

JTG 証券 ストラテジー・レポート

米裁判所はトランプ関税を止められるのか？

経済調査室
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

1. 本レポートの目的 p.2
本レポートでは、トランプ政権が進める関税政策を、米国の裁判所が止められるのか、について検討する。
2. トランプ関税への違憲判決と、その後の流れ p.2
 - トランプ関税訴訟の流れ；
 - 4月2日、トランプ関税署名 → オレゴン州などが、相互関税は違憲として提訴。
 - 5月28日に米国国際貿易裁判所がトランプ関税を違憲とする判決。
 - 5月29日に連邦巡回控訴裁判所が同判決を一時的に差し止め（審議中）。
 - どちらの判断に傾いても控訴され、最終的には最高裁判決が必要に。少なくとも2025年中に最高裁による最終判断が下る可能性は低い。
3. 米最高裁における論点 p.4
 - ① トランプ関税を差し止める法的根拠は、「重大問題原則」。
 - 経済的・社会的影響が大きい政策は、議会の承認が必要。
 - バイデン政権時に判決も出ている。
 - ② トランプ関税を支持する考え方は、「大統領例外論」。
 - 外交・国際関係においては、大統領が国家を代表する権限を持ち、立法府よりも優越（1935年判決）。
 - ③ 米国の現状を、平時とみなせば「重大問題原則」が優位、緊急時とみなせば「大統領例外論」が優位に。
4. 最終判決に関する弊社の考え方 p.5
 - 最高裁での論点は、法律論から、米国の三権分立内のバランスという政治体制の根幹にシフト。
 - 個別の政策を統制する役割を果たし 3 権のバランスを崩す判断を司法が行うことには消極的になりやすい。
 - 最終的にトランプ関税を違憲とした判決は棄却され、大統領例外論に基づき現在の関税が維持されやすい、とみる。
- Appendix. 行政府（大統領・政府機関）の政策是非に関する判例 p.6

米裁判所はトランプ関税を止められるのか？

JTG 証券 チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

本レポートでは、トランプ政権が進める関税政策を、米国の裁判所が止められるのか、について検討

1. 本レポートの目的

本レポートでは、トランプ政権が進める、国家の非常事態を想定した法制度を活用して濫用される関税政策を、米国の裁判所が止めることができるのか、現在の議論の状況を確認する。

2. トランプ関税への違憲判決と、その後の流れ

以下で、トランプ政権による大統領令に基づく諸外国への「相互関税」の賦課と、その後の違憲判決・控訴に至る、これまでの流れを確認する。図表 1 は時系列の流れとなる。

図表 1 トランプ関税への違憲判決と控訴裁判所による無効化

日付	出来事・内容
2025年4月2日	トランプ大統領が「解放の日 (Liberation Day)」と称して、新たな包括関税政策を発表。全輸入品に基本10%、特定国にはそれぞれ異なる個別税率を指定して相互関税を導入。根拠法はIEEPA。
2025年5月28日	米国国際貿易裁判所(CIT)がIEEPAに基づく関税の大部分を「違法」と判断。家族経営の小規模事業者に対しては直ちに差止め、関税実施を14日間停止。
2025年5月29日	米連邦控訴裁が控訴受理。CIT判決の一時無効化。トランプ政権側は判決への対抗姿勢を示し、最高裁判断を視野に。
今後の見通し	IEEPA以外の根拠や個別大統領令を用いた代替関税措置の模索が進行中。最終判断は最高裁へと進む可能性。

出所：報道・裁判所判断・ホワイトハウスリリース等をもとに、JTG 証券で作成。

トランプ関税訴訟の流れ

4月2日、トランプ関税署名

オレゴン州などが、相互関税は違憲として提訴

①.トランプ関税と法的根拠

2025 年 4 月 2 日、米トランプ大統領は、米国を取り巻く貿易状況は「米国に対する異常な脅威」であるとして、国際緊急経済権限法(IEEPA)に基づき国家非常事態を宣言、同法の規定に基づき大統領権限で国際商取引を規制すべく、「相互関税」を諸外国に適用する大統領令に署名した。

②.相互関税に対する提訴

相互関税の導入後、米国内では同大統領令の無効化を求める複数の提訴が行われている。「相互関税」は米国の国内企業や消費者に与える経済的な悪影響が大きいこともあり、オレゴン州をはじめとした複数の州や、小規模ワイン輸入業者などが、同関税は違法であるとして提訴した。主な主張内容は下記の通り。

- IEEPA は、国家安全保障や外交上の「異常かつ例外的な脅威」に対処するための限定的な権限を大統領に付与するものであり、広範な関税措置を正当化するものではない。
- 関税の設定は憲法上、議会の権限であり、大統領が一方的に関税を課すことは、立法権の侵害である。

5 月 28 日に米国
国際貿易裁判所
がトランプ関税を
違憲とする判決

- トランプ政権が IEEPA を用いて課した関税は、経済的な競争や貿易赤字の是正を目的としており、IEEPA の適用要件である「異常かつ例外的な脅威」に該当しない。

③. 米国国際貿易裁判所による違憲判決の論点

5 月 28 日、米国国際貿易裁判所 (U.S. Court of International Trade, CIT) は、トランプ大統領が国際緊急経済権限法 (IEEPA) を根拠に発動した一連の関税措置が違法であると判断し、これらの関税の執行を恒久的に差し止める判決¹を下した。同判決のポイントは下記となる。

- 国際緊急経済権限法 (IEEPA) は、明確に定義された国家的脅威に対処するための限定的な権限を大統領に付与するものであり、広範な関税措置を正当化するものではない。
- 大統領が IEEPA を用いて課した関税は、議会の立法権を侵害しており、憲法に違反する。
- したがって、これらの関税措置は違法であり、その執行を恒久的に差し止める。

④. 連邦政府の控訴と、連邦巡回控訴裁判所の状況

5 月 29 日に連邦
巡回控訴裁判所
が同判決を一時的に
差し止め
(審議中)

これに対し、連邦政府は控訴、翌日の 5 月 29 日、連邦巡回控訴裁判所 (U.S. Court of Appeals for the Federal Circuit) は、連邦政府の申し立てを受けて、CIT の判決と差止命令の効力を一時的に停止する「行政的差止 (administrative stay)」を発令²した。同決定により、CIT の判決は一時的に無効化され、トランプ政権の関税措置は暫定的に再施行されている。また、連邦巡回控訴裁判所の審理は現在も進められている。

「行政的差止」の発令におけるポイントは、下記となる。

- 今後の審理にあたり、ワイン事業者等とオレゴン州等の 2 件の控訴を統合し、単一の審理対象とする。
- 行政的差止の発令: CIT の判決および恒久的差止命令の効力を、連邦巡回控訴裁判所がさらなる審理を行うまでの間、一時的に停止。
- 今後の手続き: 原告側は 2025 年 6 月 5 日までに、政府の差止申請に対する反論を提出する必要があり、政府側は 2025 年 6 月 9 日までに統合された返信を提出することが求められている。

なお、この行政的差止は、あくまで連邦巡回控訴裁判所が審理するまでの暫定的な措置であり、最終的な判断ではない。よって、まずは 6 月中旬以降とみられる連邦巡回控訴裁判所の判断を待つ必要がある。

どちらの判断に傾いても控訴され、最終的には最高裁判決が必要に
少なくとも 2025 年中に最高裁による最終判断が下る可能性は低い

⑤. 今後の流れ

連邦巡回控訴裁判所が、正式な差止命令を発令しようが、CIT の判決を支持しようが、最終的には双方の控訴により、米国最高裁判所での判断に委ねられる可能性が高いと考えられる。最高裁の審理にはより長い時間がかかることを考えれば、少なくとも 2025 年中に最高裁による最終判断が下る可能性は低い、と弊社は考える。

¹ “Slip Op. 25-66: United States Court of International Trade Judgment”,

² 連邦巡回控訴裁判所の行政的差止命令 (2025 年 5 月 29 日付)

3. 米最高裁における論点

① .過去の判例における論点

トランプ関税を差し止める法的根拠は、「重大問題原則」
→ 経済的・社会的影響が大きい政策は、議会の承認が必要
→ バイデン政権時に判決も出ている

トランプ政権の IEEPA に基づく「相互関税」を、米最高裁はどのように判断するのだろうか。実際の判決自体は分からないものの、合憲もしくは違憲の立場から、それぞれどのような主張をするのか、既に過去の最高裁判決で、双方の論点はある程度まで明らかになっている。というのも、バイデン前政権時代に、米教育省が学生ローンの減免を行おうとしたところ、最高裁から違憲判決を受けて同政策が実行できなかった、という判例があるためだ。この時に、経済的・社会的影響が大きい政策は、「重大問題原則 (major questions doctrine)」に該当するため、議会の承認が必要、という判決が出ている。

以下で、2 つの立場からの論点の差を比較した。

図表 2 学生ローン減免時の合憲・違憲の論点比較

論点項目	連邦政府の主張（教育省）	最高裁の判断（多数意見）
制度の概要	連邦学生ローン最大4300億ドルを対象に、一定条件で債務を免除する措置（COVID-19影響への対応）	同制度により、約4300億ドル規模の債務が免除され、 経済的・社会的影響が極めて大きい
根拠法	HEROES Act（2003年）	HEROES Act（2003年）
連邦政府（教育省側）の争点#1	COVID-19による国家的緊急事態下で、教育長官は借り手への「救済・修正・放棄」等を認められている	教育省が主張するような債務一括免除は、法律の文言からは読み取れず、新たな立法行為に近い
連邦政府（教育省側）の争点#2	HEROES法により、災害や戦時においてローン返済条件を修正または放棄できると明記されているため、債務免除はその権限の範囲内	この規模と影響の大きさは「重大問題原則」に該当するため、明確な議会の授権が必要
重大問題原則の適用	適用しないべき。既に緊急事態であるという要件は満たされており、教育省の裁量に該当する	適用する。数千億ドルに及ぶ財政影響がある政策には、明確な議会授権が不可欠
法的根拠の明確性	HEROES法は幅広く教育省長官に裁量を認めており、裁量行使は合法	HEROES法は個別の返済条件調整を想定しており、広範な債務免除には不明確
議会の役割との関係	緊急対応として迅速に対応できるよう、議会は裁量を事前に付与済み	議会の立法権限の侵害にあたる可能性があるため、慎重な明文授権が必要

出所：米国最高裁公式意見書 (SupremeCourt.gov – Slip Opinion 22-506) より JTG 証券で作成。

②.今回想定される論点

トランプ大統領が定めた今回の相互関税は、バイデン政権の学生ローン時よりも米国経済に与える影響ははるかに大きい。このため、経済的・社会的影響だけを考えれば、こうした政策は「重大問題原則(major questions doctrine)」に該当し、行政府が勝手に執行はできず、立法府である議会の承認が必要だとする意見が法学者には多い。その論拠は上記の判決などに依っている。

一方、連邦政府側では、今回の大統領令に基づき実施された政策は、上記のバイデン政権時の政策とは異なる、と主張している。その論拠として挙げているのは、「政府機関が実施した政策か」「大統領が直接、大統領令を出して実施した政策か」、という違いがあるという論点だ。アメリカの大統領は、同国で最高位の執行機能であり、非常事態時の判断などにおいて大統領の権限を侵害するべきではない、との主張がなされている（ここでは大統領例外論” Presidential Exception”とする、Appendix 7 の判決など）。

トランプ関税を支持する考え方は、「大統領例外論」
外交・国際関係においては、大統領が国家を代表する権限を持ち、立法府よりも優越

これら、2つの異なるスタンスについての、論点を下表で比較した。

図表 3. トランプ関税の合憲・違憲論の論点比較

	重大問題原則に基づく違憲論	大統領例外論に基づく合憲論
対象となる原則	重大問題原則 (Major Questions Doctrine)	外交・国家安全保障における大統領裁量
法的根拠	憲法上の租税権限、 West Virginia vs EPA訴訟判決、 Biden vs Nebraska訴訟判決	IEEPAの明文規定、 Curtiss-Wright訴訟判例、 Yoshida訴訟判例
主な判例	West Virginia vs EPA訴訟判決、Biden vs Nebraska訴訟判決	Curtiss-Wright訴訟判例、 Yoshida訴訟判例
政策の範囲	学生ローン免除、環境規制、全国的関税	緊急事態下の輸入規制・制裁措置全般
議会の関与	議会が明示的に権限を与える必要がある	IEEPAにより包括的な裁量が事前に与えられている
司法の役割	大統領による大規模政策の統制	裁量行使を尊重すべき (合憲性の推定)
行政の柔軟性	限定される (議会の承認が必要)	高い (迅速な対応が可能)
適用対象	主に行政機関・政策レベルでの適用	大統領個人の判断・外交関連措置
支持する専門家・立場	リベラル・保守を問わない法学者連合	司法省、保守系学者 (J. Goldsmithなど)
潜在的な影響	行政権の抑制、議会優位の強化	外交政策の一貫性、緊急対応能力の維持

出所:トランプ政権側のスタンスは、Lawfare ”[Trump’s Use of Emergency Powers to Impose Tariffs Is an Abuse of Power](#)”、2025/3/24 及び巻末の Appendix に示した判例などを参照し、JTG 証券で作成。

4. 最終判決に関する弊社の考え方

米最高裁の最終判断については、控訴審や最終的な判決を待つ必要がある。ただし、弊社は、最終的にトランプ関税を違憲とした判決は棄却され、大統領例外論に基づき現在の関税が維持されやすい、とみる。主な理由は下記となる。

- 過去の判例は、平常時と緊急事態時で、明らかに異なる判断を行っている。
- 大統領による「国家緊急事態」の認定について、立法府(議会)の承認を優先する前例を作ると、貿易ではない本当の戦時等の緊急事態において、国家の存立基盤を損ねる可能性がある。こうした可能性が排除されない場合、行政権を覆す司法判断は行われにくい、とみる。
- また、今回の論点は関税・貿易政策の是非から、民主主義の根幹である三権分立の中でのバランスに移っている。上記の「司法の役割」にも記載した通り、司法は憲法判断は行うべきである。しかし、個々の政策の統制は本来立法府が事前立法によって行うべきで、法的に合法だと考える余地がある法制度(Appendix の判例 8 など)の下で、個別の政策を統制する役割を果たし 3 権のバランスを崩す判断を司法が行うことには消極的になりやすい、とみる。

以上

米国の現状を、
平時とみなせば
「重大問題原則」
が優位

緊急時とみなせば
「大統領例外論」
が優位

最高裁での論点
は、法律論から、
米国の三権分立
内のバランスとい
う政治体制の根
幹にシフト
個別の政策を統
制する役割を果た
し 3 権のバランス
を崩す判断を司
法が行うことには
消極的になりやす
い
最終的にトランプ
関税を違憲とした
判決は棄却され、
大統領例外論に
基づき現在の関
税が維持されや
すい、とみる

Appendix. 行政府(大統領・政府機関)の政策是非に関する判例

① 主に「重大問題原則(major questions doctrine)」の是非から参照される判例

1. Biden vs Nebraska 訴訟 (2023)

判決要旨: 連邦教育省による学生ローン債務の一括免除措置を「重大問題原則(major questions doctrine)」に基づき違法と判断。

(出所) 米国最高裁公式意見書 ([SupremeCourt.gov – Slip Opinion 22-506](#))

2. West Virginia vs EPA 訴訟 (2022)

判決要旨: 環境保護庁(EPA)がクリーン・パワー・プランで発電所の排出量を規制する権限を、「重大問題原則(major questions doctrine)」に基づき否定。

(出所) 米国最高裁公式意見書 ([SupremeCourt.gov – Slip Opinion 20-1530](#))

3. Trump vs Hawaii 訴訟 (2018)

判決要旨: トランプ大統領による一部イスラム圏諸国への入国制限令(いわゆる「ムスリム・バン」)を合憲と判断。

(出所) 米国最高裁公式意見書 ([SupremeCourt.gov – Slip Opinion 17-965](#))

4. NFIB vs Sebelius 訴訟 (2012)

判決要旨: オバマケア(ACA)を合憲と判断、主に連邦政府の課税権を根拠。

(出所) 米国最高裁公式意見書 ([SupremeCourt.gov – Slip Opinion 11-393](#))

5. Dept. of Homeland Security vs Regents of Univ. of California 訴訟 (2012)

判決要旨: トランプ政権によるDACA(若年移民の在留保護)撤廃が、行政手続法(APA)に違反するとして無効と判断。

(出所) 米国最高裁公式意見書 ([SupremeCourt.gov – Slip Opinion 18-587](#))

6. NFIB v. OSHA 訴訟 (2022)

判決要旨: バイデン政権による民間企業へのワクチンまたは検査義務命令を、OSHAの権限外として無効と判断。

(出所) 米国最高裁公式意見書 ([SupremeCourt.gov – Slip Opinion 21A244](#))

② 主に「大統領(major questions doctrine)」の是非から参照される判例

7. United States v. Curtiss-Wright Export Corp. 訴訟, 299 U.S. 304 (1936)

判決要旨: 「外交における大統領権限は、内政における行政権とは性質が異なり、外交・国際関係においては、大統領が国家を代表する権限を持ち、立法府よりも優越する」。

(出所) [米国最高裁公式意見書](#)

8. United States v. Yoshida International, Inc. 訴訟, 526 F.2d 560 (C.C.P.A. 1975)

判決要旨: ニクソン大統領がTWEA(敵国通商法)に基づき10%の包括的輸入課徴金を発動した際、「TWEAの“regulate importation”という言葉には、輸入課徴金(surcharge)の導入が含まれる。大統領には、国家経済の安定に資する目的で、包括的かつ即時的に輸入品に制限措置を課す裁量がある」。

(出所) [判決要旨](#)

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news))の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
--	--	--

この情報は、2024 年 6 月 25 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、Jトラストグローバル証券(以下、JTG 証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。

間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】

投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】

債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

高リスク商品のお取引における注意事項

【投資不適格債券】

一般的に投資適格債券と比較して利回りが高い一方で、価格変動が大きく、また、信用リスクをはじめとした各種リスクが高い商品です。

【劣後債】

企業が発行する社債の一種で、発行体の倒産・清算時における元利金の支払順位(債務弁済順位)が一般債務よりも低く、リスクが高い債券です。劣後債の中には償還期限の定めがないものもあり、「永久劣後債」と呼ばれます。また、「新型劣後債」や「実質破綻時債務免除特約付」の場合には、発行体または発行体が債務弁済の保証をする子会社の金融機関等の自己資本比率が一定の水準を下回った場合や監督当局の決定などにより、強制的に元本が削減されたり株式に転換されたりする特性があります。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 35 号

貸金業者登録番号 東京都知事(1)第 31946 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