藤戸レポート

「トランプ＝ゴールドマン政権」に対する期待と現実

2016 年 12 月 5 日

「金儲けの上手い」財務長官

スティーブン・ムニューチン氏の米財務長官就任が決まった。経済紙はゴールドマン・サックス出身や、ヘッジファンド「デューン・キャピタル」のCEO という経歴をピックアップしている。しかし、日本のマニアの中では、知る人ぞ知る映画プロデューサーなのだ。「オタク」が高じて「ラットパック＝デューン・エンターテインメント」という映画製作・資金調達会社まで創設している。世界興行収入第 1 位（27.9 億ドル）となった「アバター」や、「X メン」、「ダイハード 4.0」、「バットマン vs スーパーマン」といった娯楽作品から、「プラダを着た悪魔」、「ブラックスワン」等の通受けする作品にまで、幅広く係わっている。中には、「世紀の愚作」となった「ドラゴンボール　エボリューション」（アニメの実写版は難しい。脚本家もファンに詫びている）もあるが、全般的には「目利き」と言える興行成績を残している。つまり、趣味の分野でも、「金儲けは上手い」ということだ。本業の方では、同氏率いる投資グループが、2008 年のリーマン・ショックで破綻したインディマック銀行を 15.5 億ドルで買収し、昨年 CIT グループに 34 億ドルで売却するグッド・ディールを行っている。約 20 億ドルの利鞘だが、ムニューチン氏個人は、この取引で約 2 億ドルの利益を得たと報じられている。この荒稼ぎを、映画製作に回しているのかもしれない。いずれにしても、趣味・本業を問わず、「金儲けの上手い」米財務長官と、日本政府は付き合って行くことになる。「米国第一主義」を掲げるトランプ政権の要に、この辣腕家が座るわけだ。タフ・ネゴシエーターになるのは間違いない。

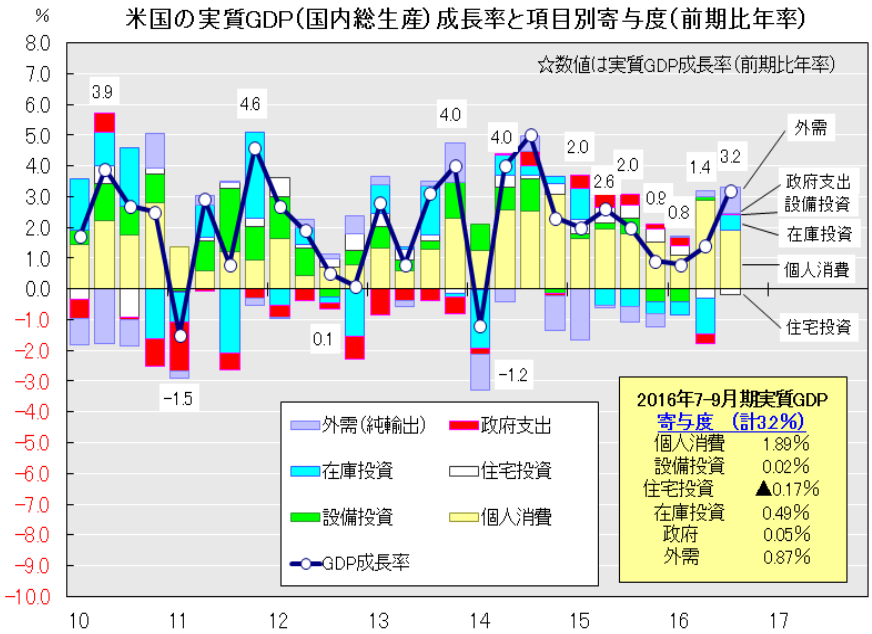
「米国の成長を倍増させる」

ムニューチン氏はCNBCのインタビューに応じて、「法人と中間所得層を対象にした減税、規制緩和、インフラ投資、2国間の貿易協定を通じて、米国は3～4%の経済成長を達成できる。また、法人税を引き下げることで、米国に大量の雇用が戻ってくる」と楽観的な見通しを述べた。この発言を受けて、米10年国債利回りは一時2.491%（12/1）と、2.5%突破の勢いを見せている。足下の米国経済は、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率で3.2%と順調な拡大を見せている（ｸﾞﾗﾌ1）。特に、改定値で個人消費が速報の2.1%から2.8%に上方修正された意味は大きい。10月の個人所得も、前月比＋0.6%と4月以来の高い伸びである。雇用の改善が給与の拡大に及び始めている。FRB（米連邦準備制度理事会）の12月利上げは確実視されるが、ノーマルな状況であるならば、ここから大型減税、大規模なインフラ投資といった景気刺激策は考えられない。しかし、トランポノミクス（トランプ政権の経済対策）が発動となれば、火に油を注ぐことになる。既に、期待インフレ率（5年国債とインフレ連動債の利回り格差）は、1.832%と2014年9月以来の水準にまで上昇している（同）（ｸﾞﾗﾌ2）。一段と米長期金利の上昇を考えるのは自然と思われる。ディスインフレの終焉だ。

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

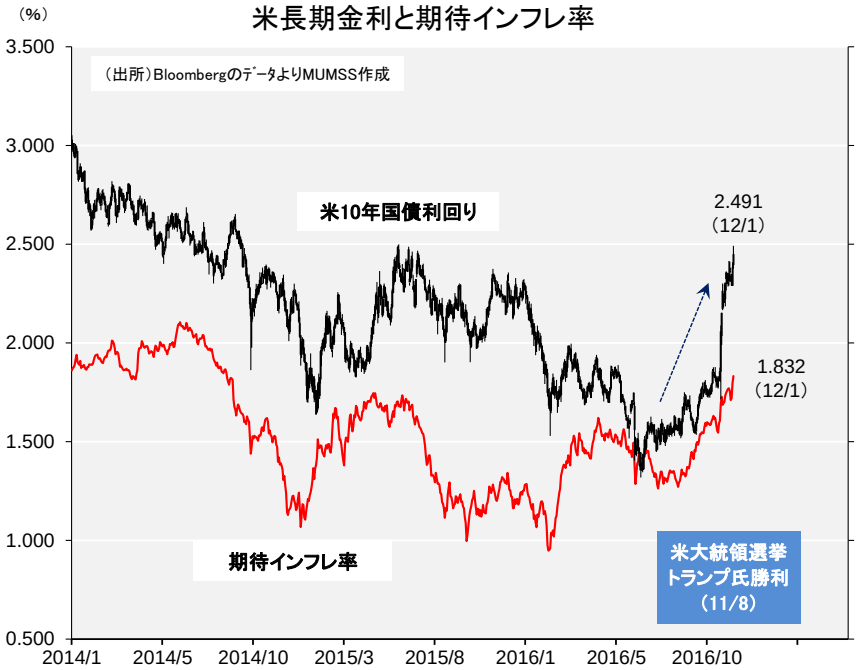
ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ1）
2014/3Q以来の
高成長となった米国経済



（出所）米商務省、Bloombergのデータをもとに MUMSS作成　※数値は季節調整値

（ｸﾞﾗﾌ2）
上昇する米長期金利と
期待インフレ率



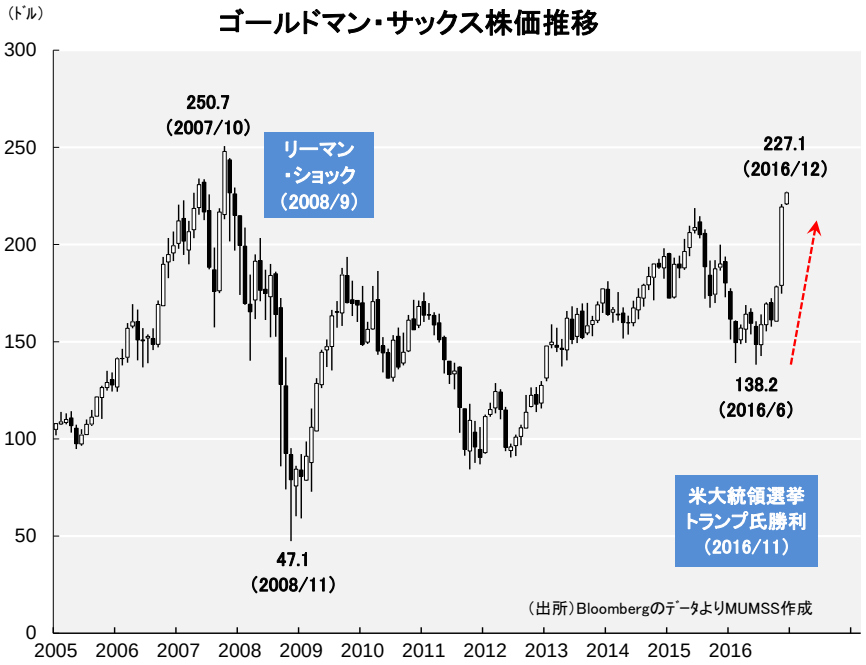
真田昌幸とブランクファイン

ゴールドマン・サックスは、今回の米大統領選挙に対して、極めて巧妙なヘッジを行ってきた。ロイド・ブランクファインCEOはクリントン支持を鮮明にしてきたが、ゲーリー・コーン社長はトランプ支持で一貫してきた。どうも、関ケ原の決戦前に、真田昌幸が長男の信幸を徳川方とし、自らと二男の信繁（幸村）を豊臣方とした戦略を髣髴としてしまう。これこそ、リスク・ヘッジの神髄かもしれない。ダウ・ジョーンズによると、そのコーン社長がOMB（行政管理

ストラテジー

予算局）の局長へ就任を要請されたと報じている。OMBは、予算教書作成、予算執行、各行政機関の活動を管理する重要な権限・機能を有している。局長は閣僚と同格で大統領直属であり、いわばトランポノミクスの根幹を担うことになる。大型インフラ投資、大幅減税といった刺激策が実現できるのか否かも、大統領、議会、財務長官、OMBの連携プレイの巧拙にかかっている。この要所に、ゴールドマン出身者を登用することになる。トランプ政権で、チーフ・ストラテジスト、上級顧問を兼ねるスティーブン・バノン氏を入れると、現時点でもゴールドマン・サックスのOBが3人も要職を占める可能性が高まっている。この「ゴールドマン・サックス政権」に、ウォールストリートは諸手を挙げて賛同している。ムニューチン氏の財務長官就任と、コーン社長のOMB局長就任要請が伝わった11/30に、ゴールドマン・サックスの株価は219.2ドル＋3.5%で、リーマン・ショック前の2007年以来の高値をマークした(ｸﾞﾗﾌ3)。ゴールドマン一銘柄でダウ工業株30種平均を51ドル押し上げたのだ。「トランポノミクスを具現化してくれる」との投資家の期待だ。翌12/1もダウを50ドル押し上げている。

（ｸﾞﾗﾌ3）
2007年以来の高値となったゴールドマン・サックス

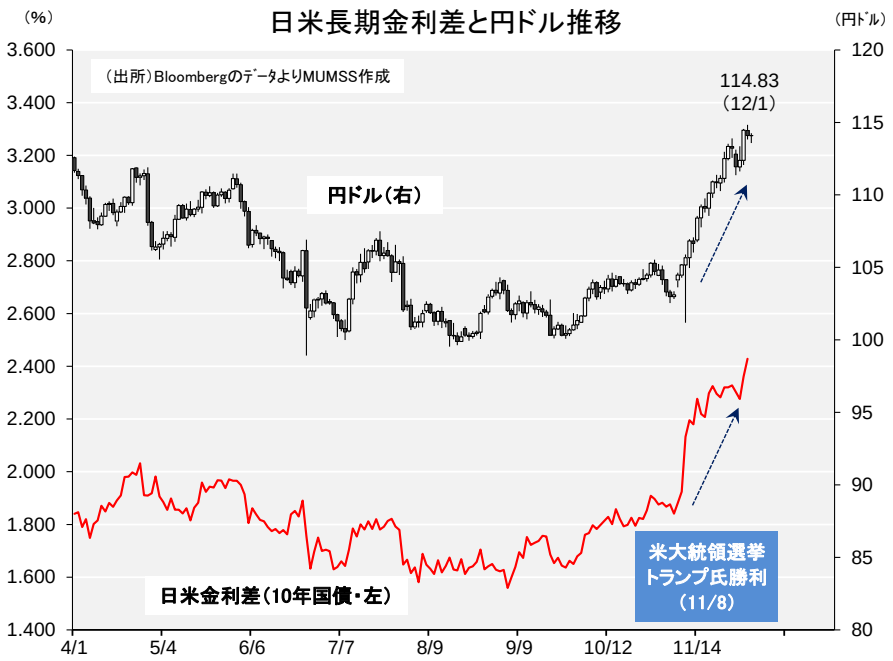


「米長期金利上昇→円安→日経平均高」の構図

さて、米景気が回復軌道に乗っているのに、大規模な景気刺激策を発動となれば、米金利の上昇に拍車が掛かる。当然、日米の金利格差・景況感格差は拡大し、ドル高/円安が進行する。これが、足下の円安の大きな背景である。ヘッジファンドは激しい売買を繰り返しており、12/1には一時1ドル＝114.83円と115円目前にまで円安が進行した。ヘッジファンドの多くは、複数のアセットを同時に売買するシステムを構築しており、ドル/円相場と日経平均の日中足は、細かい騰落まで相似形である。つまり、「米長期金利上昇→円安→日経平均高」の同時進行だ(ｸﾞﾗﾌ4)。巨額の投機マネーが市場に流れ込み、アルゴリズム売買を繰り返せば、大きな値幅が出る。トランプ勝利が濃厚になった11/9の101.20円からは、16営業日で13.63円の円安進行だ。1日0.85円の円安ピッチということになる。最近の為替ストラテジスト

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ4）
日米金利差拡大で円安進行



の円安メドを見ていると、110円を超えたら115円、115円ブレークで120円といったように、5円刻みの極めてアバウトな予測になっている。インパクト（衝撃）とモメンタム（勢い）の相場は継続中ということであろう。したがって、株価予測も為替相場に振り回されることになる。

為替相場に沈黙を守る次期トランプ政権

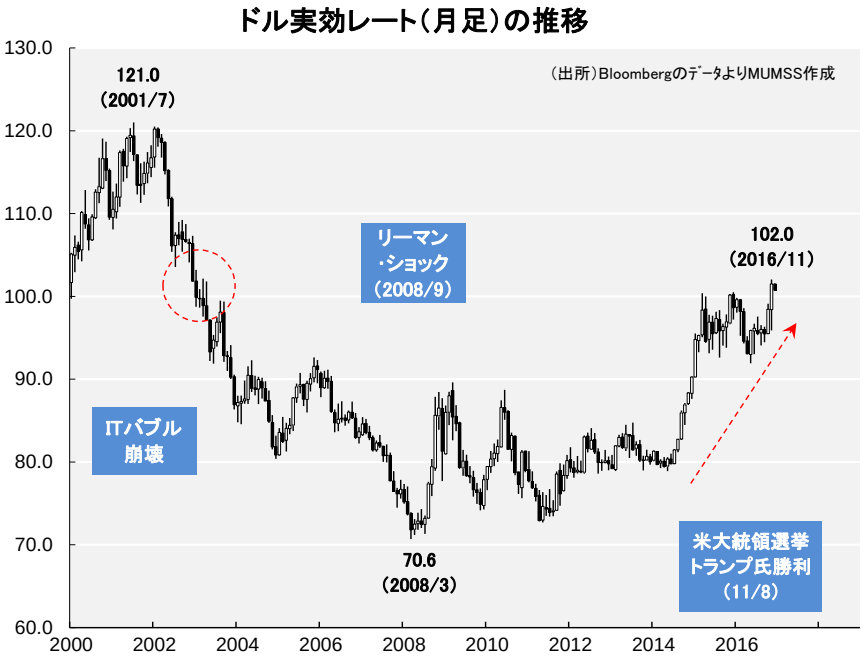
興味深いのは、ムニューチン氏を始め、次期トランプ政権の関係者が為替相場に関しては沈黙を守っていることだ。正式に政権が発足していないこともあろうが、減税策、インフラ投資といった刺激策や、米成長率に言及することがあっても、為替にはいっさい触れていない。むしろ不自然な感さえある。トランプ次期大統領の基本理念が、「米国第一主義」であることを考えても、怪しい黙秘だ。2003年以来の高値水準にあるICEドル実効レートを見ると、今最も苦い思いをしているのが米輸出企業であることは間違いない（ｸﾞﾗﾌ5）。日米の高揚した株式相場を横目で見ながらも、そろそろ次期大統領への泣きつき陳情が始まるかもしれない。その最右翼は、デトロイトの自動車産業であろう。販売奨励金の膨張で粗利が低下傾向の米自動車販売で、ライバルたる日本勢が為替で大きな恩恵を受けることになれば、米ビッグ3の相対的な競争力は一段と低下してしまう。陶酔したパーティーが続く為替相場で、もし青天の霹靂のようなダメージがあるとすれば、それはトランプ次期大統領あるいはムニューチン次期財務長官が、「現在のドル高は許容しない」旨の発言を行った時であろう。いつかは分からないが、際限のないドル高を是認するとは思えない（ｸﾞﾗﾌ6）。

レーガン政権と日米貿易摩擦

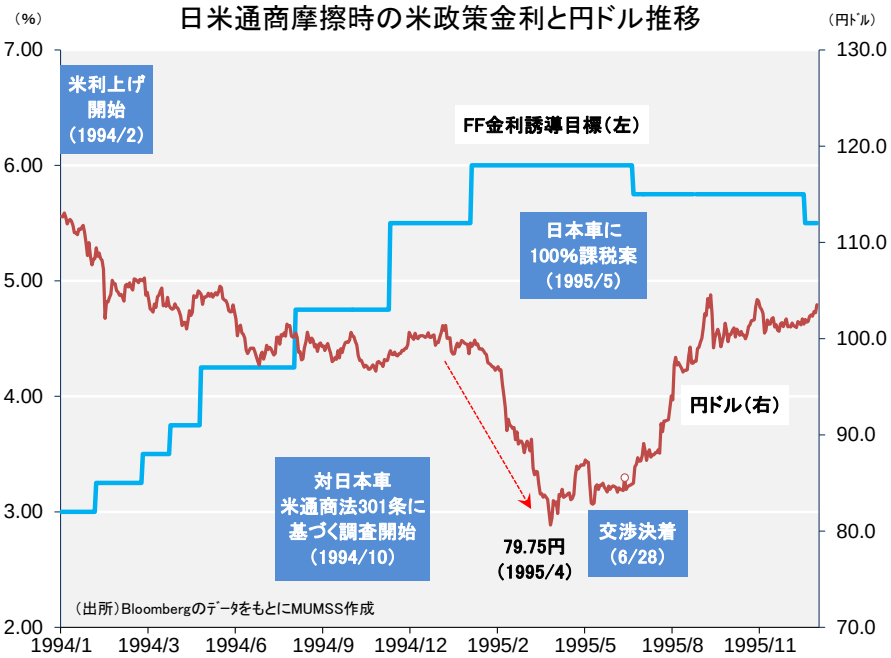
1981年のレーガノミクス（レーガン大統領の経済政策）相場は、1980年の大統領選中から事実上スタートしていた。ライバルは現職のカーター大統領だったが、不人気・最弱の大統領だったこともあって、夏以降はレーガノミクス相場が既に始まっていたと看做しても良い。選挙結果は、選挙人獲得数でレーガン489人・カーター49人の圧勝だった。ダウ工業株30種平均は

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ5）
米輸出企業を苦しめる
ドル実効レートの上昇



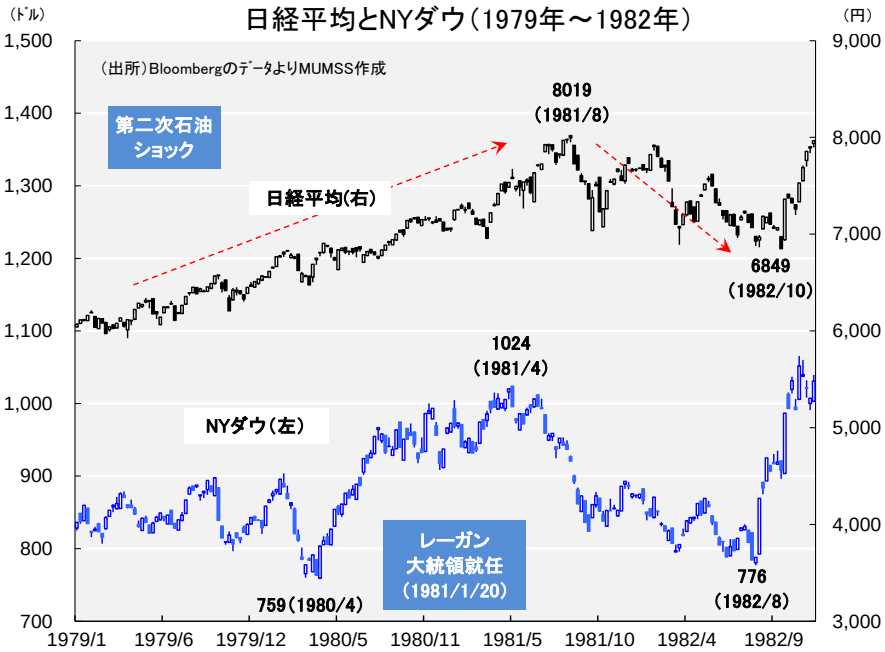
（ｸﾞﾗﾌ6）
米金利上昇が機能しなかった
通商摩擦相場(1994年～1995年)



1980年4月安値759ドルでボトムアウトし、翌年4月高値1,024ドルまで上昇の勢いを強めて行った。日本は1979年の第2次オイル・ショックで大いに苦しんでいたが、この米国株の堅調さを背景に日経平均も上昇に転じた。1979年4月安値5,925円が、81年8月高値8,019円まで+35%の上昇である(ｸﾞﾗﾌ7)。新米社員だった私が、初めて「オイル・マネーの買い」というフレーズを聞いたのも、この頃の事だった。81年3月には、日経新聞が「サウジアラビアが日本株買いへ」との記事を載せ、兜町は外国人買いに沸いていた。とこ

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ7）
第二次石油ショックを克服した日本株式市場



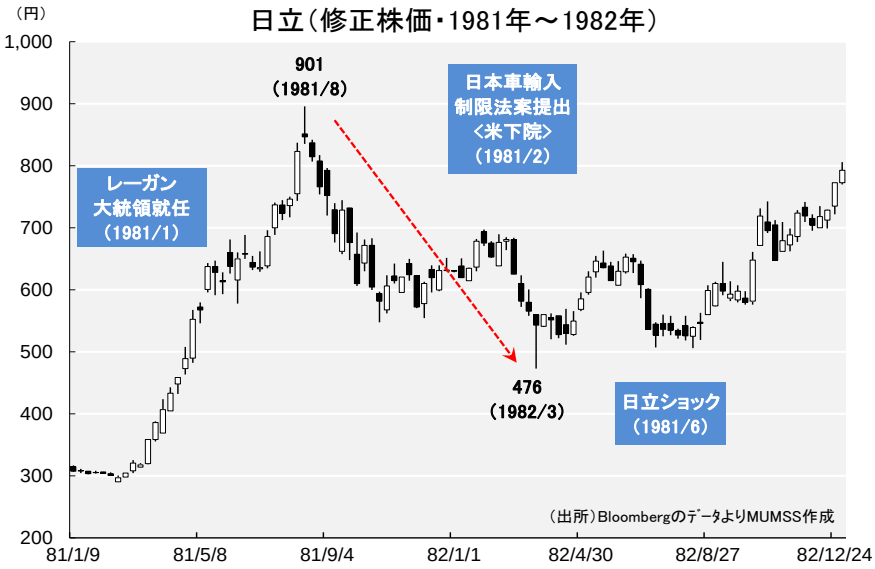
ろが、この頃から日米貿易摩擦は激化の様相を見せる。1980年に日本の自動車生産は初めて1,000万台に達し、米国を抜いて世界一になったのだ。この1980年の輸出台数は597万台で、国内販売を逆転する成果を見せた。オイル・ショックで日本小型車の好燃費が世界で評価される一方で、米国勢は折からの景気低迷もあって、GM、フォード、クライスラーのBIG3がいずれも赤字に転落していた。UAW（全米自動車労組）が、初めて「日本は失業を輸出している」と非難したのは、まさにこの時の事だった。同年にはフレーザー会長が来日し、輸出自主規制を訴えた。

「宴の後」の調整には一年余り

歴史は繰り返すというが、まさに状況は当時と被るものがある。「強い米国」を掲げた大統領、大規模減税、軍事予算拡大、財政出動、高金利政策（今回は段階的な利上げだが）によるドル高となれば、なにやら似たようなシチュエーションである。やがて、自動車を始めとする米輸出企業の悲鳴が高まれば、1980年代と同様な貿易摩擦が起こる可能性は濃厚だ。1981年2月には、米議会で「今後3年間、日本製乗用車の輸入を年間160万台に制限する」という法案が提出された。USTR（米国通商代表部）と当時の通産省の間で交渉が続いたが、結局4月末には田中六助通産大臣とUSTRのウィリアム・ブロック代表が直接会談して、自主規制の合意に至った。となれば、米国だけが優遇される政策に、他国が黙っているはずがない。カナダ、EC（当時の欧州共同体）も自主規制を求め、日本の輸出ビジネス・モデルは、大きな変容を迫られたわけだ。ここから、現地生産・現地販売の理念が、急速に敷衍することになった。こうした貿易摩擦の状況を受けて、日経平均も81年8月高値8,019円から82年10月安値6,849円まで、1年以上の調整相場を演じた（前掲ｸﾞﾗﾌ7）。折悪しくも、82年6月には、日本の大手電機メーカー（複数社）の社員が、IBMの機密情報を搾取したとする「IBM産業スパイ事件」が起こり、調整に拍車を掛けた。日立製作所の株価は、81年8月高値901円から82年3月安値476円まで売り込まれている(修正株価・ｸﾞﾗﾌ8)。これ

ストラテジー

（グラフ8）
日米貿易戦争が背景となった
日立ショック

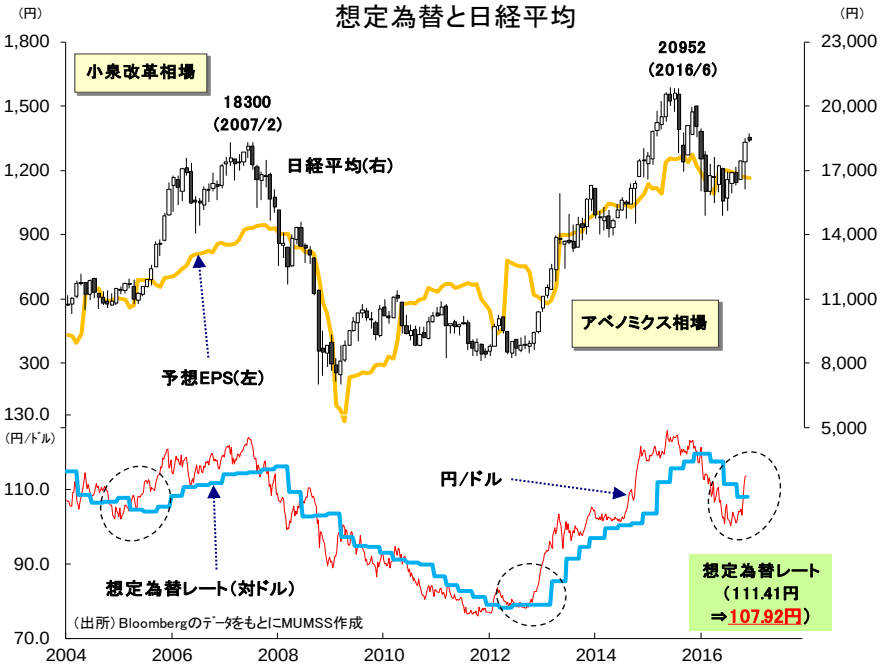


も、苛烈な貿易戦争が背景と見ることもできよう。今は、トランポノミクスのポジティブ面のみが拡大されているが、いずれ貿易摩擦は起こる可能性が高いと身構えておくべきだろう。メキシコ、中国が槍玉に上がっているが、日本も決して無縁ではいられないものと思われる。

強気の進軍ラッパが鳴る

現在のトランプ・ラリーは、「11/9の日経平均919円安は誤認識だった。米経済成長率は高まり、長期金利も一段と上昇する。米景気拡大で日本は大きな恩恵を享受できる。日米景況感格差、金利格差から円安が進行し、日本企業は輸出産業中心に上方修正となる(グラフ9)。日米同時のラリーは続く」という考え方が底流にある。確かに、インパクトとモメンタムの相場がアル

（グラフ9）
想定レートを上回る
円安を好感する日本市場

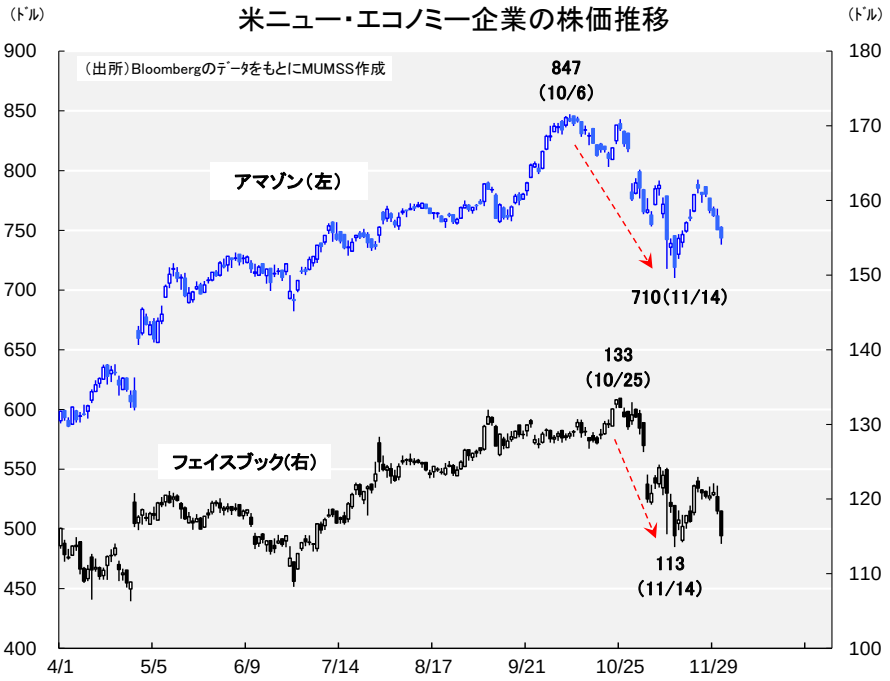


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

ゴリズム売買を媒介として継続するならば、一段高のシナリオを描くことも可能だ。兜町では、日経平均23,000円、いや25,000円という声が高まっている。こうなると、「蛙のお腹膨らまし競争」と同じで、30,000円説や38,915円（史上最高値）説が出るのも時間の問題だ。しかし、米長期金利の急騰、一本調子のドル高にもかかわらず、米国株が上がり続けるシナリオには疑惑が内包されている。既述のように、ゴールドマン・サックスを始めとする金融株はラリー継続中だが、アップル、アマゾン、フェイスブック、アルファベットは調整色を強めている。グローバル展開しているニュー・エコノミー企業ほど、トランポノミクスの弊害を織り込み始めているのだ（ｸﾞﾗﾌ10）。

（ｸﾞﾗﾌ10）
調整色を強める
ニュー・エコノミー企業



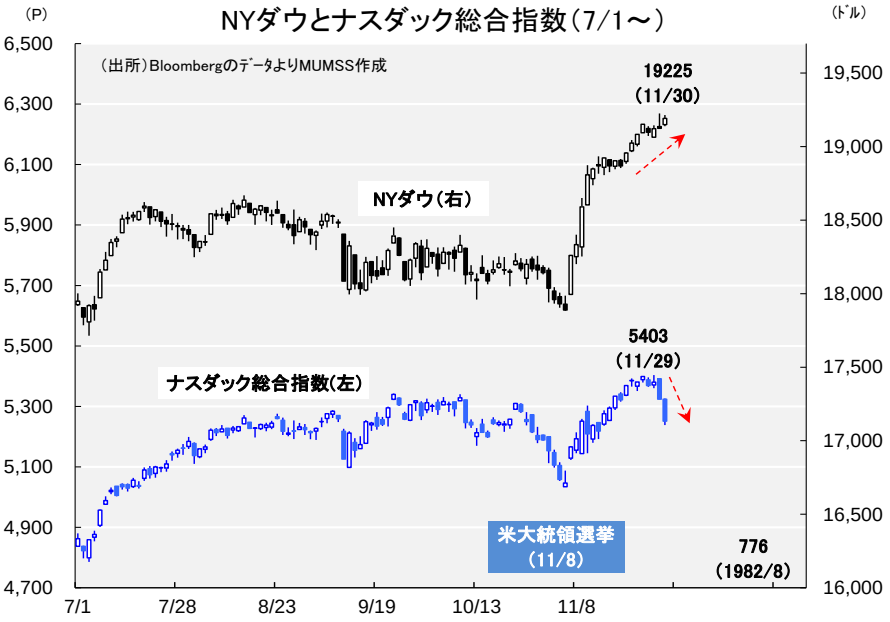
「オズの魔法」は存在しない～新債券王の御託宣

11/30、12/1の相場でも、「ゴールドマン効果」によってダウ工業株30種平均は高かったが、S&P500種指数、ナスダック総合指数は続落である（ｸﾞﾗﾌ11）。「新債券王」との尊称を持つダブルライン・キャピタルのジェフリー・ガンドラックCEOは、「トランプ氏が当選すれば、世界的な不況に陥ると予想されていた。しかし、今ではトランプ氏が、『オズの魔法使い』として極めて高い期待を集めている。もちろん魔法など存在しない」と諧謔を交えた見解を表明している。ガンドラック氏の前に「債券王」と呼ばれたビル・グロース氏も、「公約に掲げられた減税やインフラ支出、規制緩和が成長加速を促すとの思惑から、見当違いの投資が行われている。そのような財政出動の恩恵は、一時的なもので終わる可能性が高い。ドル高や人口高齢化を含む構造的な逆風、反グローバル的な通商政策、最近の金利上昇下での債務拡大で、生産性の年間上昇率は恐らく1%程度に留まるだろう」と批判的である。強烈なトランプ・ラリーは、「新・旧債券王」の批判を吹き飛ばす可能性もあるが、特にガンドラック氏のマクロ的見解に、私は重きを置いている。少なくとも、日経平均3万円説には、中山や府中の空気が漂っているが、両大御所の見解には知性の煌めきがある。

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ11）
逆行するNYダウとナスダック



相場の第二段階「選択と集中」

当面は、「米長期金利上昇→円安→日経平均高」のトレンドが続く可能性がある。しかし、米国株市場と同様に、日本でも金融、資源・エネルギー関連といった特定の業種にマネーが集中する傾向が目立ち始めている。11/10以降の上昇初期段階では、内需・外需の区別もなく、一斉に水準を切り上げる展開だった。しかし、足下では、「あれもこれも」ではなく、「あれかこれか」の選別物色が目立ち始めている。日経平均が、11/9安値16,111円から12/1高値18,746円まで短期急騰したことを考えると、当然の絞り込みと思われる。僅か2週間余ではあるが、相場は相当な急ピッチで成熟化が進んでいる。ポイントは、高水準な株価位置ではあるが、調整色を見せているセクターに押し目買いが入り、循環物色の展開が続くかどうかである。もし、米国と同じように、金融、エネルギー関連のみが買い上げられ、調整セクターが一段と売られる展開になった場合には、株価指数全体の上昇力は減衰することになろう。ただし、この特定セクターのみを物色する相場の場合には、買われる銘柄は極端な上昇を見せる。いわば集中物色であり、短期の投機筋や「ロング&ショート型」のヘッジファンドの関与が強まって、想定外のプライスを叩き出すことが多い。棒立ちチャートの形成だ。国境を跨いだペア・トレードでは、「GS・日本のメガバンク買い＝日米ハイテク売り」の構図である(ｸﾞﾗﾌ12)。逆に、「過熱を売って・押し目を拾う」冷静な展開になれば、息の長い相場が続くかもしれない。

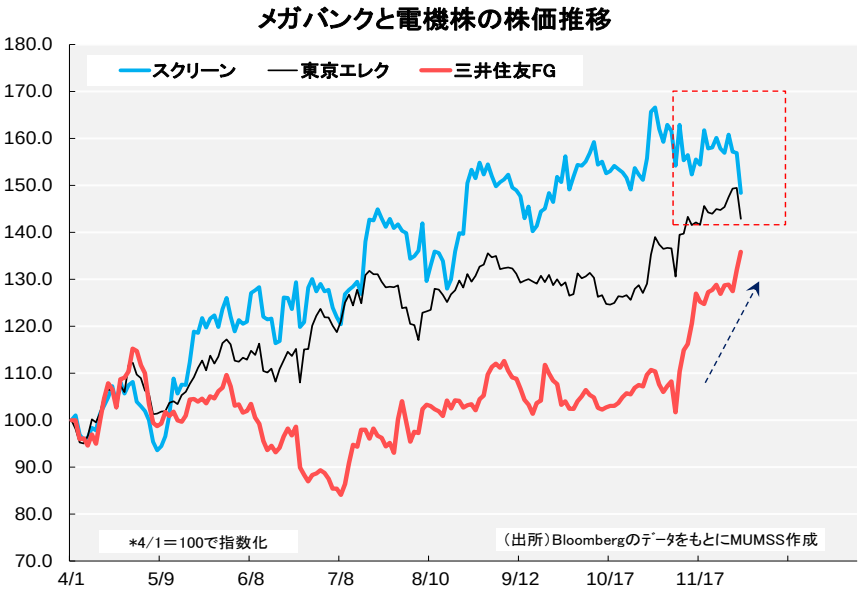
いずれ「現実」に引き戻される

「新政権とウォールストリートのハネムーンは100日」の格言で行けば、1981年4月で天井を打ったレーガノミクス相場と同様に、トランポノミクス相場もいったん4月までと解釈できる(前掲ｸﾞﾗﾌ7)。しかし、2月の予算教書発表、3月に債務上限問題が到来することを考えると、酩酊した投資家が現実に引き戻されるのは、もう少し早いかもしれない。現在のトランプ相場は、「選挙中の公約が全て実践される」との前提で形成されている。しかし、日本の選挙公約の信頼性は、海岸の砂浜に描いた字のように脆い。世界各国でも大同小異で、そもそも公約が実現すると考えること自体がファンタジーに

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

（ｸﾞﾗﾌ12）
日本でもメガバンクと
電機セクターが逆行



近い。特に、財源問題となると、各国の政治家の動きは急に緩慢になる。「金のなる木」があるのならば別だが、財政出動には細部を煮詰めなければならない。予算教書や議会との駆け引きで、大型インフラ投資や大幅減税が矮小化されるか画餅と化すリスクも少なからずある。つまり、「実行できること」と「できないこと」が明瞭化してくるのだ。しかも、今や約3兆ドルに膨れ上がったヘッジファンド・マネー、デリバティブとアルゴリズム売買の隆盛を考えると、春まで続くと想定するのは楽観的に過ぎるかもしれない。そうなると、新春相場まではシャンペンと御屠蘇でもつとしても、正式に大統領に就任する1月中旬以降には、意外に現実の苦さに直面する可能性もリスク・シナリオとして持っておくべきだろう。

「歴史の教訓」を現在の投資に活用する

相場局面が、第一段階「全面高」→第二段階「選択と集中」を形成した後に、再び第一段階に戻れば典型的な大相場である。アベノミクス相場を想起すればよい。しかし、このパターンではなく、第三段階「特定銘柄の爛熟相場」へと移行すれば、相場全体が大天井を打つのも速くなる。第三段階の終焉は、主役銘柄の急落から始まる。つまり、トランポノミクスの象徴たる日米金融株の急落がトリガーとなろう。ただし、今はまだ第二段階に移行したばかりであり、今から相場の終焉を語るのは速過ぎる。腕に覚えのある投資家は、一段高を狙って投資することも可である。ただし、手捌きの速い人オンリーで、買うタイミングを間違った場合には「投げる」ことができる人専用だ。そんな博打は嫌だという方は、オーソドックスに押し目を狙うことになる。この場合は2パターンだ。強い金融株等の短期的押し目を狙う手法と、調整含みのハイテク、ディフェンシブの好業績株を狙う手法だ。当然、前者は短期のトレーディングに向き、後者は中長期張りに適している。投資家のニーズによって選択することになるが、後者は忍耐力が必要になる。金融株の棒立ちチャートを見ても、自分のスタンスを保てる人にしか向かない。トランプ相場が、第二次アベノミクス相場に直結すれば幸いだが、必ずしも平坦な相場展開ではないことを、レーガノミクス相場は語っている。「歴史の教訓」を現在の投資にも活かしたい。

藤戸　則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

【重要な注意事項】

（本資料使用上の留意点について）

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

（利益相反情報について）

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があり、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員（会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。）が、以下の会社の役員を兼任しております。：三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

（外国株に関する注意事項について）

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書（Annual Report）、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません（金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く）。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

（リスク情報について）

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。

（手数料について）

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1．404％（税込み）の売買手数料をいただきます（ただし約定代金が193,000円以下の場合は最大2,700円（税込み））。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1．080％（税込み）の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

（著作権について）

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd.　All rights reserved.

〒100-8127　東京都千代田区大手町一丁目 9 番 2 号　大手町フィナンシャルシティ　グランキューブ
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社　投資情報部

（商号等）　三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 2336 号

（加入協会）　日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
投資情報部
東京都千代田区大手町 1-9-2
大手町ﾌｨﾅﾝｼｬﾙｼﾃｨ ｸﾞﾗﾝｷｭｰﾌﾞ