いついていない。しかし、裏を返せば鉱山株は今後追いつく余地が非常に大きいということでもある。

世界の株式市場時価総額に占める鉱山株のシェアを見ると、その重要性が下がっているがわかる。20世紀初頭のシェアは約10%、1950年代と1960年代のピークは約11%だったが、今日ではわずか1%で、1900年以降で最も低い。鉱山株は片隅に追いやられていると言っても過言ではない。

### 世界の株式時価総額に占める鉱山株の割合(%) 1900–2025



出典: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, InCREMENTUM AG



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痛を伴う。人間の本能に反していて非常に居心地が悪い。しかし、だからこそ忍耐強い投資家にとっては報われる手法なのだ。」

投資家 ロブ・アーノット

Bear markets give rise to bull markets, and bull markets give rise to bear markets! 「弱気相場が強気相場を生み、強気相場が弱気相場を生むのだ!」

投資家 Rick Rule

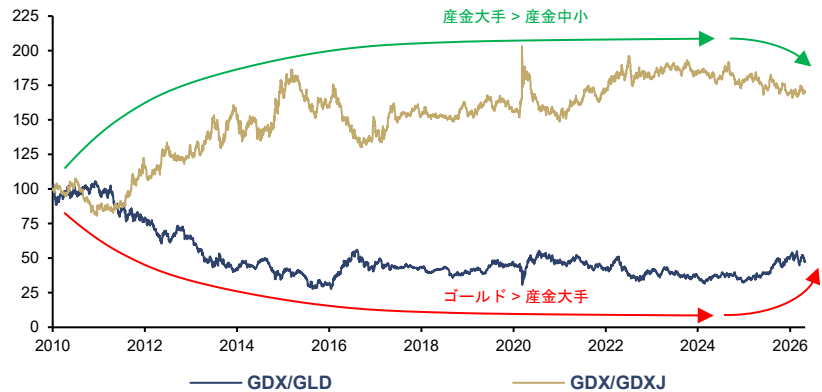
I'm scared as hell about AI... but it's going to be the greatest wealth creator of all time.

「私はAIが死ぬほど怖いが、史上最大の富を作り出す源になるだろう。」

投資家 スタンレー・ドラッケンミラー

さらに、金鉱山株の中でも大型鉱山株と中小鉱山株の価格には大きな隔りがある。これは主に投資家のリスク許容度によるものだが、ゴールド価格の上昇傾向のおかげで鉱山セクターの評価と可能性に大きな関心が集まれば、リスクオンの動きが強まって、特に中小鉱山株を中心に相対的な強気相場が新たに始まる可能性もある。そうなれば2011年から続いてきた鉱山株の中の価格差も急速に縮まるだろう。

### GDX/GLD と GDX/GDXJ, 100 = 2010/01, 2010/01–2026/05



出典: LSEG, Incrementum AG



### コモディティ：バック・トゥ・ザ・現物資産の未来

まずはゴールドが道を切り開き、コモディティがそれに追いつく—その流れは米国の最新版国家安全保障戦略からもはっきりと見て取れる。際限なきグローバリズムの時代は終わり、自由貿易の戦略的重要性は下がった。米国の力は有利なディールを取り付けられるかどうかという観点から定義され、重要鉱物などのコモディティへのアクセスが国家安全保障の問題として扱われる。コモディティはもはや単なる生産資材ではなく、2国間取引や新たな同盟関係が支配する世界における戦略的な保険になりつつある。

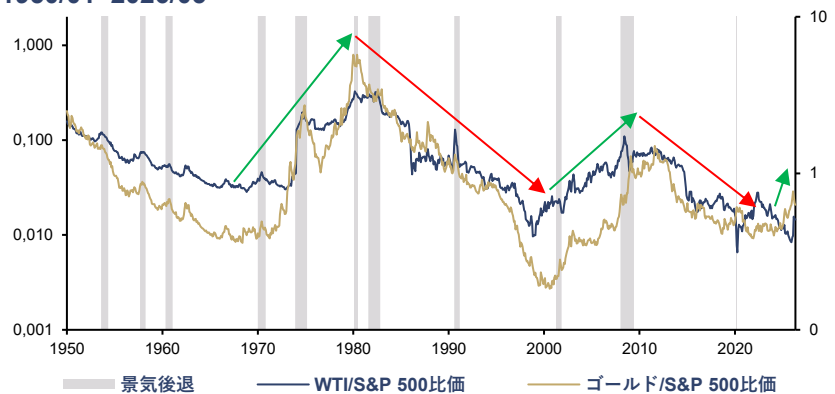
とはいえ、国際政治情勢の再編とは、より深いところで起こっている変化が表面化しているに過ぎない。世界はマクロレベルの体制転換の時を迎えているのだ。この数十年間は、需要サイドの動向—消費支出とクレジットの拡大が支配する経済成長—が支配的だったが、今度は供給サイドの動向が主導権を握り始めた。つまり、「これが欲しい」という欲求ではなく、「これを持っている」という事実が経済成長を左右する。経済を左右する力が、消費欲のような形のないものから地上に存在するコモディティに戻ってきたのだ。

コモディティ市場におけるこのような変化は、強気相場が進むという我々の考えが正しかったことを意味しているが、その裏付けとして次の2点を挙げたい。第一に、構造的に投資が足りていないこと。この10年間は設備投資が極端に削られた。低いメタル価格、株主の圧力、ESG投資の減退、そしてコロナ禍などが背景となって、鉱山プロジェクトに対する投資が減ったところに、鉱石の品位低下が重なり、必要な設備投資が膨れ上がっているためだ。第二に、長期に渡って需要を押し上げる要因—自動車の電動化、AI業界が後押しする巨大データセンターの建設ブーム、資源ナショナルリズム、サプライチェーンや生産拠点を政治的・経済的友好国にだけ拡大するフレンドショアリングなどは、ニューノーマルになりつつある国際関係の分断の上にあることだ。

The global economy is experiencing a structural breakdown in the conversion of financial claims into physical output. 「世界経済は、金融上の請求権(現金、株や債券など)を物理的なモノものに交換するプロセスが構造的な破綻に直面しているという問題を抱えている。」  
投資家 Craig Tindale

AI 革命がもたらす大きな社会変動は非常に矛盾に満ちており、それは 19 世紀の鉄道ブームを思い起こさせる。19 世紀に鉄道が登場した時、この革新的なインフラには莫大な資本が流れ込んだ。しかし、多くの企業は「creative destruction [創造的破壊-新しい産業が古い仕組みを破壊するだけでなく、新たな産業の中でも激しい淘汰が起こる]」の中で倒産して消えていった。それでも敷設された鉄道そのものは残り、その後の社会を大きく変えていった。つまり、今ブームのデータセンター、半導体やエネルギーインフラ、こういった最先端のインフラを支えるのは古くからある地質学的資源、コモディティなのであり、鉄道が物として残ったように、コモディティも地政学リスクが支配する世界の中で生き残る。こう考えると、コモディティに対する評価が歴史的に見ても異常なほど低い水準にあることがわかる。WTI 原油指標/S&P 500 比価も、ゴールド/S&P 500 比価も非常に低い。コモディティは、2000 年以降、株に比べて最も安い水準にある。

### WTI/S&P 500比価(左軸、log) と ゴールド/S&P-500 比価(右軸、log) 1950/01-2026/05



出典: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



In commodities, you need a stomach of steel and a horizon of decades. 「コモディティ投資には鉄の胃袋と数十年という長い視点が必要だ。」  
投資家 ジム・ロジャース

さらに重要な点は、コモディティの上昇機運がまだ広い範囲に広がっていないことだ。ゴールドとシルバーは先を行っているが、2000 年代のコモディティスーパーサイクルで見られたようなコモディティ全般にわたる上昇はまだ実現されていない。エネルギーと素材分野を合わせても S&P 500 に占める割合は 6% に満たず、機関投資家がコモディティにわずかな資金を動かすだけでも、それに見合わないほどの大きな価格上昇が起こるだろう。

### S&P 500 業種別ウエイト 1995/01-2026/04



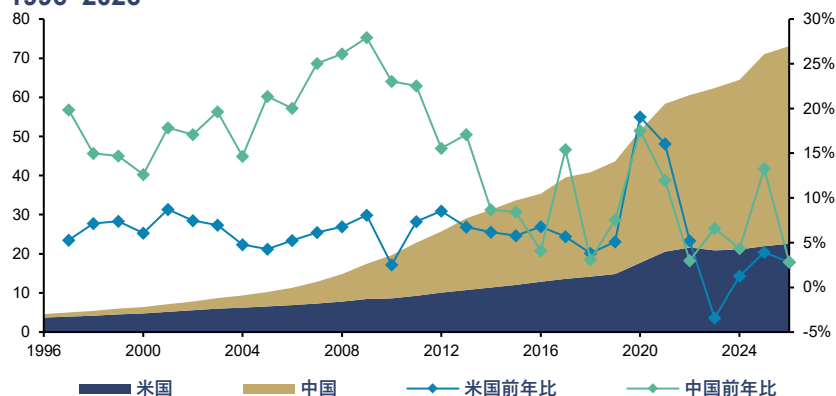
出典: Tavi Costa, LSEG, Incrementum AG



The Chinese economy is an ocean, not a small pond. 「中国経済は海だ。小さな池ではない。」  
中国国家主席 習近平

ここでさらに、中国がコモディティサイクルに通貨的「燃料」を供給していることも指摘しておきたい。2025年の中国のM2マネーサプライは、名目GDPの成長率を大きく上回って元建てで8.5%、米ドル建てで13.3%増えた。中国の名目GDPは米国の約3分の2しかないのに、M2はすでに米国の2倍以上の規模となる50兆ドルだ。

### 米国と中国のM2マネーサプライ(兆ドル、左軸)と前年比(右軸) 1996-2026

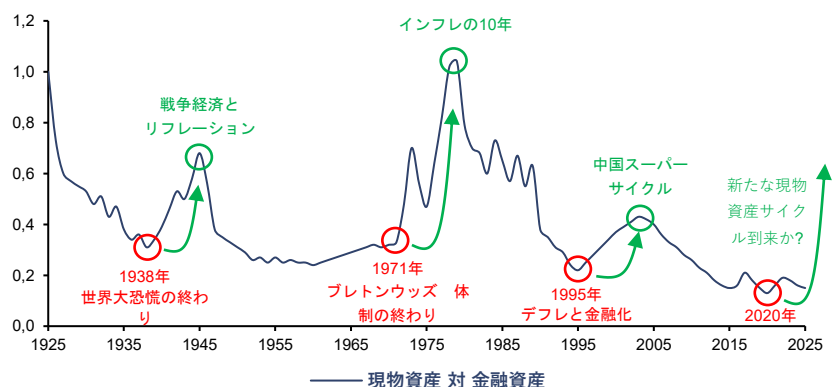


出典: LSEG, Incrementum AG



現物資産と金融資産の関係は四半期単位ではなく数十年を単位として理解する必要があるが、それを示すのが下のチャートだ。1938年の第一次世界大戦とリフレ、1971年のブレトンウッズ体制の終わりインフレ、そして1995年の中国のスーパーサイクルと、金融資産が大きく下がる度に現物資産は上昇している。2020年にこの比価は再びこれまでで最も低くなり、それ以降では底を打ったと言える兆候が増えている。いよいよ現物資産サイクルの時が到来したか？

### 現物資産と金融資産の相対的な価格(ドル) 1925-2025



出典: Bloomberg, Incrementum AG



コモディティ市場は中期的には新たな地政学リスクの状況を反映する状況が続くだろう。米国が世界のリーダーとしての地位から退き、欧州、中国、グローバルサウスが防衛とエネルギーインフラの強化を急ぐ。これが行き着くところははっきりしている。国家も企業も戦略的資産をめぐって死に物狂いの競争に突入。その中で、短期間で強気相場を作り出す世界的な金融緩和策、ドル安、覇権拡大を狙う中国の経済刺激策が現れるのではないだろうか。

## バック・トゥ・ザ・マネタリー・フューチャー: 結論

What makes gold compelling are the risks we don't take by owning it.

「ゴールドの魅力は、それを所有することによって回避できるリスクにある。」

貴金属専門家 Michael Weeks

Gold will be revalued once in a lifetime; that will be more than enough.

「ゴールドが再評価される機会は一生に一度だけ。それでも十分過ぎるほどだ。」

ブロガー Another

Your future hasn't been written yet. No one's has. Your future is whatever you make it. So make it a good one. 「君の未来はまだ白紙だ。誰の未来でもそうだ。未来は自分が作るもの。だから素晴らしい未来にしなさい。」

映画『バック・トゥ・ザ・フューチャーPART3』の中で、ドク博士が言う言葉

Michael Weeks はゴールドへの投資について、これまでの価値評価の理論を逆に捉え、「貴金属の価値は、何をもちたらずかではなく、所有者に何が起こらずに済むかという点にある」としており、彼が唱える「via negativa アプローチ」は非常に明快だ。ゴールドには、金利変動リスクも信用リスクも流動性リスクもない。バランスシートが崩壊することも、キャッシュフローの枯渇も、経営陣による資本配分の過ちもない。カウンターパーティーに対する信頼も善意も要らない。ゴールドに唯一必要なのは安全に保管する場所だけなのだ。かつて安全資産とされた国債は、保有者の購買力が合法的に削り取られていく資産没収の証明書と化し、フィアット通貨を使った壮大な実験が終盤を迎えつつある現代において、まさにゴールドのリスクの「不在」、それこそが決定的な競争力なのだ。

我々は、ゴールドが再び通貨として機能するのは、金本位制といったイデオロギーへの回帰によるのではなく、通貨とバランスシートの機能といった現実的な機能が復帰することで実現し、それはグローバルサウスから始まると考えている。欧米諸国とその中央銀行がゴールドの通貨としての妥当性を再評価するのは、財政がよほど深刻にならない限り起こらないだろう。投資家にとってこれが意味するのは、もはやゴールドをポートフォリオに組み入れるべきかどうかという問題ではなく、どのような形でどれだけ持つかということだ。

今後数年間は、フィアット通貨体制がこれまでの歴史上の規範からみて恒久的な逸脱として記録に残るか、あるいは通貨の原則を再発見することで終止符が打たれる一時的なエピソードとして終わるか、どちらになるかを決定づける数年間となるだろう。歴史は明らかにその答えが後者であることを我々に教えてくれる。

「マネタリー・フューチャー：通貨の未来」に戻るため、映画『バック・トゥ・ザ・フューチャー』のように時速 140 キロ以上でデロリアンを走らせる必要はない。この流れはすでにかなりのスピードで加速しているのだ。映画の中でマーティ・マクフライのタイムトラベルには次元転送装置が必要だったが、投資家に必要なのは国債のように安全と「される」資産ではなく、元素周期表にもある人類最古の価値保存手段なのだ。我々に必要なのは、貿易と信頼のための、政治の道具でない、負債を伴わない中立な資産、5 千年以上に渡って人類が信頼してきた「通貨の抛り所」なのだ。

我々はこの道を 20 年間歩んできたが、我々のコンパスは今も同じ方向を指している。

## IN GOLD WE TRUST

我々はゴールドを信じる

# Premium Partners



## Argenta Silver

Argenta Silver Corp. is a growth-oriented explorer focused on silver for the energy transition. Its 100%-owned flagship El Quevar project hosts a high-grade pure silver deposit and covers 57,000 hectares in a tier-one jurisdiction: Salta, Argentina.

[www.argentasilver.com](http://www.argentasilver.com)



## Barrick

Barrick is a leading global mining, exploration and development company with world-class, long-life gold and copper assets spanning 17 countries. The largest US gold producer. NYSE: B | TSX: ABX.

[www.barrick.com](http://www.barrick.com)



## Elemental Royalty

Elemental is a gold-focused, growth-oriented royalty company with a globally diversified portfolio of over 200 royalties, anchored by cornerstone assets and operated by world-class mining partners.

[www.elementalroyalty.com](http://www.elementalroyalty.com)



## Elementum

Real values. More security for your financial prosperity. Your competent partner for strategic solutions in physical gold and silver. For private individuals, families, employers and employees

[www.elementum-international.ch](http://www.elementum-international.ch)



## Newmont

Newmont is the world's leading gold company and a producer of copper, zinc, lead, and silver, with a world-class portfolio in Africa, Australia, Latin America, North America, and Papua New Guinea.

[www.newmont.com](http://www.newmont.com)

# 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](http://www.incrementum.li)

『In Gold We Trust』の著作権は、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。

2026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, Lois Hasenauer-Ebner, Doris Ringsmuth, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Theresa Kammel, Daniel Luis Gomes, Denis Ott, Carlos “Migs” Caparas, David Waugh, Katrin Hatzl-Durnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Isabella Vesely, Florian Grummes, Elizabeth and Charley Sweet, Felipe Hurtado, Matthias Flodl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Dr. Judy Shelton, Craig Tindale, Luke Gromen, Grant Williams, Bernd Gorbach, Wolfgang Stecher, SPiNNWERK, Markus Hofstadter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, 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](mailto: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であり、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: 2026 Sound Money Capital AG. 無断転載厳禁



 **サンワード証券株式会社**

 ARGENTA SILVER

**BARRICK**

 **ELEMENTAL  
ROYALTY**

 **Elementum<sup>®</sup>**  
INTERNATIONAL AG

 **Newmont<sup>™</sup>**