

Julius Bär

JULIUS BAER  
WEALTH REPORT: JAPAN

---

NOVEMBER 2017







# TABLE OF CONTENTS

## 目次

Editorial	2
はじめに	
Wealth and investment in the ‘new normal’	4
「ニューノーマル」における富と投資	
A strengthening ‘real’ economy provides the basis for improving incomes	6
所得改善の基盤となる実体経済の活性化	
Monetary policy shifts from quantity to quality	14
量から質へと移行する金融政策	
Household wealth: Time for diversification	16
家計の富：今こそ分散化の時	
Diversifying portfolios: Important trends for Japan	26
ポートフォリオを分散させる： 日本にとって重要なトレンド	
Summary	36
まとめ	
Important legal information	38
重要なお知らせ	

## EDITORIAL

Japan's economy has been on a long-term recovery trend, showing strong growth during 2017. It now seems well on the way to beat economists' forecast of 1.3% GDP growth by a healthy margin. The same is true for growth and wealth accumulation in the other Asian markets. At a time when political risks have been increasing and valuations of almost all asset categories may seem high, it seems particularly important to weigh the long-term potentials in the 'real' economies of corporate growth, profits and income generation against the short-term risks of price and policy mismatches.

This latest edition of the Julius Baer Wealth Report Japan will argue that Japanese households and companies should prepare for taking advantage of the recovering 'real' economies, while limiting risks in 'political' markets of only supposedly 'risk free' government finance. After analysing the reasons behind the high cash balances of Japanese households in our 2016 Wealth Report Japan, this edition will show that it might be time to think ahead. The 'safest' assets, such as cash and government bonds, might not be the wisest choice in a 'new normal' of continuously stretched government finances, overextended monetary policies, and gradually increasing costs and inflation.

## はじめに

日本経済は長期にわたる回復の途上にあり、2017年も強い成長を見せています。今のところ、1.3%という民間エコノミストによるGDP成長率予想は十分上回りそうな状況にあるようで、他のアジア諸国の成長と富の蓄積についても同じことが言えそうです。そして現在の様に政治的リスクが高まり、ほぼすべての資産カテゴリーのバリュエーションが高まっているように思われる時は、政策のミスマッチや価格の短期的なリスクよりも、実体経済における長期的な企業の成長や収益、所得創出の可能性を注視することが重要であるように思われます。

この『ジュリアス・バア・ウェルスレポート：日本』の最新号では、一般的には「リスクフリー」とされている政府による資金調達の官製市場リスクを限定する一方、家計と企業には回復基調にある実体経済を享受する準備を整えるべきであるとの主張を展開します。昨年の2016年版『ウェルスレポート：日本』では日本人家計の現金保有比率の高さの背景を分析しましたが、今号では現在よりも将来のことを考えなければならない時期に来ているということを提言いたします。政府財政の歯止めの利かない拡張、過度な金融緩和政策、忍び寄るコスト増とインフレーションといった「ニューノーマル」の中では、現金や国債などの「最も安全」とされる資産は、ベストの選択と言えないかもしれません。



**Jimmy Lee**

Member of the Executive Board  
Head Asia Pacific  
執行委員会メンバー  
アジア太平洋地域責任者



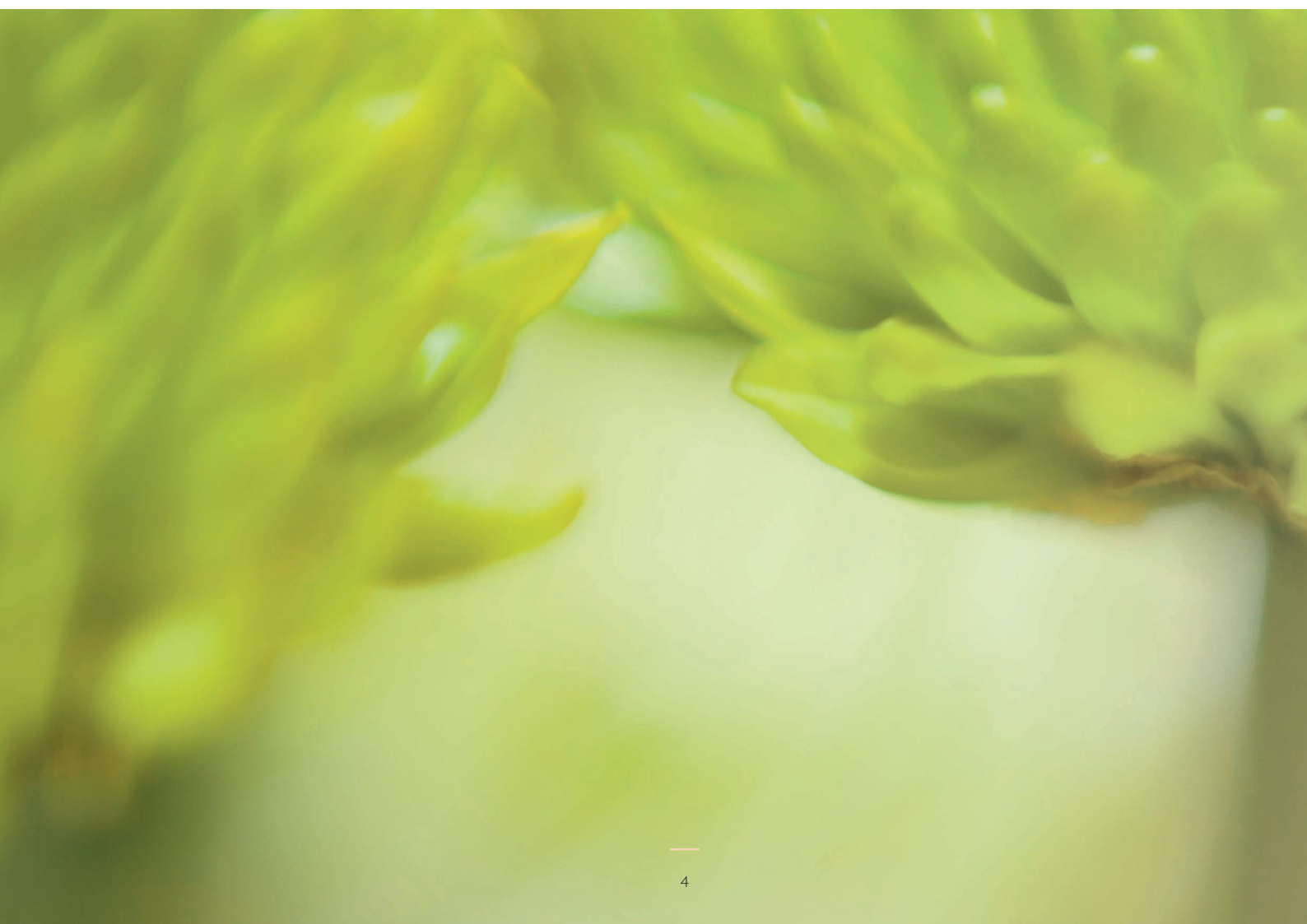
**Dr. Wolfgang Humbert-Droz**

Managing Director  
Market Head Japan  
マネージングディレクター  
日本市場担当責任者

## WEALTH AND INVESTMENT IN THE 'NEW NORMAL'

To show the risks and opportunities for households and companies, the report begins with a review of fundamentals of the Japanese labour markets and incomes, which are the key to Japan's economic recovery and growth. It continues by taking the pulse of High Net Worth Individuals (HWNI) with our Julius Baer Lifestyle Index, and finds that from the luxury markets to the ageing household incomes, the Japanese economy is finally improving convincingly. A risk analysis of the Bank of Japan (BoJ)'s exit strategy from the current expansionary monetary policies follows, showing the BoJ in a reassuringly strong position to balance money

markets, but raising concerns about long-term low interest rates and the creeping losses for bond investors. Furthermore, to better understand the potential risks of 'bubbles' in real estate, credit and bond markets, the report also looks at household wealth/income balances and shows that bond markets currently face increasing risks. Finally, and on the positive side, the strategies of corporate and institutional investors are outlined, who see growing opportunities in stock and overseas markets, which may hold conclusions for private investors as well.



## 「ニューノーマル」における富と投資

家計や企業にとってのリスクとチャンスを示すために、本レポートではまず日本経済の回復と、成長の鍵となる日本の労働市場と所得のファンダメンタルズをおさらいします。続いて、当社独自の「ジュリアス・ベアライフスタイル指数」を使って富裕層（HNWI）の動向を探り、高級市場から高齢者世帯の所得を俯瞰することで、日本経済がようやく納得のいく回復を遂げていることを明らかにしていきます。それから、日本銀行による現行の量的金融政策からの出口戦略を分析しました。日銀が金融市場のバランスを取ることでできる非常に強い立場にあるも

の、長期化する低金利や債券投資家に忍び寄る損失について懸念が生じ始めています。さらに不動産の「バブル」や信用市場・債券市場の潜在的なリスクについてより深く理解するために、家計の富や所得のバランスの分析も行い、現在の債券市場がリスクの増大に直面していることを示しています。本レポートの最後のパートでは、ポジティブな面として、株式市場や海外市場の投資機会に目をつけている法人と機関投資家の投資戦略を取り上げています。そしてこの投資戦略は個人投資家にも十分当てはまる可能性があります。

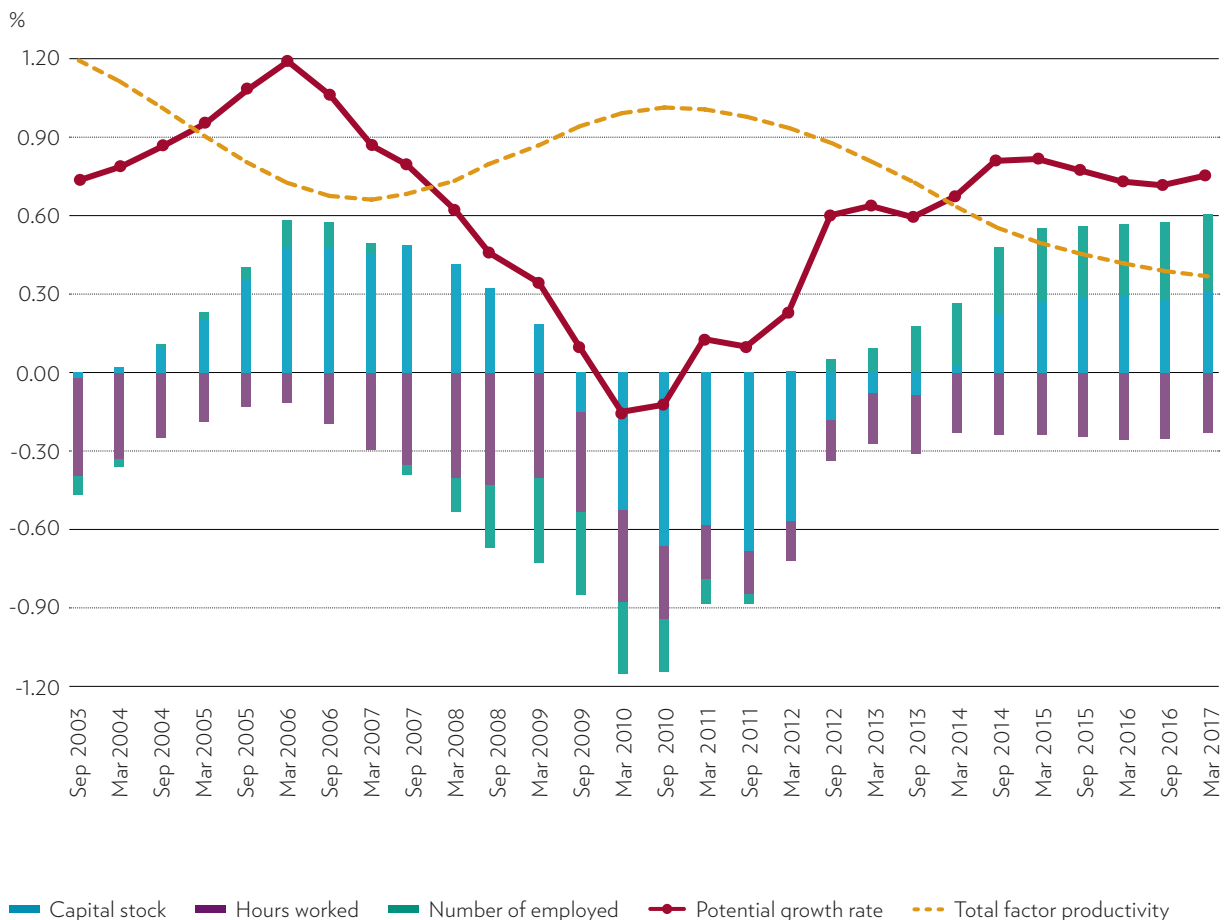


## A STRENGTHENING 'REAL' ECONOMY PROVIDES THE BASIS FOR IMPROVING INCOMES

The simple observation that Japan's 'real' economy is in very good health easily becomes overlooked in an environment of very high expectations for potentials but also strong concerns about risks. Since the start of Abenomics at the end of 2012, the public's focus was mainly on the BoJ's monetary policies, fiscal policy and structural reforms. Clearly, policy makers tried their best to boost optimism,

private investment and growth expectations to break the 'deflationary mindset' in Japan. They relied heavily on monetary tools to expand the economy, which did not do enough to improve the 'real' potential of the economy. As a result, households and companies remained stubbornly negative about the Japanese economy's outlook.

**Chart 1: Japan's potential growth rate and its components**



Note: Yearly changes for the potential growth rate and contributions of its components (%).

Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from Bank of Japan (2017).

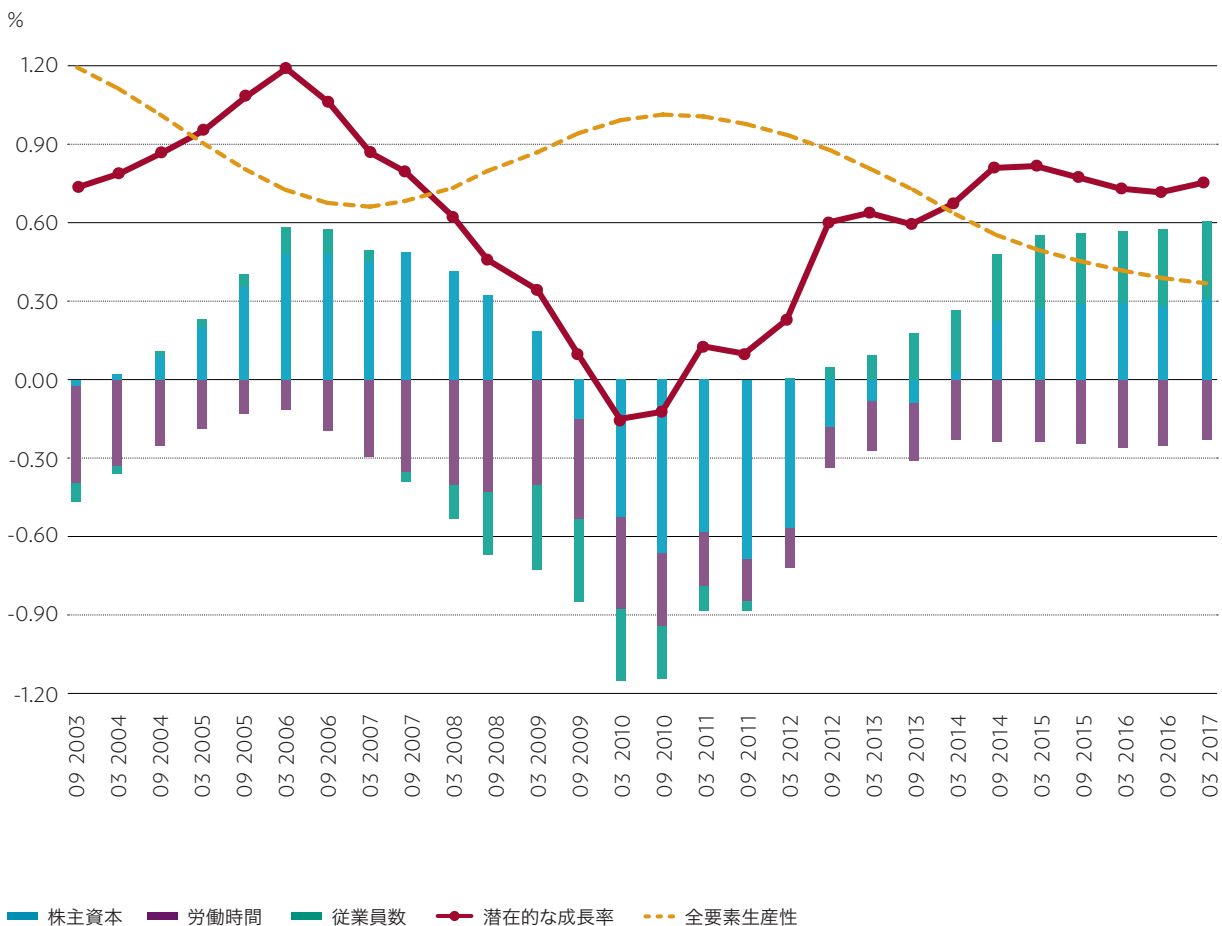


## 所得改善の基盤となる実体経済の活性化

日本の実体経済の健康状態が非常に良いという明白な事実は、あまりにも高すぎる成長期待と、そのリスクを懸念することによって見逃されがちになっています。2012年末にアベノミクスが導入されて以来、社会の注目は主に日銀の金融政策、政府による財政政策と構造改革に向けられてきました。政策立案者が日本における「デフレ思考」を打破することにより、楽観的

な見通しを持つよう鼓舞し、民間投資と成長期待を高めるために最善を尽くそうとしたことは明らかです。彼らは景気拡大の手段として金融政策に大きく依存しましたが、経済の「実質的な」潜在力を高めるには十分ではありませんでした。このため家計や企業は、日本経済の見通しについて頑なにネガティブな姿勢を崩さなかったのです。

図表 1: 日本の潜在的成長率とその構成要素



注: 潜在的成長率の前年からの変化とその要素の貢献度 (%)

出所: © Fujitsu Research Institute 2017. 日銀データ (2017年)

Chart 1 shows that Japan's potential growth rate, as estimated by the BoJ, has been recovering even before the start of Abenomics and improved only slightly during Abenomics' initial monetary boost. From the supply side, the limiting factors have been labour inputs on an hourly basis and productivity. Facing shortages in Japan's ageing and heavily regulated labour market, companies have been under increasing pressure to deliver higher profitability from governance reforms and growing pressure from institutional investors at pension funds. They have therefore been working their core staff hard, often with only limited overtime pay. Such strategies had soon reach their limits and companies have been forced to limit overtime while having to improve the working conditions of their employees. Thus, companies kept reducing the working hours of their employees, while expanding employment significantly. The result is evident in the record low unemployment rate of just 2.9% and a growing workforce, even against a severe ageing trend. So far, this corporate policy of hiring more employees, often on temporary contracts, kept overtime hours and employee wages low. It also resulted in deteriorating productivity, because employees could not be trained efficiently and integrated smoothly into companies' new and innovative activities.

Software investment into labour saving technologies is therefore booming. Companies are not just upgrading their IT systems in the hope of cutting costs, but are investing into better overall operations, services and productivity. It appears that many companies have finally decided to work smarter instead of (just) harder. By shifting from cost-cutting to more future-oriented digital technology strategies, companies are also able to integrate the growing numbers of temporary staff into their workplace much better, and to provide more flexible job conditions to experienced employees who were previously pushed into retirement.

A closer look at the structural changes of the labour market shows these improvements. In particular, the low incomes of part-timers in metropolitan areas have increased by 2.3% over the last year, and hourly minimum wages above JPY 1,000 have become the norm. This is a result of tight labour markets in construction, logistics, retail, and of course, high value added services such as IT services. Most of these sectors are run on the basis of highly efficient temporary staff service companies, who saw their

fortunes improve significantly. Recruitment agencies are now in a much better position to negotiate higher wages on behalf of their staff. This helps young employees, who find much stronger demand not just for their labour, but also for their skills as 'digital natives.' Most of them are today far better at understanding the increasingly sophisticated information and communications technology (ICT) services of Japanese companies than their older peers.

Young temporary or contract employees with digital skills are also becoming significantly better integrated into their workplaces. Having jobs of growing productivity will almost certainly make these young employees more confident about their future careers and earning potentials. These changes are also helping older employees, who previously had to retire on tight pensions. Initially, companies were simply forced to employ older staff for a longer period when the official retirement age was increased towards 65, which led them to limit wages again. By changing their operations systems, companies soon discovered that they could efficiently employ older, reliable and flexible workers even beyond 65 years old at very low costs. While this has not yet helped to lift their hourly wages significantly, older households have become less dependent on their limited pensions.

Most of these developments have yet to create the hoped-for result of increasing overall incomes. The increasing incomes of the young and the old workforce are relatively small compared to the bulk of 'middle aged' employees who still see their incomes stagnating. Productivity is also lagging, because the more diverse workforce still needs to be better integrated. By working 'smarter,' corporate profits, which seemed to have peaked in 2015, are increasing again at a fast rate. Service companies such as those in logistics and wholesale have introduced advanced ICT management systems to compete with internet-based offerings. It has also encouraged the government to rely less on heavy-handed macro policies, and to focus more on micro reforms that improve the conditions for employees and companies. On the basis of higher corporate profits, improving optimism and rising incomes among the young and the old workforce, as well as improving productivity with better ICT management, overall incomes are expected to increase further.

図表1は、日銀が予想する日本の潜在的成長率がすでにアベノミクスの開始前から回復しており、アベノミクスの当初の異次元の金融緩和による改善はほんのわずかであったことを示しています。サプライ側からみると成長を抑制してしまう要因は、時間当たりの労働投入量と生産性となっています。高齢化が進み、企業は厳しく規制されている日本の労働市場における人材不足に直面しています。またガバナンス改革が進められる中でより高い収益を上げるプレッシャーをますます受けており、また年金基金等の機関投資家からの圧力も増加しています。そのため中核となる従業員をこれまで以上に働かせ、残業代を支払わないなどということも多くあるようです。しかしそのような戦略はすぐに限界に達し、企業は残業時間を制限せざるを得なくなる一方、従業員の労働条件を改善しなければならなくなりました。そこで各社は従業員の労働時間削減を継続しながら、雇用を大幅に拡大していきました。その結果は、わずか2.8%という記録的に低い失業率と深刻な高齢化にもかかわらず増え続ける労働力を見れば明かです。これまでのところ、非正規雇用であることが多いものの、雇用を増やそうというこの企業の方針は残業時間と賃金を低く抑えています。また、従業員の訓練が効率的に行われず、会社の革新的な活動にうまく取り込まれないことから、生産性の悪化にもつながりました。

以上のような状況を踏まえ、省力技術に対するソフトウェア投資が盛んになってきています。各企業はコストカットを期待して自前のITシステムを単にアップグレードするだけでなく、オペレーションやサービス、生産性を総合的に改善するための投資も行っています。多くの企業はようやく、(単に)より一生懸命働くのではなく、より賢く働く決意をしたようです。コストカットからより未来志向型のデジタル技術戦略へ移行することにより、企業は増加する非正規社員をさらに上手く統合できるようになり、従来は引退に追い込まれていた経験のある従業員に対して、より柔軟性の高い仕事の条件を提供できるようになります。

労働市場の構造的な変化をより詳しく見ると、以上のような改善が分かります。特に、大都市圏のパートタイム労働者の所得は昨年2.3%伸び、最低時給も1,000円超が当たり前となってきました。これは建設業、物流業、小売業、そしてもちろんITサービスなどの高付加価値サービス業の労働市場がひびくした結果です。これらの業種の多くの企業は能力の高い人材を派遣する人材派遣会社を基盤として成り立っています。したが

って現在では派遣するスタッフに代わって、人材派遣会社が賃金引き上げ交渉をするうえでより強い立場にあり、会社の業績を伸ばしています。これは、単に労働力だけでなく、「デジタルネイティブ」としてのスキルも持っているために、より大きな需要がある若い社員の救いとなります。その大部分は今や、日本企業においてますます高度化する情報・通信技術(ICT)サービスの理解に関して、年配世代よりもはるかに有能です。

デジタルスキルを持つ若い非正規社員や契約社員も、職場における役割が大幅に向上してきています。生産性を上げる仕事を持てば、若い従業員にも自分の将来のキャリアや稼働力について自信がついていくことにほぼ間違いはありません。幸運なことにこのような変化は、以前はギリギリの年金生活でも引退しなければならなかった年配社員の役にも立っています。定年退職の年齢が65歳に引き上げられた当初、企業は年配の従業員をより長く雇用するよう単に強制されただけで、結局、企業は賃金を再び押さえつけるようになりました。ところが企業は、オペレーションの仕組みを変えることにより、信頼でき柔軟性のある熟練の従業員を、65歳以上であっても非常に低いコストで効率的に雇用できることを間もなく見つけたのです。これも彼らの時給を大幅に上げることには役立っていませんが、高齢者世帯の限られた年金への依存度は下がっています。

残念ながら以上の展開にもかかわらず、全体的な所得の増加という期待された結果にはまだつながっていません。若者および高齢労働者の所得増加は、未だに所得が伸び悩んでいる「中高年」社員の大多数と比べても相対的に小さくなっています。生産性も停滞しています。なぜならば、より多くの多様な労働力を一体化させる余地が残っているからです。しかし「より賢く」働くことによって、2015年にピークを打ったように見える企業収益も、再び速いペースで伸ばしていくことが可能となるでしょう。特にサービス業(物流、卸売り、小売りなどインターネットを用い競争力をつけてきた業種)は、高度な情報・通信技術管理システムの導入を開始しています。さらにこの状況は政府に対して、強引なマクロ政策への依存度を引き下げ、従業員や会社にとっての条件を改善するマイクロ改革への取り組みを強化するよう促してもいます。企業収益の向上、若者および高齢労働者が楽観的な見通しを共有すること、そして所得の増加、さらに情報・通信技術管理の改善に伴う生産性の向上を土台として、間もなく所得は全体的に伸びていくものと思われる。

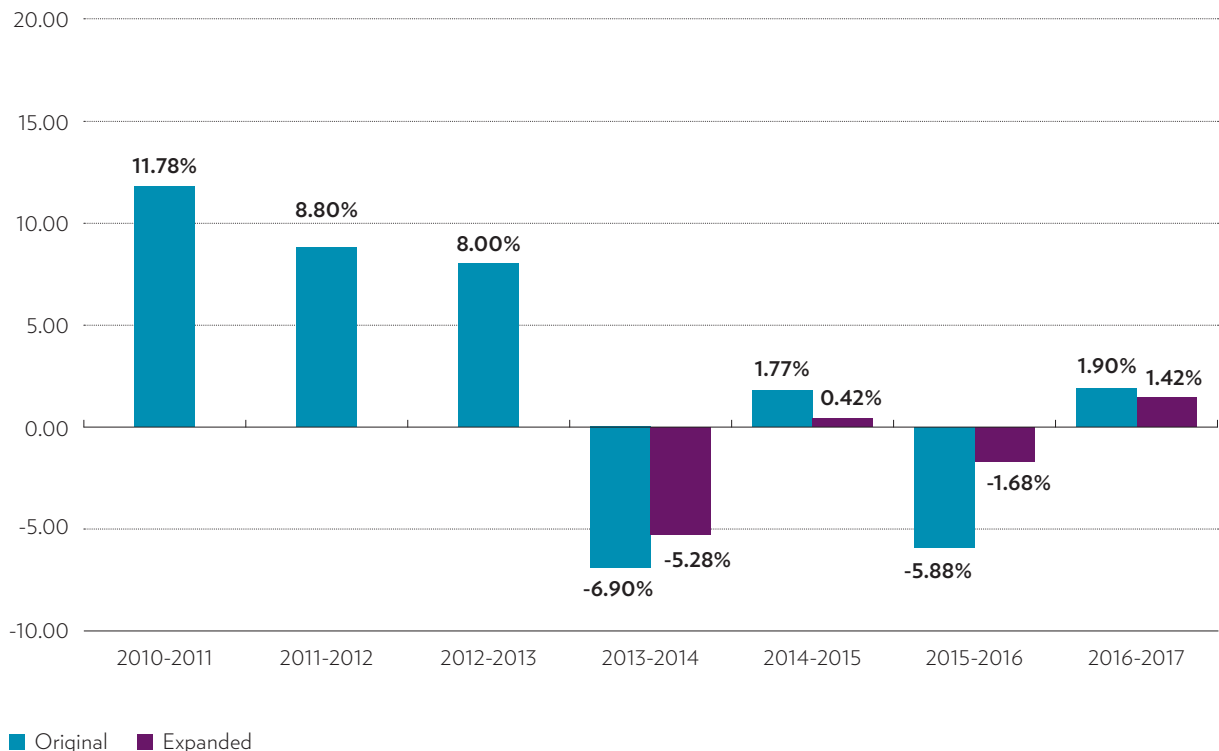
### The Julius Baer Lifestyle Index

Our Lifestyle Index of HNWIs in Asia is showing a positive and consistently appreciating trend: Tokyo, which has been an outlier for its persistent deflationary trends, finally joins its Asian peers by showing positive price and demand developments for luxury goods and services. The lifestyle index for Tokyo has increased by 0.8% in Japanese yen terms. On a US dollar basis, prices have declined

by -3.0% but this can be explained by the fact that the Japanese yen being among the strongest currencies in Asia during 2017. For the first time, too, positive price developments are largely in sync across Asian capital cities, with only Taipei recording price declines of -1.3% in local currency terms. On a US dollar basis, trends have become more diverse, depending on the countries' currency strengths.

**Chart 2: Julius Baer Lifestyle Index**

Overall price changes in USD y/y (%)



Source: Julius Baer

In terms of price trends for individual items, Tokyo is driven by similar factors and preferences as most other capital cities. As in much of Asia, luxury consumption in Tokyo is increasing, but not to a level that would indicate the return of asset bubbles. On the contrary, while demand, especially for luxury services, is increasing, competition is keeping prices down from the supply side. For instance, airline and hotel offerings have been greatly expanded, which kept prices at bay. Fortunately, however, this new supply is not built on deflationary overcapacities as in the past anymore, it comes from genuinely new offerings. Luxury hotels are being built and renovated at a fast rate and airlines are expanding, including Japan's formerly insolvent flag carrier Japan Airlines.

An exception is the declining price of golf course memberships, however, which fell by a further -10%. This signals that some parts of the Japanese economy are still restructuring. It seems that the golf club operators still struggle to win over companies and their extremely busy core employees for renewed membership. Retired HNWIs still have a keen and regular interest in the sport, but they cannot fill the gap that was left by a change in business culture.



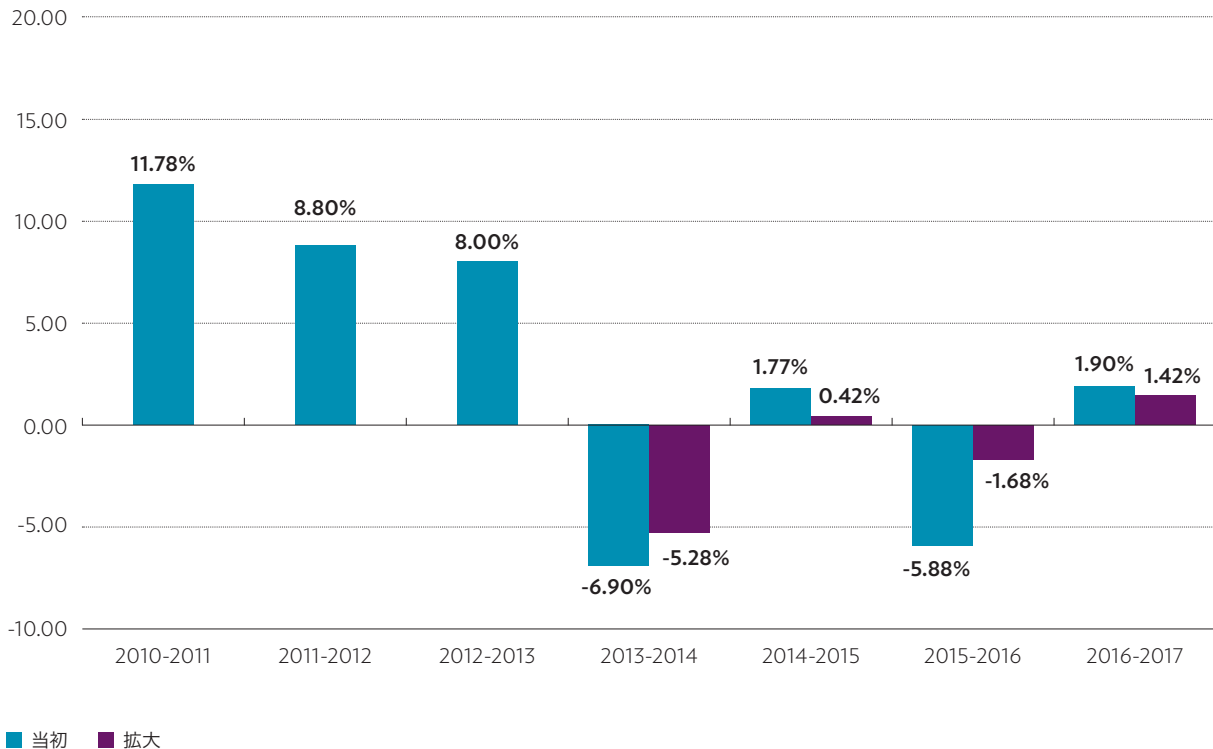
### ジュリアス・ベアライフスタイル指数

当社独自のアジアHNWIライフスタイル指数は、しっかりとしたトレンドを示しています。東京はこれまで持続的なデフレ傾向のため部外者となってきましたが、高級品や高級サービスに関して価格および需要は正のトレンドを示しており、この度ようやく他のアジア諸国の仲間入りを果たしました。東京のライフスタイル指数は、円建てで0.8%上昇しています。米ドル建てで

は-3.0%下落していますが、これは日本円が2017年を通じてアジアで最も強い通貨の中に位置していたからです。さらに今回初めて、台北だけは現地通貨建てで-1.3%の物価下落を記録していますが、すべてのアジア諸国の首都で物価動向がプラスとなっています。ただし米ドル建てでこのトレンドを見ると、その国の通貨の強弱に応じてばらつきが大きくなっています。

図表 2: ジュリアス・ベアライフスタイル指数

全体的な価格変動(単位:米ドル、前年比%)

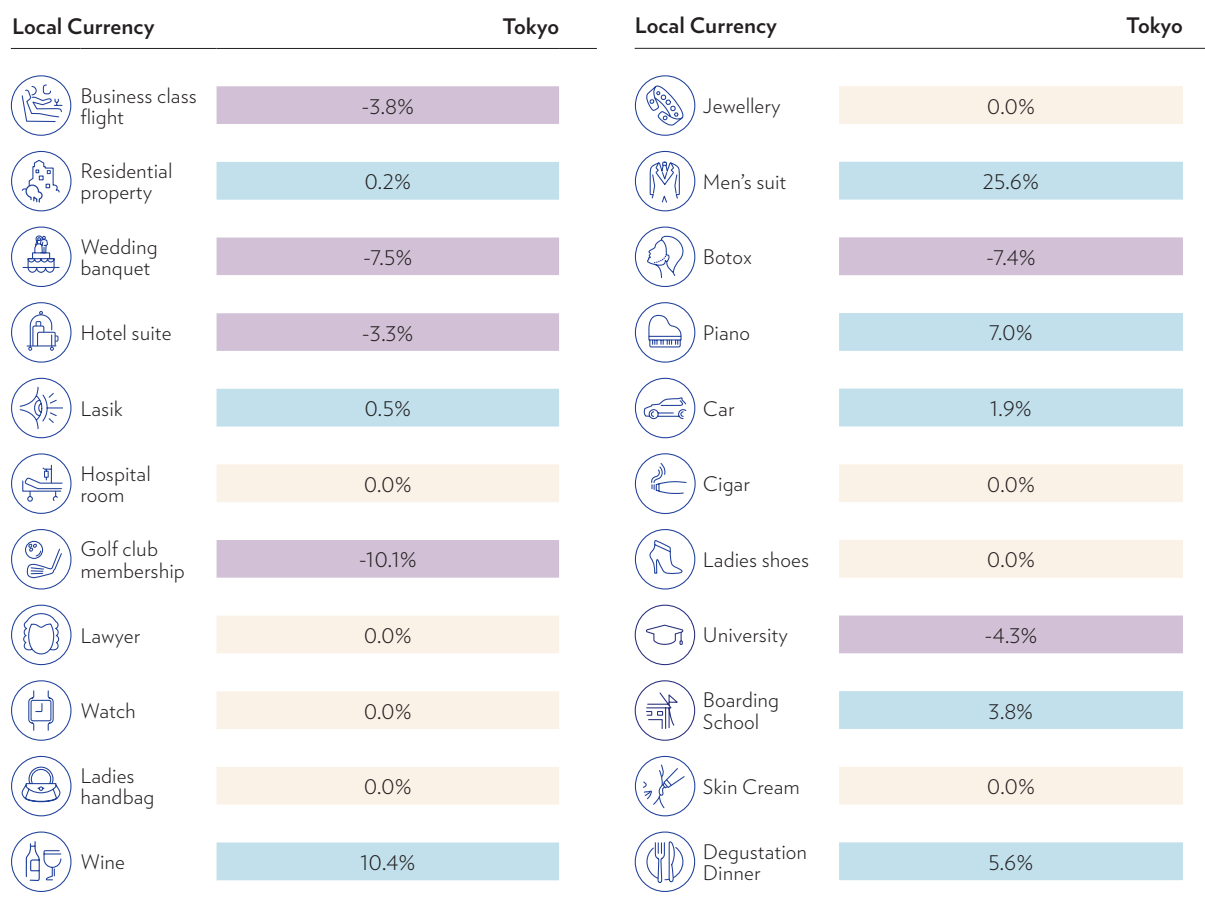


出所: ジュリアス・ベア

品目別の価格動向で見ても、東京は他の首都と似た要因と選好によって動かされていることが分かります。アジアのほぼ全ての国々と同様、東京の贅沢消費は増加しているものの、バブル経済の再来を示すような水準までには到達していません。反対に、需要が特に高級サービスを中心に高まっている一方、激しい競争によりサプライサイドが価格を押さえつけています。例えば、航空会社やホテルは供給量が大きく拡大されたため、価格が下がりました。しかしながら、この新しい供給はこれまでのようなデフレ型の過剰生産能力によって生じたものではなく、純粋な新しい供給に由来するものです。高級ホテルの新築や建て替えが急速に進み、過去に破綻した日本のフラッグキャリアである日本航空を含めた航空各社も事業を拡大しています。

例外はゴルフクラブの会員権の価格下落であり、この1年でさらに10%の下落となりました。これは、日本経済の一部ではまだに再構築が続いていることを示唆しています。どうやらゴルフクラブの運営会社は、企業や多忙な顧客の説得に苦戦しており、なかなか会員権を更新してもらえていないようです。引退した個人富裕層は、まだスポーツに熱心で強い関心を示していますが、商習慣の変化によって生じたギャップを埋めるには至っていません。

Chart 3: Julius Baer Lifestyle Index (%) 2017 versus 2016

























Source: Julius Baer

Tokyo has fallen from fourth to seventh in the overall ranking of the most expensive Asian cities, and from fourth to fifth when the big-ticket items of real estate and cars are weighed separately. This development matches our overall observations: While inflation is not rampant despite extreme monetary policies, gradually improving private

consumption and investment trends are breaking Japan's deflationary trends from the 'real' economy side. The 'potential' growth rate of demand and prices, however, cannot match other much younger Asian capital cities with fast growing numbers of HNWIs, who can support a more dynamic market for luxury goods.

図表 3: ジュリアス・ベアライフスタイル指数 (%) 2016年と2017年の比較

現地通貨建て	東京	現地通貨建て	東京
 ビジネスクラス航空券	-3.8%	 ジュエリー	0.0%
 住宅用不動産	0.2%	 男性用スーツ	25.6%
 結婚披露宴	-7.5%	 フェイシャル (ボトックス)	-7.4%
 ホテルのスイートルーム	-3.3%	 ピアノ	7.0%
 レーシング	0.5%	 自動車	1.9%
 病院	0.0%	 葉巻	0.0%
 ゴルフクラブの会員権	-10.1%	 婦人靴	0.0%
 弁護士	0.0%	 大学	-4.3%
 時計	0.0%	 寄宿学校	3.8%
 女性用ハンドバッグ	0.0%	 スキンクリーム	0.0%
 ワイン	10.4%	 コースディナー	5.6%

出所: ジュリアス・ベア

最も物価の高いアジアの都市総合ランキングにおいて東京は4位から7位へと転落、また不動産と自動車の高額品目を切り離して比較した場合でも、4位から5位へと順位を落としています。この展開は、当社の見解とも一致します。極端な金融政策の中でもインフレが暴れだすことがない一方で、徐々に回復し

ている個人消費や投資の動向が実体経済側から日本のデフレを解消に向かわせているのは事実です。しかし、需要と物価の「潜在的な」伸び率という点では、圧倒的な購買力で高級品市場を下支えできる個人富裕層の数が急増している若いアジア諸国と勝負することはできません。

## MONETARY POLICY SHIFTS FROM QUANTITY TO QUALITY

The BoJ has been closely following the structural improvements in the economy and convincingly points out that the increasing real growth has been as high over the last five years as during the global boom between 2003 and 2007, before the global financial crisis. It is therefore adjusting its policy and is not forcefully trying to break deflationary trends anymore. Instead of buying 'quantities' of JPY 80 trn government bonds and other assets every year, it is focusing on the 'quality' of its 'Quantitative and Qualitative' (QQE) policy by introducing a 'yield curve control' that keeps the long-term interest rate close to 0% for the foreseeable future. At the same time, however, the BoJ expects the long-term potential growth rate to stay at just 0.8% after the current Abenomics monetary expansion has run its course and the next consumption tax hike is due in 2019. On the back of unavoidable headwinds, such as increasing taxes and social security costs while baby boomers retire, significantly higher growth rates might indeed be all but impossible.

For long-term investors, this policy change has significant consequences. On the positive side, most doomsday scenarios that either feared spikes of inflation due to monetary policy remaining too expansive for long, or an economic crash due to the termination of current policies, have lost their edge. The BoJ can almost certainly be expected to keep control of any 'spikes' in interest rates or collapses of bond prices. Reassuringly, the bank already owns 40% of the government bond market, while much of the rest sits in the safe accounts of life insurers and

pension funds. At the same time, low interest rates over a longer time period will help the government to pay its bills without too much financial stress. In addition, the interest rate gap to other countries will tend to support a relatively weak Japanese yen, which will help corporations to maintain their profitability in the international economy. Going forward, the BoJ's biggest concern will be the huge liquidity overhang, sitting in banks' accounts with it. When inflation finally returns, the BoJ will have to become quite innovative to manage this final phase of policy 'normalisation' when liquidity needs to be drained from the banking sector instead of further flowing into it.

On the downside, the recognition that Abenomics cannot improve the outlook as fast and as strongly as promised, results in a rather muted outlook for private investment and growth. After 'normalising' monetary conditions, the 'new normal' in Japan looks frustratingly like the 'old normal' of slow growth, low demand dynamics and strained government finances. One important and very significant change however, seems to be that households and investors cannot rely on falling costs and lower prices to boost their real incomes and returns on assets anymore. With deflation on the way out, while monetary conditions remain expansionary and interest rates capped, investors will have to think twice about keeping their savings in just cash and bonds, as they have done in the past. Instead, diversification will play an increasing role in the Japanese economy.



## 量から質へと移行する金融政策

日本銀行は経済の構造的な改善について細かく追跡しており、過去5年間にわたる実質成長率の伸びは、世界金融危機以前の2003年から2007年までの間の世界的な好景気に匹敵すると指摘しています。現在は金融政策の微調整を行っており、もはやデフレ傾向を打破する試みを無理に行っていません。毎年80兆円を目途に国債などの資産を「量的に」買い入れる方針に代え、現在は「量的・質的金融緩和」(QQE)政策の「質的」側面に力を注ぎ、予見可能な将来にわたり長期金利を0%近くに維持する「イールドカーブ・コントロール」を導入しています。しかし日銀は同時に、現行のアベノミクス景気の拡大が終わり、2019年に消費税の再引き上げが行われた後には、長期的な潜在成長率が0.8%程度に落ち着くと予想しています。ベビーブーマーが引退する中での税金や社会保障費の増加などのやむを得ない逆風もあり、目を見張るような高い成長を遂げることは、今後不可能であるのかもしれません。

長期投資家にとって、この方針転換は重大な意味を持ちます。前向きに評価できる点としては、過度な金融緩和政策が長期間続き、やがてハイパーインフレを引き起こしたり、現行の金融緩和政策が終わり経済が破たんするような、最悪のシナリオは避けることができそうです。いずれにしても日銀が金利の急上昇や債券価格の暴落を避けるための行動を起こしていると感じても差し支えありません。その裏付けとして、日銀がすでに国債市場の4割を所有している一方、残りの大部分も生保や年金基金といった安全な場所に置かれています。それと同時に、

低金利の長期化は、政府が財政的に大きなストレスを持たずに国債の利払いや償還を進めるのに役立ちます。さらに、他の国々との金利格差によって相対的に円安の状態が保たれ、これが国際経済における企業の収益力維持に寄与します。今後、日銀最大の懸念は、同中央銀行の市中銀行勘定に残る流動性の大きなだぶつきとなります。インフレがいよいよ戻ってきた際に、現在金融セクターでたぶついている流動性を抑制する、金融政策の「正常化」を成し遂げるために、かなり独創的政策を取らなければなりません。

ダウンサイドリスクとしては、アベノミクスが経済見通しの改善を約束した通り迅速かつ強力に実現できなかったという認識によって、民間の投資や成長の見通しが悪化してしまうことです。金融情勢が「正常化」した後の日本における「ニューノーマル」は、低成長、低需要、ひっ迫した政府の財政状態といった「オールドノーマル」に似た、いら立たしい状態に戻ってしまうかもしれません。そして、重要かつとても大きな変化を1つ挙げると、家計や投資家は今後所得や総資産利益率を実質的に上げるために、コストの低下や物価の下落に依存することができなくなると思われる点です。金融緩和が続き、金利の上昇に期待ができない状況が続いていますが、近い将来のデフレ脱却は見え始めています。投資家は今後、貯蓄をこれまでと同様に現金と債券だけで持つことについて考え直す必要があります。むしろ、分散投資が日本経済の中で果たす役割はますます大きくなっていくのです。

## HOUSEHOLD WEALTH: TIME FOR DIVERSIFICATION

While the economy is facing the increased risks of supposedly 'risk-free' assets such as cash and government bonds from the cost-side, it may be time for Japanese households and companies to think ahead and ask some important questions: What are the main challenges for low-risk investments, and what kind of diversification may help to keep portfolios stable and growing? Already today, the positive impact of soaring stock markets over the last five years seems like a lost opportunity for households who remained underinvested. The real estate market, on the other hand, while still growing in the urban centres, seems to have only limited potential. Incomes in real estate, as can be seen in the declining real estate investment trust (REIT) index, seem to have already peaked in 2016. Sluggish rents are unable to support the increasing real estate related costs as long as overall growth is not picking up significantly. To begin our discussion of potential options for Japan's household wealth, we will therefore first take a closer look at the potential of 'real' assets.

### **Real estate bubbles and the challenges of wealth accumulation**

The defining experiences of Japanese households with asset allocation risks were the real estate bubble

and the following financial crisis of the 1990s. Real estate investors today remain intensely aware of risks when asset prices increase, while overall growth and incomes do not follow. The long-term value of an asset, after all, is defined by the future income stream it can provide to its owner. In real estate, increasing asset values are limited by the underlying productivity of their locations and the rents they generate as a stream of income. This potential can be very strong in growing city centres. In the rural regions of a fast-ageing economy, on the other hand, valuations can fall and even turn negative when infrastructure and maintenance costs start to overwhelm incomes, as they do in many parts of Japan.

The following graph shows the relationship by plotting non-financial assets of households (i.e. mostly real estate) divided by household income. In Japan and much of Europe, real estate is the most fundamental asset for households' wealth accumulation. On the other hand, in the US the ratio remained as low as two times the income for decades because a sufficient supply of land and fewer building regulations around urban concentrations have kept real estate prices in line with growing incomes. The only significant exception was the bubble before the 2008 global financial crisis.

## 家計の富：今こそ分散化の時

コスト面から見て、経済が現金や国債といった「リスクフリー」とされる資産のリスクの高まりに直面している今こそ、日本の家計や企業は将来のことを考える時であり、“低リスク投資の主な問題点は何か”、“ポートフォリオの安定と成長を維持するためにはどのような分散が必要なのか”という重要な問いかけについて考えるべきではないでしょうか。すでに過去5年間にわたる株式市場上昇のプラスのインパクトを見ると、資金を投資に十分回してこなかった家計にとっては機会を逸したように思われます。一方、不動産市場は都心部ではまだ成長しているものの、更なる上昇については限られた可能性しかないようです。不動産所得は、不動産投資信託(REIT)指数の下落に見ることができるよう、すでに2016年でピークアウトしたように見受けられます。低迷する不動産賃料も、日本全体の成長がしっかりと回復しない限り、増加傾向にある不動産関連コストを支えることができません。日本の家計資産にとって将来性のあるオプションについての議論を始めるにあたり、まずは実物資産の潜在力について詳しく見ていくこととします。

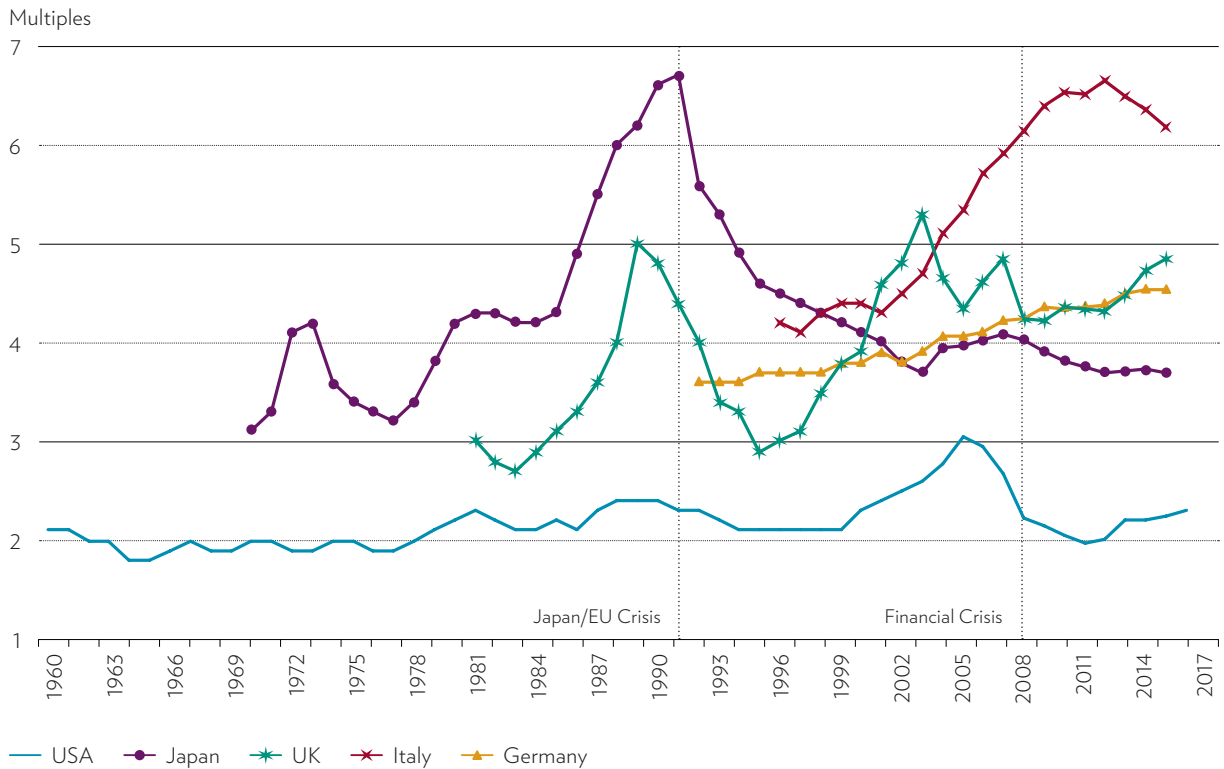
### 不動産バブルと富の蓄積の課題

資産配分のリスクに関して日本の家計の経験を定義するものとして、不動産バブルとそれに続く1990年代の金融危機があ

りました。今の不動産投資家は資産価格が上昇したときのリスクを強く意識していますが、一方で不動産の全体的な成長と所得がそれに見合っているとは言えません。結局、ある資産の長期的な価値は、それを所有する人に提供することができる将来の収入によって定義されます。不動産における資産価値の上昇は、背景となっている所在地の生産性や、その不動産が所得として生み出す賃料による影響を受けます。その可能性は、成長している都心部では非常に大きくなり得ます。一方で、急速に高齢化が進む都市部以外の地方では評価が下がることもあり、管理費が所得を上回り始めるような場合にはマイナスに転じることさえあります。これは日本の多くの場所で見られるようになった現象です。

以下のグラフは、家計の非金融資産(大部分が不動産)を世帯所得で割ったものです。日本と欧州の大部分では、不動産が家計の富の蓄積にとって最も重要な資産となっています。一方で米国では、この倍率が数十年にわたり所得の2倍程度という低い水準に留まっています。米国では、土地の供給が十分にあることと、都市の集中地域周辺の建物に関する規制が少ないことから、不動産価格が所得の伸びと一致してきました。唯一の目立った例外は、世界金融危機前のバブル期でした。

Chart 4: Real assets to income ratios



Note: Net household wealth over disposable income.

Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from Credit Suisse (2011), OECD (2017).

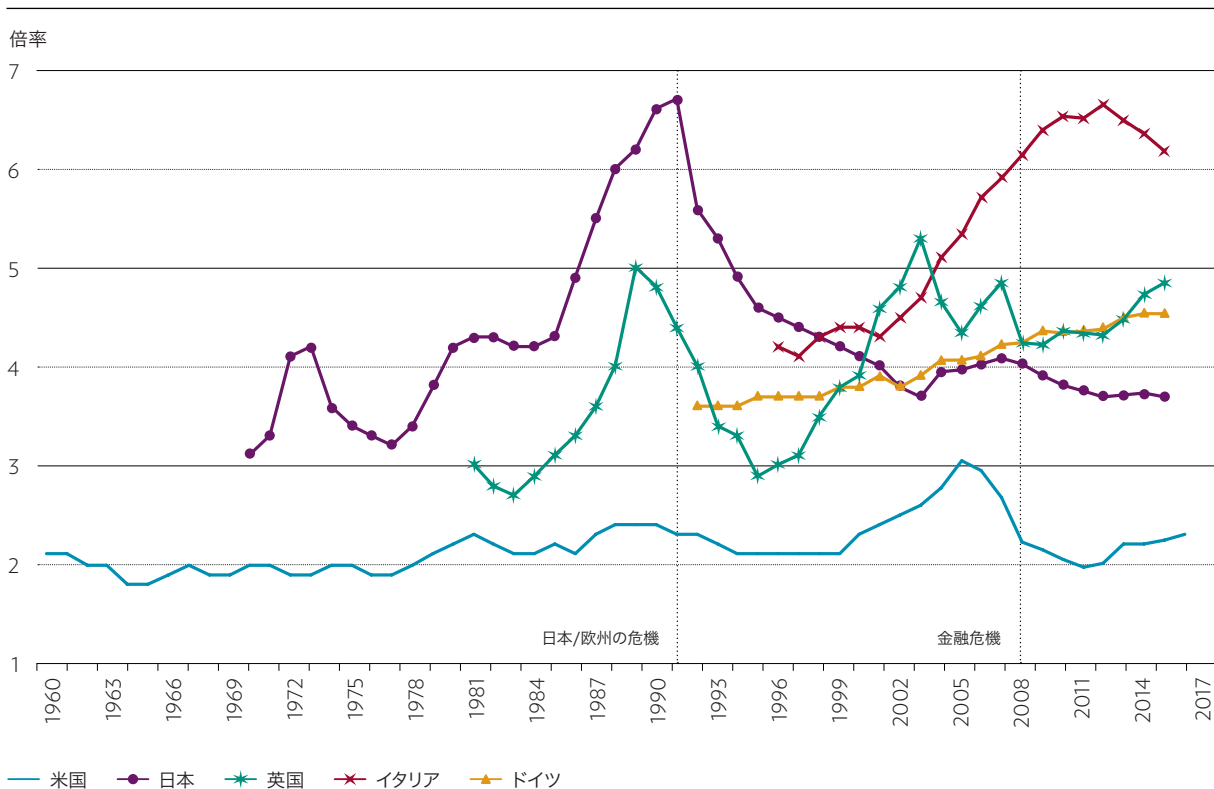
In Japan, with its initially young population flocking into the productive city centres during the 1970s and 1980s, it was quite a different experience. When a young population needs to build up wealth and save for future retirement, asset prices (real estate in particular) will initially increase faster. Later in the cycle, however, incomes generated will have to catch up to prove the worth of asset valuations or asset prices have to fall, which will bring down the wealth to income ratio to some 'natural' level (or sustainable return on asset).

Much of Europe seems to follow Japan's experience with some significant differences. The UK, with its strong city cluster in London has been prone to strong cycles, but has managed to keep real asset prices on a long term growing trend by attracting foreign demand, and by building a strong urban service economy around its international centre.

From this perspective, the upcoming backlash on Brexit (Schulz 2016) would have the potential to pull real asset prices down again. In Germany, asset/income ratios have been increasing almost continuously, along with the gradual ageing and growing savings of its population. The slow development of its cities in a much more multi-centred geography kept price down, while its strong but costly social security system left German households with fewer funds to invest privately into retirement assets. In Italy, we see the opposite situation: households with limited confidence in their government accumulated some of the highest private fortunes and kept much of it in real estate. Relatively declining incomes over the last decade kept the ratio increasing further. Only with a long lag after the global financial crisis, real estate prices in Italy have started to fall to more sustainable levels.



図表 4: 所得に対する実物資産の比率



注: 家計の可処分所得に対する純資産

出所: © Fujitsu Research Institute 2017. クレディ・スイスのデータ(2011年)、OECD(2017年)

日本では、若者を中心に1970年代から1980年代にかけて、地方から生産性の高い都市中心部に人口が移動し、それは今までになかった経験でした。若い人々は将来の定年後の生活に備えて富みを築き、貯蓄をする必要があり、当初は資産価格（特に不動産）が大きく上昇しました。しかし時が経つと、資産価格を正当化するために給与所得が追いついてくる必要が出て来ます。さもないと資産価格は下落してしまいます。その結果、所得に対する資産の比率は概ね「自然の」レベル（つまり、持続可能な総資産利益率）まで引き下げられます。

欧州の多くの国も日本に続いてこれを経験しましたが、いくつかの大きな違いもあったようです。英国の場合、ロンドンの都市部過密地帯に強い価格サイクルがあるものの、海外の需要を引き寄せることにより、どうにか不動産価格の長期的な上昇傾向を維持し、国際センターを中心に強い都市型サービス経済を構築することに成功しています。この観点では、後に起こ

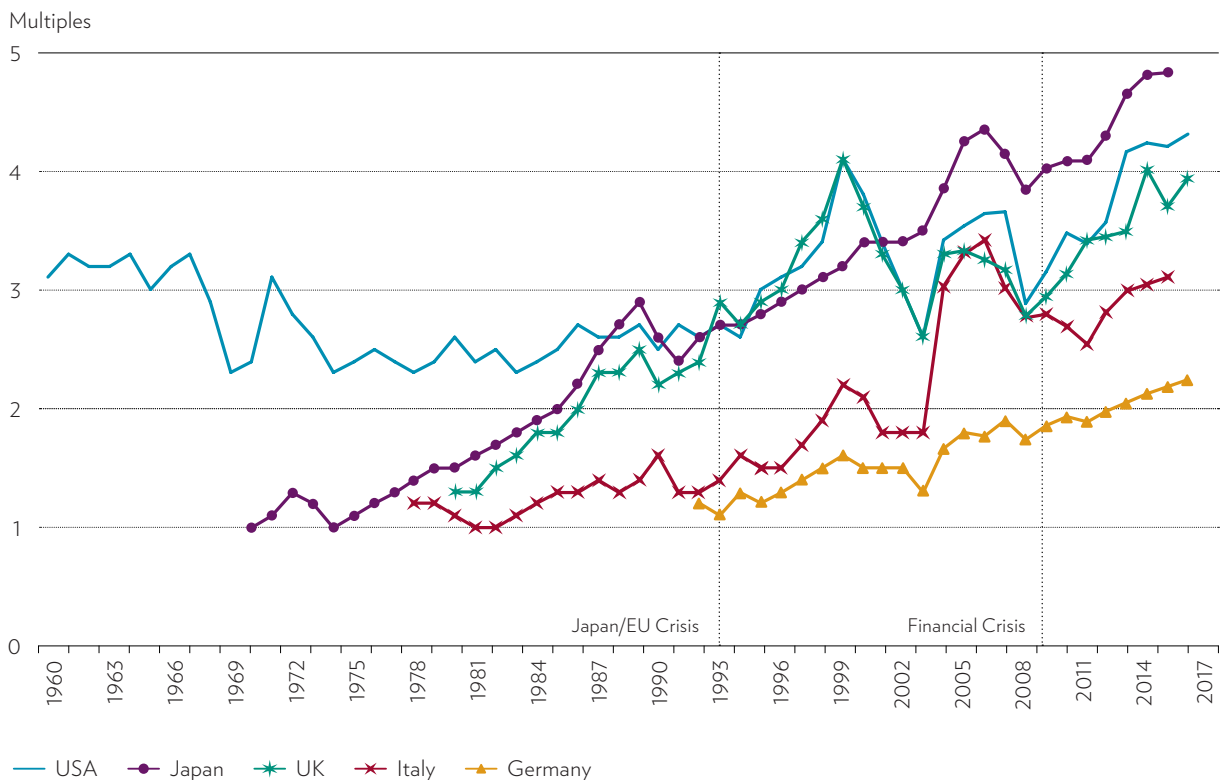
るEU離脱の反動として、再び不動産価格を押し下げる力があるかもしれないと思われます。ドイツでは、所得に対する資産の比率が継続的にじりじりと上昇しており、これは徐々に進む人口の高齢化と貯蓄の伸びに伴った現象です。他国に比べて都心部が分散しているドイツの都市は発展も遅く、価格が低く抑えられています。一方、社会保障制度はしっかりとはいはるものの、そのコストも高く、ドイツの家計にとって定年後の資産へ私的に投資をするための余力は僅かです。イタリアの場合、状況は正反対であることが分かります。政府に対する信頼が限定的であるイタリアの家計は個人資産の蓄積が最も多い部類に入り、その大部分が不動産で保有されています。過去10年以上所得が相対的に下がってきていることから、その比率はさらに大きくなっています。世界金融危機の後長い低迷期になって初めて、イタリアの不動産価格はより持続可能な水準へと下がり始めました。

### Real estate lessons for bond bubbles

Japan's experience with real assets raises some difficult questions for the bond market. For instance Alan Greenspan, former Chairman of the Federal Reserve of the US from 1987 to 2006, has warned in an August 2017 interview with CNBC that "We are experiencing a bubble, not in stock prices but in bond prices".

For investors, some of the most important questions are: Will bond bubbles burst as stock and real estate bubbles do? Are government bonds, which have become the core assets of Japan's wealth allocation, facing the same fate of dropping valuations and mounting losses when investors decide that returns are too low to cover their increasing costs? Will bond valuations come down to some more 'natural' levels for interest rates, and if so, what level might that be?

**Chart 5: Financial assets to income ratios**



Note: Net household wealth over disposable income.

Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from Credit Suisse (2011), OECD (2017).

Chart 5 plots financial assets and household income ratios in the same way as real assets. In contrast to real assets, financial asset ratios show clear upward trends in Japan and Europe without too many interruptions. Soon, financial assets will be the most important asset category for households to build their wealth. The US differs here again, as bond and stock markets have always been more important in the US. A long period of inflation and inflation-fighting during the 1970s and 1980s had undermined their value to a ratio of below 3, but

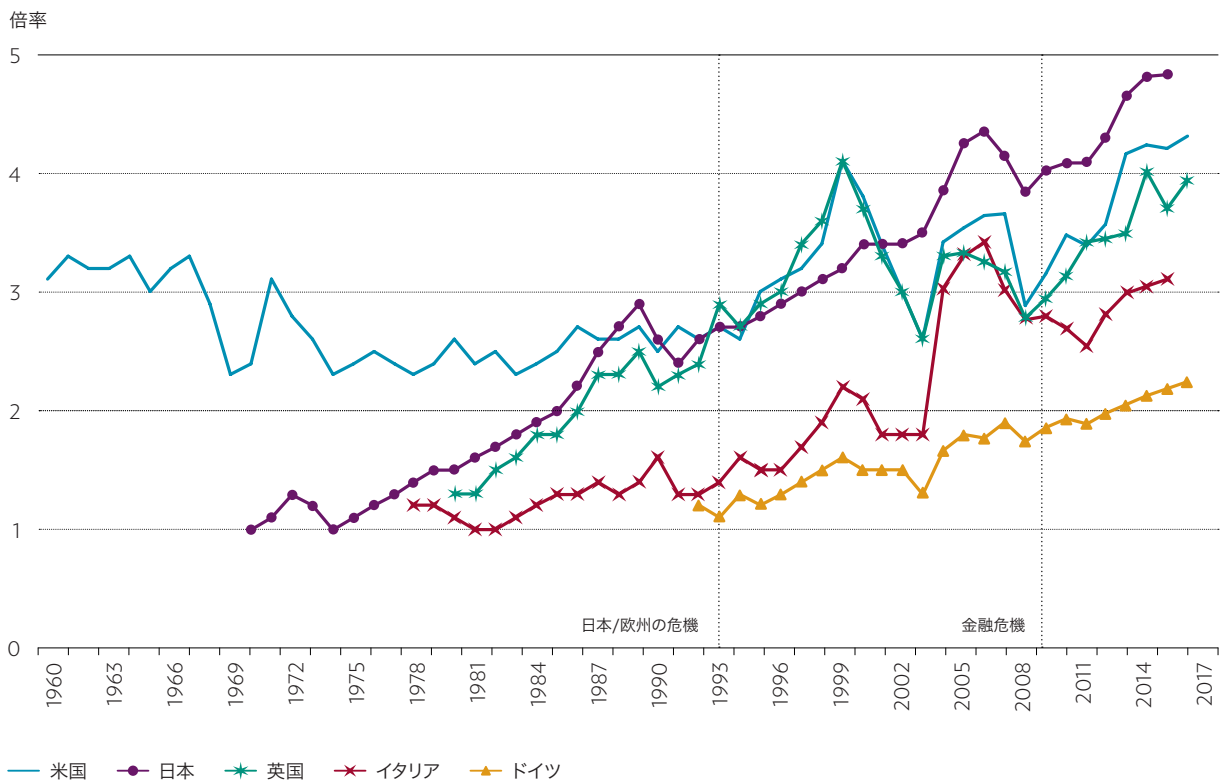
Greenspan and the roaring financial markets in the 1990s brought them back up, in particular during the two 'bubbles' in 2000 and 2007. Today, the level is beyond four times income, mostly on the back of outsized central bank demand, which has been flowing into US Treasuries. During this period, the four large central banks (US, Europe, Japan and China) have increased their bond portfolios from 11% of world gross domestic product (GDP) in 2007 to 25% in 2017, according to Bloomberg Central Bank Asset data. Investors seem rightly worried about this development.

### 不動産の教訓を債券バブルに活かす

実物資産の上昇に関する日本の経験は、債券市場のいくつかの難しい問題を考える材料となっています。例えば、1987年から2006年まで米国連邦準備制度理事会の議長を務めたアラン・グリーンスパン氏は、最近の2017年8月に行われたインタビューの中で「私たちは今、株価ではなく債券価格のバブルを経験しています」と警告しています。

投資家にとって最も重要な問題とえば、次のようなものが挙げられると思います。債券バブルは、株式バブルや不動産バブルと同じようにいつか弾けるのか？日本の資産配分の中でコアアセットとなってきた国債も、リターンが少なすぎてコストをカバーしきれないと投資家に判断されたときに債券価格の下落と損失の拡大という、不動産と同じ運命を辿るのだろうか？債券の価格は金利に見合った、ある程度「自然な」水準まで下がってくるのだろうか？もし下がるとすれば、どのレベルまで下がるのだろうか？

図表 5: 所得に対する金融資産の比率



注: 家計の可処分所得に対する純資産

出所: © Fujitsu Research Institute 2017. クレディ・スイスのデータ(2011年)、OECD(2017年)

グラフは、実物資産のときと同じ方法で金融資産と世帯所得の倍率を記入したものです。実物資産とは対照的に、金融資産の比率は日本でも欧州でも同様に、途切れることなく明確な上昇傾向を描いており、金融資産は家計が富を蓄積するうえで最も大きな資産カテゴリーになっていきました。ここでも米国は異なります。米国では債券や株式などの金融資産が常に実物資産よりも重視されてきました。長期にわたるインフレと、1970年代と1980年代の高インフレとの闘いの結果、金融資産の価値は倍率で3倍を下回ってしまいましたが、グリーンズパン氏に主導され1990年代に活況となった金融市場のお

陰でその価値は回復しました。おまけとして2000年と2007年には二度のバブルも経験しました。現在、金融資産は所得の4倍を超えており、その背景には中央銀行がかつてない金額の財務省証券を購入している量的金融緩和があります。この間にG4(米、欧、日、中国)の中央銀行が保有する債券ポートフォリオの総額は2007年に世界GDPの11%でしたが、2017年には25%という数字になっています(出所 ブルームバーグ Central Bank Asset data)。投資家は当然のことながら、この展開について懸念しているようです。

### How much more potential for financial assets?

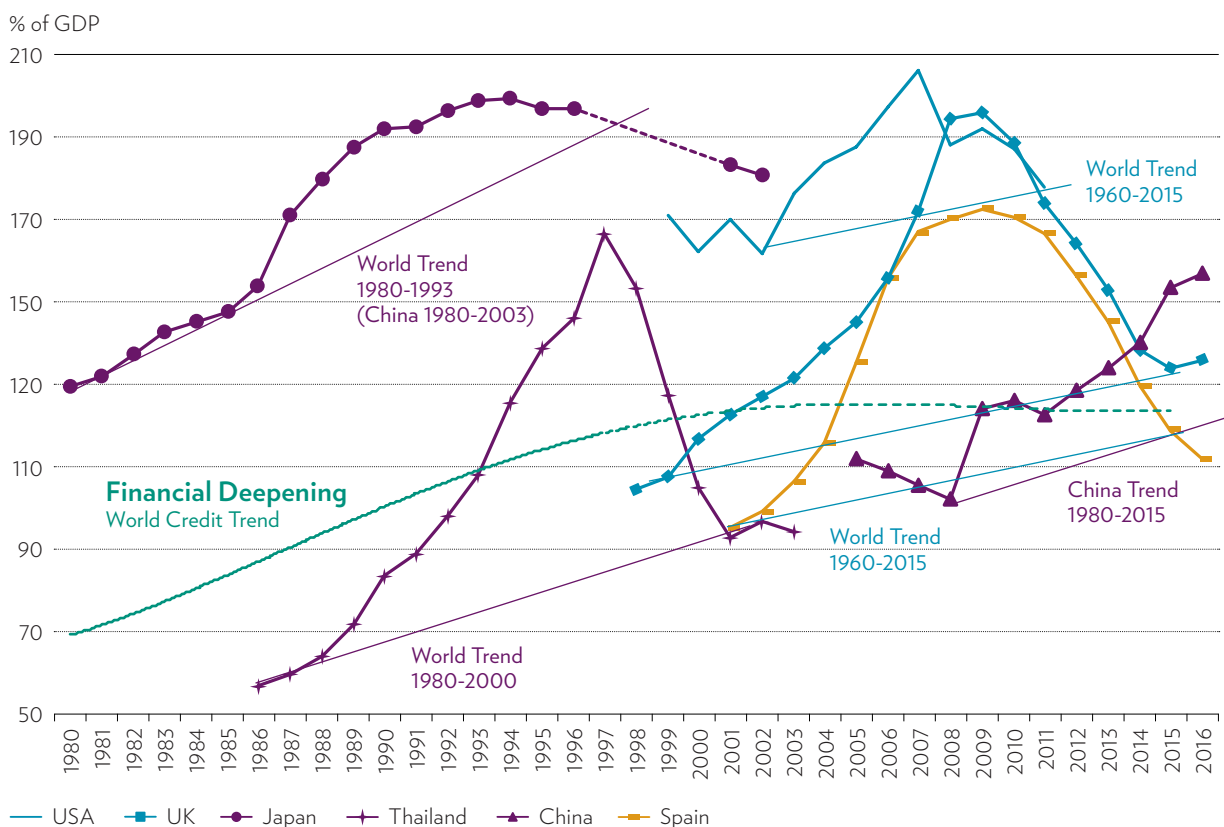
In contrast to real assets, financial assets are not only more liquid and (mostly) more transparent, their underlying income streams are also not limited by the narrow productivity and uses of real estate. Credit is being used by companies around the world for productive investment and by governments in growing economies to secure the means of growth by investing in infrastructure. For retirement savings, government bonds have the additional advantage of being closely controlled, guaranteed and backed by tax-payer incomes.

An enormous expansion of credit and bond markets has therefore evolved after inflation risks had been tamed during the 1980s and a wave of globalisation opened more and more markets, in particularly in Asia. Furthermore, new financial technologies made it possible during the 1990s to turn more private credit contracts into household assets through securitisation. In an ever-growing world of new productive uses, bond portfolios seemed to be able to grow without any immediate limitations.

What works in theory, however, faced major limitations in practice when large investment flows from a growing number of developed countries were directed towards slower growing global bond markets. As shown in the graph below, after Japan's initial experience with a domestic credit bubble, bubbles started to emerge in the narrow credit markets of several emerging countries, best remembered by the Asian financial crisis in 1997. After 2000, credit demand was cooling, but liquidity kept flowing when the emerging countries (especially China) began to prepare for retirement and flooded markets with their savings.

Additional problems emerged when credit demand from productive private investors (the curve of financial deepening in the graph) began to cool off. On the back of more liquidity, combined with fewer productive investment projects, interest rates fell further and encouraged governments to become dependent on inexpensive debt finance to cover growing government consumption, social security and projects with little profitability. Before the global financial crisis, cheap finance therefore kept flowing into indebted EU governments, which ultimately triggered the euro crisis.

**Chart 6: Domestic credit to the private sector**



Note: Net household wealth over disposable income.

Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from World Bank (2017).



### 金融資産にはあとどれだけの可能性が残されているか？

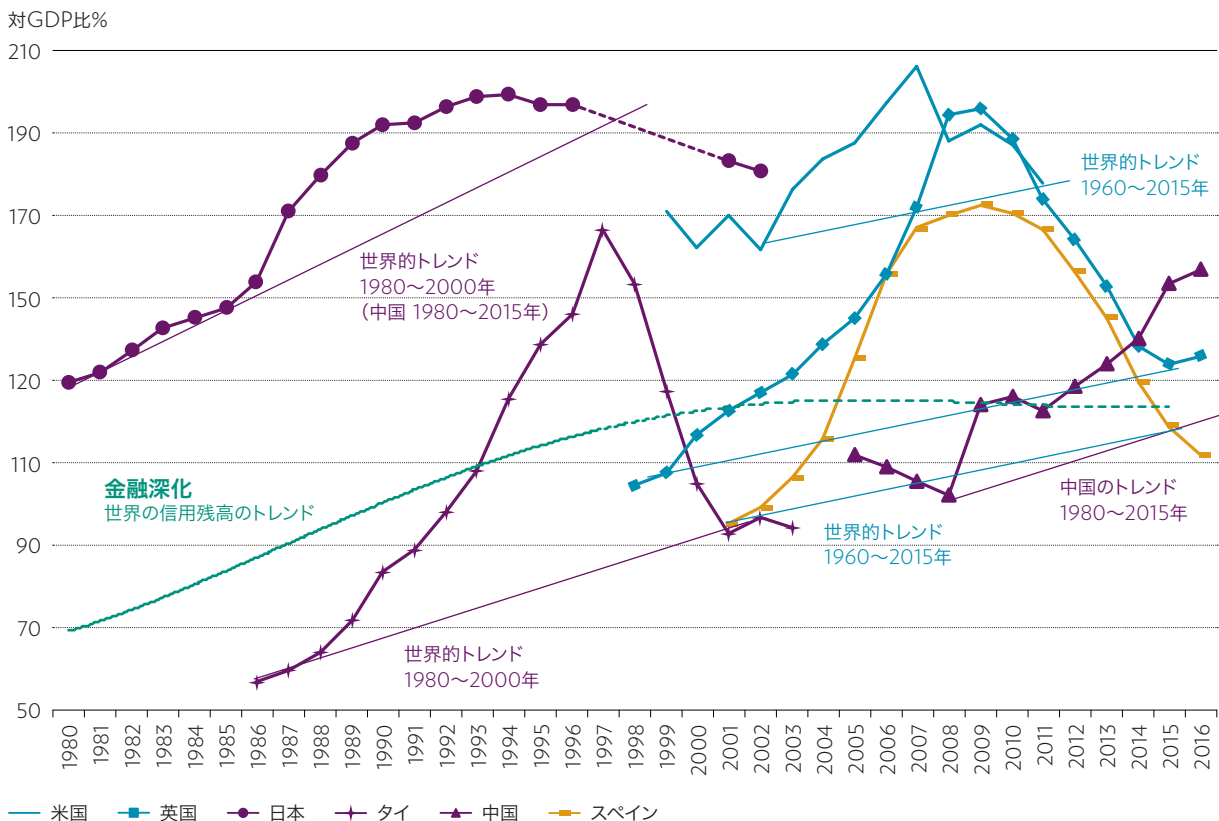
実物資産とは異なり、金融資産は流動性と（概ね）透明性が高いだけでなく、その基礎となる収入の流れは低い生産性や不動産の利用状況による制限を受けません。投資の生産性を高めるために世界各地の企業が信用市場を利用しており、成長経済圏の政府もインフラ投資を通じて成長の手段を確保するために信用市場を利用しています。退職後の蓄えのためであれば、国債には厳重な管理、保証、納税者による支えという長所があります。

1980年代にインフレリスクが落ち着き、グローバル化の波によって、特にアジアを中心に次から次へと金融市場の開放が進み、信用市場と債券市場が著しく発展しました。さらに、新しい金融テクノロジーにより、1990年代には証券化を通じて、より多くの個人の家計に信用商品が組み入れることが可能となりました。新たな商品が次々と生み出される世界において、債券ポートフォリオは何の直接的な制約もなく成長していくことができるように思われました。

しかし、理論上はうまくいくことも、実際には多くの先進国から成長が遅れている世界の債券市場に大規模な投資が行なわれ始めた時に大きな試練に直面することになりました。以下のグラフに示すとおり、日本が初めて国内で信用バブルを経験した後、いくつかの新興国の小さな信用市場でもバブルが現れたことは、1997年のアジア金融危機としてよく記憶されています。2000年以降、信用の需要は沈静化しましたが、新興諸国（特に中国）が定年退職の準備を開始し、その人たちの貯蓄が信用市場に流れ込みました。

民間からの信用需要が冷え込みはじめると（グラフ中の金融深化の曲線）、さらに問題が発生します。流動性が高まる一方、投資案件が減少したことを受けて金利がさらに低下します。そしてこのコストの低い借入れを利用し、政府は支出の拡大や社会保障の増額、収益性に乏しいプロジェクトへの投資までも求められるようになったのです。そのため、世界金融危機以前は低い資金調達コストを利用した負債の拡大がEU諸国政府で見られ、これが最終的にユーロ危機の引き金となりました。

図表 6: 国内民間部門の信用残高



注：家計の可処分所得に対する純資産

出所：© Fujitsu Research Institute 2017, 世界銀行 (2017年)

The crash of the US stock market in 2008 seemed to change everything; except for the economic dependence on additional government finance, which now became fed directly from the accounts of central banks. Remarkably, the Chinese government's decision to somewhat insulate its industry from the crisis' demand shock by expanding liquidity and fiscal programmes, has now turned the Chinese economy into an important part of such global credit cycles.

### **The long tail of financial crises**

Japanese investors have learned from their real estate and credit bubbles that financial crises have a very long tail. This is mostly due to the fact that all market participants need to adjust their positions. Companies need to shrink their over-leveraged balance sheets and settling outstanding credit by selling assets into a market with low demand, households need to cut consumption and boost their savings to better prepare for an uncertain future, and the government, and governments increase their control of markets in order to increase future stability. Governments also try to keep the process as slow and orderly as possible by supporting assets prices and demand with new government credit. Instead of quickly shrinking over-leveraged credit markets, low-yielding government debt is therefore replacing private funds and keeps the interest

income of households on their savings low. As a result, the cost of safekeeping financial assets during a financial crisis is the depression of reasonable returns on savings and the misallocation towards excessive government finance for an extended period.

In Japan, the trend to more government controlled finance and investment has contributed to the slow economic growth over the last two decades. Only about 15% of household financial assets have been invested in 'risk' assets such as corporate stocks or high-yielding overseas securities. With so much government finance and so little 'real' investment, it is not too surprising that returns on investment in Japan have remained well below their potential.

So far, households have been surprisingly patient, and accepted low investment incomes for a considerable time. Instead of gaining directly from Japan's economic recovery, they have benefited indirectly through 'real' income gains from falling costs and improved services through business restructuring and innovation. With deflation subsiding, however, investors will either have to face growing losses on their 'safe' investments, or have to think about productive private initiatives that can boost their portfolios, and hopefully rejuvenate the overall economy as well.

2008年の米国株式市場の暴落は、すべてを変えたように見受けられます。ただし、政府の追加資金に対する経済的依存体制だけは変わっておらず、現在では各国中央銀行の勘定から直接資金が供給されるようになっています。さらに注目すべきなのは、流動性と財政プログラムを拡張することで危機の需要ショックから産業を救済しようという中国政府の決定によって、今では中国経済がそのような世界的な信用サイクルの重要な一部になっていることです。四半世紀前に日本がそのような試みを通じて経験したハードランディングを中国が回避できることを期待します。

#### 金融危機のロングテール効果

日本の投資家は自国の不動産と信用市場のバブルから、金融危機は非常に長いテール効果を伴うものだということを学びました。その主な理由は、すべての市場参加者は保有しているポジションの調整を余儀なくされるからです。民間企業は、過度な負債を抱え込みレバレッジのかかったバランスシートの縮小を試み、需要がなくなりつつあるマーケットに売りを出しました。家計は消費を抑え、将来への不安から貯蓄を増やしました。そして政府は市場を安定させるために、自らマーケットをコントロールしようと試みます。このために政府は新規資金を使い資産価格を安定させ、需要を喚起させることをゆっくりと秩序立てて行なうことになります。過剰にレバレッジの効いた信用市場を急速に縮小させる代わりに、低利回りの国債が年

金などのファンドに組み入れられ、家計の貯蓄が受け取る金利収入が少なく抑えられます。金融危機の間に金融資産を安全に保管するために引き起こされることは、貯蓄から得られる合理的なリターンが抑圧されることと、過度に国の借金に資金が振り分けられるという配分の誤りです。

日本の場合、政府の統制による資金調達や投資先の偏りが、過去20年間にわたる低成長という結果に結びついています。株式や高利回りの海外証券などの「リスク資産」に投じられている家計の金融資産はわずか15%程度しかありません。このように日本国債ばかりで、「実質的な」投資が少ない状況では、日本の投資収益率が潜在的な水準を大きく下回っている状態にあったとしても何ら驚くことではありません。

これまでのところ家計は驚くほど辛抱強く、少ない投資収入を長期にわたり受け入れてきました。彼らは日本経済の回復から直接収益を得る代わりに、事業再編やイノベーションを通じたコストダウン、サービスの向上などからの「実質的な」インカムゲインという形で間接的に恩恵を受けてきたのです。しかし、デフレが後退しつつある今、投資家は今後「安全な」投資で損失を拡大させるか、あるいは経済全体に新たな生命を吹き込むことになりそうな、民間主導の生産的な投資戦略を拡大させるのかを考えなければなりません。

## DIVERSIFYING PORTFOLIOS: IMPORTANT TRENDS FOR JAPAN

The discussion of policy and market trends at a time of 'normalisation' has shown that 'safe' assets might not be as safe as in the past anymore. Even though households will certainly remain strongly concerned about preserving their assets, the growing risks from increasing costs and inflation will need to be addressed sooner rather than later. At zero interest rates, after all, there is no margin for risk when the promised inflation and tax increases will eat into investors' assets. Diversifying portfolios into private markets with solid returns and business models is therefore becoming more important.

### **Bond market versus stock market risks**

Timing and risk premiums are the main obstacles for investors when diversifying their portfolios into riskier asset classes such as stocks and international securities. For investors in Japan, the international environment today seems particularly treacherous. Global asset markets have boomed for long, valuations seem to be even more stretched in other major markets than in Japan, and political stability has now become a factor even in the US and EU markets.

Even at their currently high valuations, however, earning yields of stocks remain about 3.5% above real bond yields. For earning yields of the S&P 500 versus 10-year inflation adjusted Treasuries, for example, the gap is 4.7% during 2017, according to Bloomberg Finance L.P. This is 21% higher than the 20-year average. Graph 7 of cyclically adjusted earning yields over the last 140 years by Robert Shiller, who has warned extensively of 'irrational exuberance' in asset markets, is particularly instructive.

With long-term, adjusted price-earning (P/E) ratios above 25 during the last years, he points out that as of April 2017, stock valuations are too high and earning yields at 3.3% are too low compared to their historical averages. The main reason for the stretched valuations in stocks is, however, not extreme optimism among investors or companies, but extremely low real interest rates (at -2.3% in Chart 7). The reduced financing costs of companies, as well as the relative appreciation of real assets in their balance sheets, have increased their stock valuations. P/E ratios have been increasing and earning yields have been falling along with the bond markets.

## ポートフォリオを分散させる： 日本にとって重要なトレンド

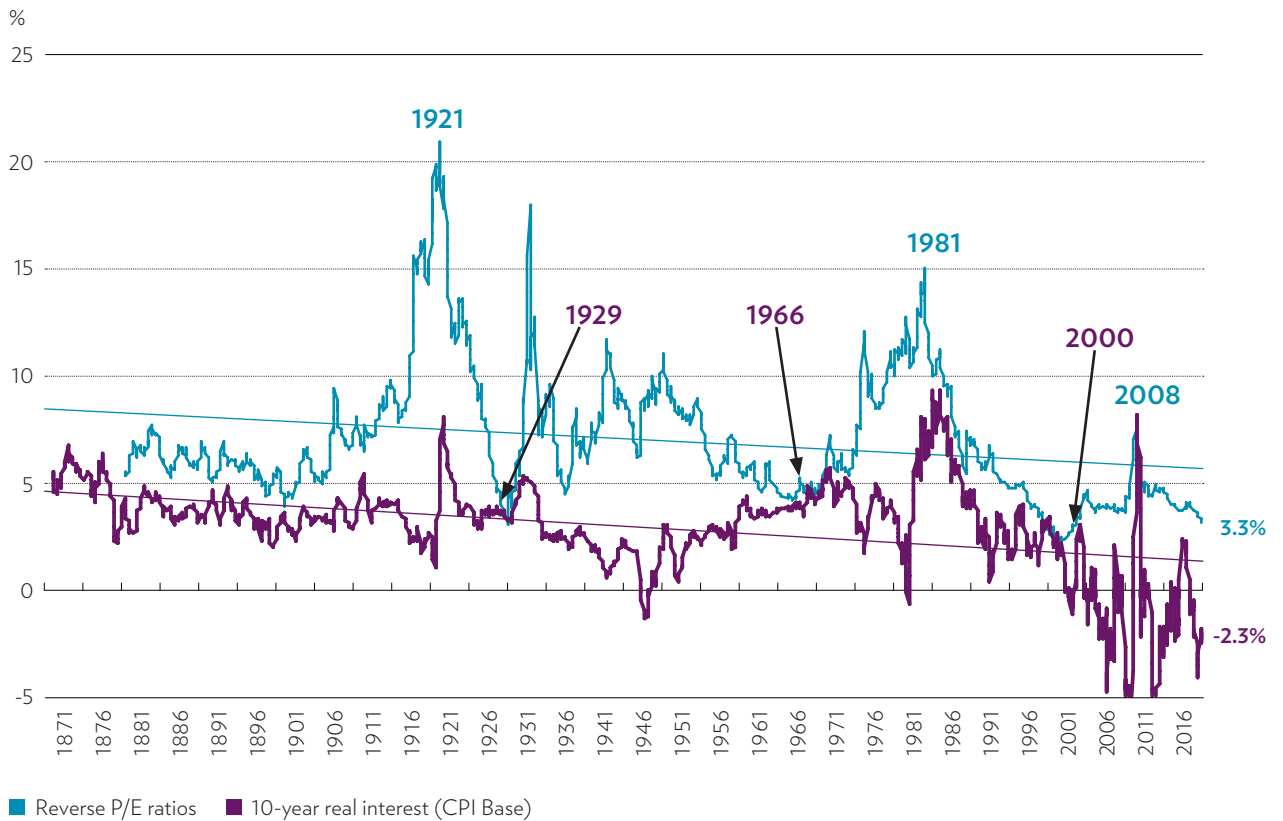
「正常化」された場合の政策や市場の動向についての議論によると、「安全」な資産がもはやこれまでのように安全ではなくなっているかもしれないことが指摘されています。今後、家庭では資産の保全が大きな関心事となっていくことは間違いなく、コストやインフレの上昇によるリスク拡大への対策は今すぐにも行う必要があるでしょう。いずれにしてもゼロ金利では、起るべきインフレや増税が投資家の資産を食いつぶすこととなります。収益とビジネスモデルがしっかりとした民間企業にまでポートフォリオを分散させることが、ますます重要になってきています。

### 債券市場と株式市場のリスクの違い

投資家にとってタイミングとリスクプレミアムは、ポートフォリオを株式や外国証券といった、よりリスクの高い資産クラスにまで分散させるときの大きな障害です。日本人の観点からすると、今の海外の情勢は特に不安定に見えます。資産市場は世界的に長い活況となっており、世界の主要市場のバリュエーションは日本よりもかなり割高ととなっているからです。また米国や欧州の市場においても政治的安定度が市場を左右する要因となっています。

ところが、現状の高いバリュエーションでも、株式の益利回りは約3.5%あり、債券の実質利回りよりも高くなっています。例えば、2017年にS&P500の益利回りとインフレ調整後の米国10年債の利回りを見ると、その差は4.7%に開いています（出所ブルムバーグ）。これは過去20年の平均より21%も大きい数字です。

以下のグラフは、資産価値の「根拠なき熱狂」について警告を発している、ロバート・シラー教授が作成した過去140年間にわたる景気循環調整後の株価収益率で、この状態がよく描写されています。シラー教授の指摘によると、去年の株価収益率P/E25倍以上の状態は株価のバリュエーションとしては高すぎるとされ、3.3%の益利回り（2017年4月現在）は過去の平均と比較すると低すぎることになります。しかし、株式のバリュエーションが過度に上がっている主な理由は投資家や企業が極端に楽観的になっていることではなく、実質金利が極端に低いからなのです（図表7の-2.3%の地点）。企業の資金調達コストが安いこととバランスシートの実物資産の価格が上昇していることが株価を引き上げており、このことがP/Eを上昇させ株式益利回りは債券利回りとともに低下しているのです。

**Chart 7: Cyclical adjusted earning yields and real interest rates**

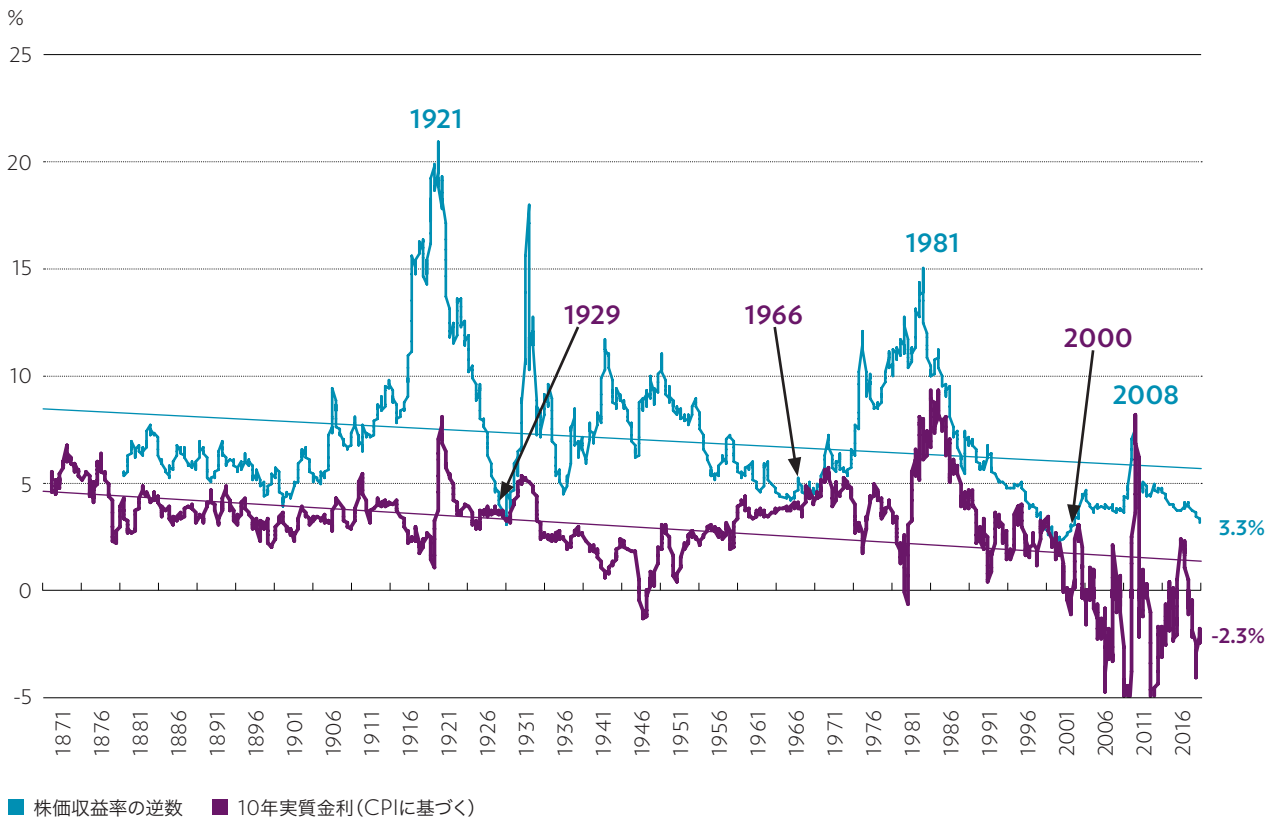
Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from Shiller (2017).

For investors, it is worthwhile to consider the long-term trends in the graph above. The gap between stock yields and interest rates always diverges during extreme economic times, but the long-term trends have been similarly pointing downwards. Investors should be prepared to accept lower returns on their assets not just from their bond portfolios, but also from stocks. The difference in earnings is particularly striking because companies, in contrast to bond

investors, gain from today's low interest rates directly and have the flexibility to invest these low-cost funds into productive, income yielding activities, such as cost reductions, digital technologies, and product development. Well-performing companies have a strong opportunity to build their business models at extremely low costs, which is increasingly reflected in their growing profitability.



図表 7: 景気循環調整後の株式益回りと実質金利



出所: © Fujitsu Research Institute 2017. シラーのデータ (2017年)

投資家であれば、上記グラフの長期的トレンドを検討してみる価値はあります。株式の益回りと債券利回りの格差（イールド・ギャップ）は経済環境が極端な時に大きく上下するものですが、長期的なトレンドは下降傾向を示しています。投資家は資産から得られるリターンの減少を受け入れる覚悟を決めておくべきですが、それは債券ポートフォリオだけの話ではなく、株式からのリターンについても同じことがいえるのです。現在、

収益の格差は特に大きくなっています。なぜならば、債券投資家とは対照的に、企業は現在の低金利の恩恵を直接受け、このような低コストの資金をコスト削減やデジタル技術、製品開発などの生産的で所得を生む活動に投じる柔軟性を持っているからです。良い業績をあげている企業にとっては、極めて低いコストで自社のビジネスモデルを構築する素晴らしい機会であり、そのことが収益の拡大にますます反映されてきています。

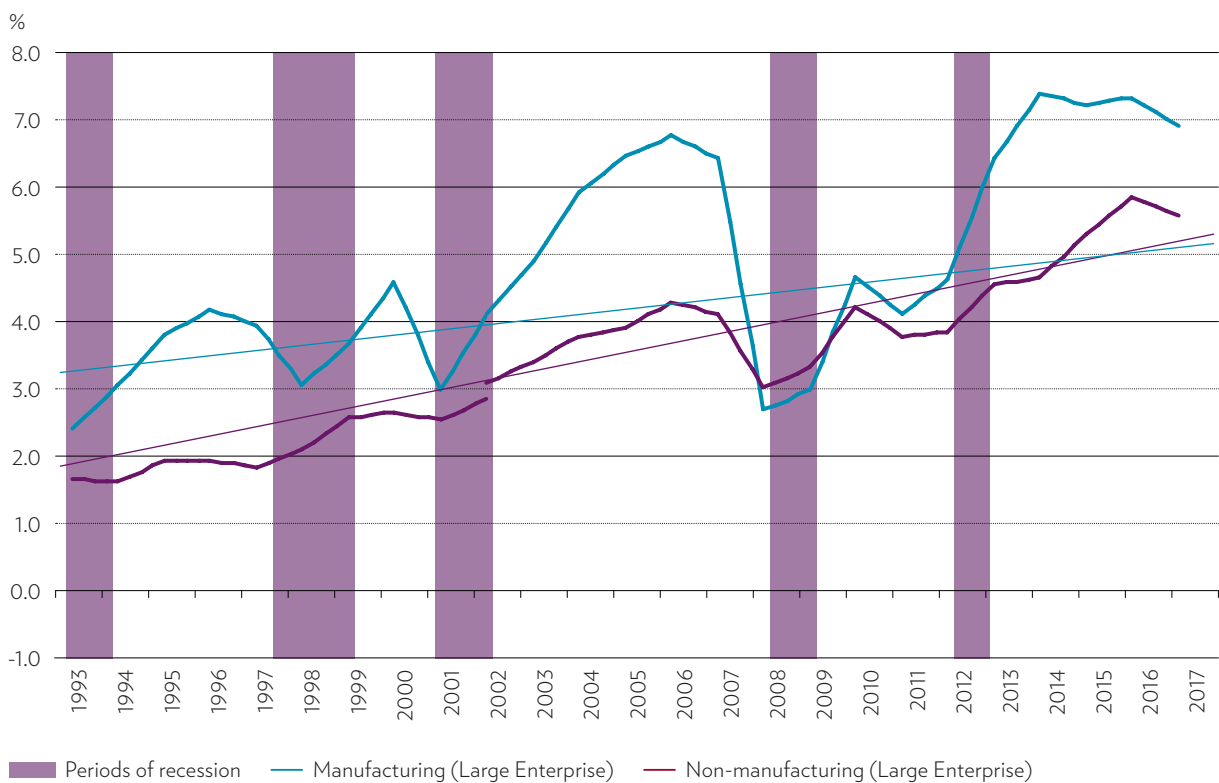
### Long-term value in Japan's stock market

Compared to the negative real returns on bonds and cash, stocks remain a interesting investment as long as their risk premiums remain positive. This observation is strongly backed by Japan's experience during the global financial crisis. Stock yields fell only briefly below 2% after 2007 and soon recovered towards 4% where they seem to have established a new equilibrium.

In Japan's stock market, the successful exporters have always been the preferred targets of investors because of their high productivity, their growing overseas markets and a relatively higher ratio of foreign ownership, which pushes them towards

increased payouts for investors. The flip-side of their high valuation is, of course, the low earning yield for investors. Nonetheless, Japan's service companies are catching up and have increased their profitability significantly over the past few years. Service companies have done an excellent job in closing the profitability gap to manufacturers, mostly through cost control and increased digitalisation. Unlike most manufacturers, they were also able to charge a premium for new value-added services. Importantly for investors, the positive long-term trend of major service companies' profits in the graph below has also been much less affected by the booms and busts of exchange rate developments that always haunt the exporters.

**Chart 8: Profit rates of Japanese manufacturing and service companies**



Note: Profit rates are profit to sales ratios in percent. Linear trends are extrapolated from the period 1993-2002. The level of the non-manufacturing companies' trend has been adjusted to the new level of the 2003-2017 data series.

Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from Bank of Japan (2017).

### A focus on technology

An important element of any successful investment strategy is the ability to gain from technological developments. However, current loose monetary policies have furthered the speculative aspect of technology investments. As a result, companies in new technologies and markets, such as leading US and Chinese internet companies or 'unicorns'

in California, have seen their stock prices driven to extreme levels. Due to the access to seemingly unlimited funding for disruptive business models, these companies do not have to rely on returns on investment, allowing them to grow their business models much faster than any other companies. This is important because in the digital world, many markets have 'zero marginal costs' to serve new

### 日本の株式市場の長期的価値

実質的にマイナスとなっている債券と現金のリターンと比べて、株式にはリスクプレミアムがプラスである限り投資の価値が残っています。この見解は明らかに世界金融危機時の日本の経験によって明らかに裏打ちされています。株式投資の益利回りは2007年以降にほんのわずかな期間だけ2%を下回ったのみで、ほどなくして4%へ向かって回復しており、その後その水準を新しい均衡として安定してきているようです。

日本の株式市場では、その高い生産性と海外市場での成長、そして株主還元を増やす方向へ圧力をかける外国人株主の割合が高いことを理由に、優良な輸出企業が常に投資家の人気

を集めて来ました。しかし、それらの企業のバリュエーションの高さの裏返しと言えばもちろん、株式益利回りの低さとなります。他の業種に目を移すと、ここ数年間では日本のサービス産業が追い上げており著しく収益力を伸ばしています。サービス産業はコスト管理とさらなるデジタル化を通じて製造業との収益力の格差を埋めるための努力をしてきました。製造業の多くとは異なり、サービス業は新たな付加価値サービスを提供しながら価格を引き上げることに成功しました。また投資家にとってはかなり重要な点として、下記のグラフで見られる様にサービス業大手の収益はバブル発生やその崩壊、輸出企業に付きまとう為替レートの上下動に大きく影響されることなく上昇トレンドを描いています。

図表 8: 日本の製造業およびサービス業の企業の利益率



注：利益率は売上に対する利益の割合をパーセントで表したものです。1993年から2002年までの期間については線形トレンドがあると推定される。非製造業の企業のトレンド水準は2003～2017年のデータ系列の新しい水準に合わせて調整されている。

出所：© Fujitsu Research Institute 2017.日銀データ(2017年) - 短観

### テクノロジーの進化に注目する

優れた投資戦略に共通する重要な要素は、技術開発から利益をあげる力です。残念ながら現在の緩和的な金融政策下では、効果的な技術投資が投機的なものになっています。米国や中国の大手IT企業やシリコンバレーの「ユニコーン」企業など、新しい技術と市場を持つ企業は、株価が極端な水準にまで押し上げられている状況です。破壊をもたらすビジネスモデルに対しては無限とも言える資金が集まることから、このような企業は投資収益率を気にする必要がなく、そのため他のどの会社

よりも速くビジネスモデルを成長させることが可能になっています。重要なことは、デジタルの世界では新しい顧客を獲得するための限界費用が多くの市場においてゼロであり、あるプラットフォーム（アマゾンや楽天、フェイスブックなど）の新しい顧客がプラットフォーム全体の価値を高める、いわゆる「ネットワーク効果」の恩恵があることです。よって多くの魅力的なサービスが無料で提供され、それがペイするのは後に追加される付加価値サービスや広告、巨大なスケールメリットを通じてということになります。

customers, and often gain from ‘network effects’ when a new customer adds to the overall value of the platform (such as Amazon, Rakuten or Facebook). Many attractive services are therefore offered for free, and only generate cash flows later through additional value-added services, advertisements, or enormous economies of scale.

As Amazon has shown with its long-term ‘growth without profit’, technology companies can have solid business models, build their asset base and add value by pushing the boundaries of what seemed impossible before. More traditional companies, on the other hand, seem to be disadvantaged by their lower ability to invest and build capabilities in the new digital world. They are increasingly at risk to be competed out of the market or to stagnate while sticking to outdated business models that require them to increasingly focus on cost-cutting to compete.

In finance and banking, for example, the potential of ‘fintech’ innovation is enormous. E-commerce platforms are growing around the world and continuously set new records in market size and turnover. Especially in China, where Alibaba and its payment system Alipay are building new consumer bases, many customers may not even have a regular bank account anymore. While these new technologies are adding tremendous value for their customers, they are disrupting business models in the traditional retail banking sector, where profit margins in consumer finance will likely be reduced by 25% in Japan, 14% in the US and 10% in the EU, according to 2017 McKinsey estimates.

Huge success and even larger numbers of failure will always be very close together in such highly leveraged technology markets. Finding the best success stories and profitable investments is therefore exceedingly difficult for traditional investors. The biggest impact of new digital technologies, however, does not come from the invention or development of new technologies, but from traditional markets and companies that, under the threat of disruption, adopt and apply these new technologies. Most traditional business models, after all, cannot entirely be replaced. Consequently, new digital customer services, digital market penetration and reduced operational costs will help incumbents to compete, too. Important technological trends that deliver continuous returns are therefore taking root around the world and beyond Silicon Valley, including in countries such as Germany, where ‘Industry 4.0’ business models are booming, and in

Japan, where service companies are continuously building their technology and profit bases.

### Opportunities in global investment for Japanese companies

Japanese corporations have been increasing their overseas investment for years. Most of these companies do not seem to expect the Japanese market to grow significantly beyond its current potential of 0.8% (BoJ 2017) and therefore see better opportunities for their products and services internationally. Over the last decade, foreign direct investment from Japan has increased 2.5 times and portfolio investment (i.e. investment into financial securities such as stocks and bonds) has doubled. To better document these increasingly important foreign investment trends, the BoJ now also publishes figures on the returns on outward investment.

The data show that companies earn an average return on investment (ROI) of 7% per year (2010-2014) overseas. This is a record number for Japanese overseas profitability, but still a long way behind US or European companies. Experienced manufacturers and car companies, at least, are clear leaders in terms of profitability; they realise ROIs close to 15% on average. Finance and retail companies, on the other hand, only realized overseas ROIs of around 5%, which means that they are lagging behind their peers in the US and UK by a considerable margin. At the same time, foreign security portfolio investment from conservative trust and pension funds earned a rather paltry 3.5% return on investment, which is due to the extremely high share of ‘safe’ low-yielding investment into treasuries and other government bonds.

Despite this encouraging performance, investors remain intensely aware of additional risks in the overseas markets. Devastating memories from the global financial crisis are still fresh, and the political question marks around the new US government, as well as the ‘Brexit’ risks in the EU keep concerns at a high level. The political noise in many markets might be far greater than their economic impact, however. For instance, economic growth in the US is not being produced at the political centre, but in the humming economic clusters from California to Boston, or Chicago to Atlanta. Almost unaffected by the uncertainties in Washington, companies in the US continue to gain from their global technologies, through a digital retail revolution and from a manufacturing revival driven by the Internet of Things (IoT).

アマゾンが長期的な「利益なしの成長」で示してきたように、ハイテク企業はしっかりとしたビジネスモデルを持ち、資産ベースを構築し、可能と思われるビジネスの境界をこれまでより広げることで価値を付加することが可能となります。一方で、より伝統的な企業の場合、新しいデジタルの世界で投資や収益拡大のためのプラットフォーム構築を行う能力が低いため、不利な立場にあるようです。そのような企業は競争に敗れ市場から追い出されるか、あるいは競争力を維持するために激しいコストカットを行なう時代遅れのビジネスモデルに固執するリスクが高まっています。

銀行業をはじめとする金融業界を例に挙げると、「フィンテック」のイノベーションが持つ可能性は巨大です。電子商取引のプラットフォームは世界各地で拡大しており、市場規模と売上で新記録を継続的に打ち立てています。特に中国では、アリババとその決済システムであるAlipay（アリペイ）が新しい顧客基盤を構築しつつあり、多くの消費者が通常の銀行口座をもはや持たなくなるものと思われます。このような新技術は各社の顧客に対して非常に大きな価値を付加している一方、従来のリテールバンキング業界のビジネスモデルを破壊しています。その結果、マッキンゼーの予想では、今年の個人向け小口融資業の利益率は日本では25%、米国では14%、EUでは10%減少する公算が大きくなっています（マッキンゼー 2017）。

そのようなレバレッジが大きくかけられたテクノロジーの市場では、大成功とそしてそれよりもずっと多くの失敗が常に隣り合っているのが普通です。ゆえに、最高のサクセスストーリーと収益性の高い投資を見つけることは従来の投資家にとって極めて難しいことです。しかし、新しいデジタル技術の最大のインパクトは、新しい技術の発明や開発からやってくるものではありません。むしろ、破壊の脅威に怯える従来の市場や企業がそのような新しい技術を受け入れ、導入することから生まれるものです。結局、伝統的なビジネスモデルの大部分は、完全に置き換えられるものではありません。よって、新しいデジタル消費者サービスやデジタル市場の普及、運営コストの削減が既存の企業の競争力を高めることになります。そして、継続的にリターンをもたらす大きな技術のトレンドがシリコンバレーを大きく超えて、世界各地で根を下ろす結果となっています。従来の技術大国だと、ドイツでは「インダストリー4.0」というビジネスモデルが盛んに推し進められ、日本ではサービス業の企業が技術や収益基盤の構築を継続的に行なうといった動きが見られます。

## 日本企業にとってのグローバル投資の機会

日本の企業は長年にわたり海外投資を増やしてきました。そのような企業の大部分は、日本市場が現在の潜在成長率である0.8%（日銀予想）を大きく超えて成長するとは期待していないようです。自社の製品やサービスについては、海外により良い機会が待っていると見ています。過去10年にわたり、日本からの海外への直接投資額は2.5倍に膨らみ、ポートフォリオ投資（海外の株式や債券への投資）は2倍になっています。この重要性が増している海外投資をわかりやすくするために、日本銀行は現在、対外投資のリターンに関するデータも公表しています。

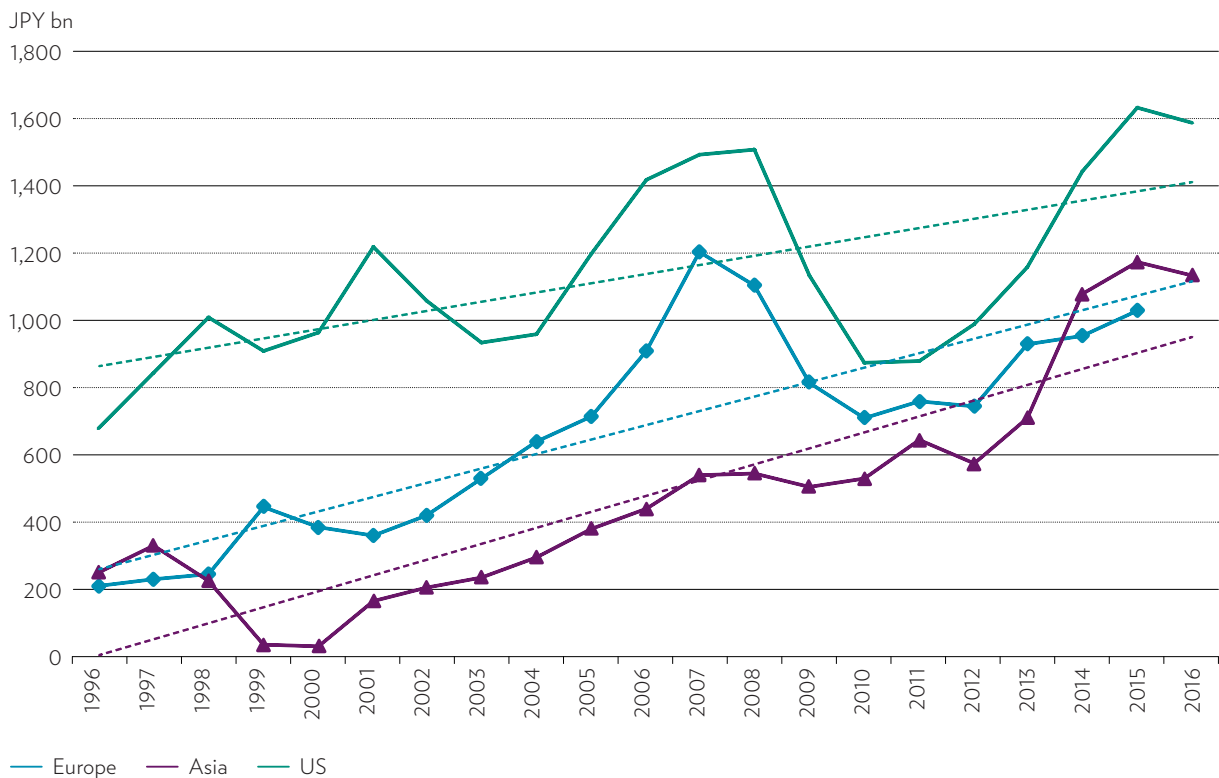
そのデータを見ると、日本企業の海外における平均投資収益率（ROI）は年率7%（2010～2014年）となっています。これは日本の海外における収益率としては過去最高の数字ですが、米国や欧州諸国と比べるとまだ大幅に水をあけられています。平均で15%近いROIを達成している歴史のある日本の製造業や自動車メーカーは収益性という意味ではリーダーであることに間違いはありません。一方で、金融業や小売業の企業が海外で達成したROIは5%に留まり、これは米国や英国の同業者に大幅な遅れをとっていることを意味しています。同時に、保守的な信託や年金基金による外国証券のポートフォリオ投資の投資収益率は3.5%とさらに少なく、その理由は安全とされる米国をはじめとする各国の利回りの低い国債への投資が極めて大きな割合を占めていることにあります。

以上のように、海外投資のパフォーマンスは悪くないものの、投資家は海外市場に存在する他のリスクも強く意識しています。世界金融危機の悪夢はまだ記憶に新しく、アメリカの新政権についての政治的懸念、そしてEUにおける「ブレグジット」（英国のEU脱退）も強い懸念を持つ要因となっています。しかし、このような政治的ノイズは小さくないものの経済に与えるインパクトは限定的です。例えば米国の経済成長は政治の中心地で生まれているのではなく、活気づいているカリフォルニアやボストン、あるいはシカゴからアトランタなど様々な都市で生まれています。ワシントンの混乱の影響をほとんど受けていない米国の企業は、グローバルなテクノロジー、デジタル小売革命、そしてモノのインターネット（IoT）に後押しされた製造業の復活の恩恵を受け続けています。

In the EU, the UK's frustration and eventual exit from the Single Market has led to a difficult situation that could become quite costly for both sides in terms of market size and future opportunities. After a European decade of unenthusiastic restructuring and growing bureaucratic overhead, the shock has also come as a wake-up call. In France, a new reform-oriented government is now actively supporting growth policies, while Germany has become much more open to supporting its partners in the matter of European integration and growth-oriented reform, leading to increasingly recovering valuations.

To act against political uncertainties and to support future trade, investment and growth, the EU and Japan have signed a Japan-EU Economic Partnership Agreement (JEEPA), which made a big splash during G20 summit in Hamburg this summer. At a time of growing concerns about economic integration and US unilateralism, the agreement sent a strong signal that Japan and the EU continue to focus on global opportunities. In pure economic terms, an analysis for the Bertelsmann Foundation (2017) shows that the impact will be limited at about 0.1% additional GDP for the EU and 0.2% for Japan. The agreement will, however, open further investment opportunities for companies on both sides (Schulz 2017).

**Chart 9: Japan's overseas income from Europe, Asia and the US**



Note: Current Account, Primary Income, Net Balance.

Source: © Fujitsu Research Institute 2017. Data from CEIC (2017).

Chart 9 shows how much Japan is already gaining from its overseas incomes and how strongly positive the trends are. Quite surprisingly, incomes generated in Europe have been trending up as fast as in Asia, Japan's most profitable and most important future market. The devastating financial

crisis in the euro area had a strong negative impact, but Japanese overseas incomes in the EU are growing along its long-term trend again. Perhaps as importantly, overseas incomes in Europe and Asia are also catching up with the higher level of overseas incomes in the US.

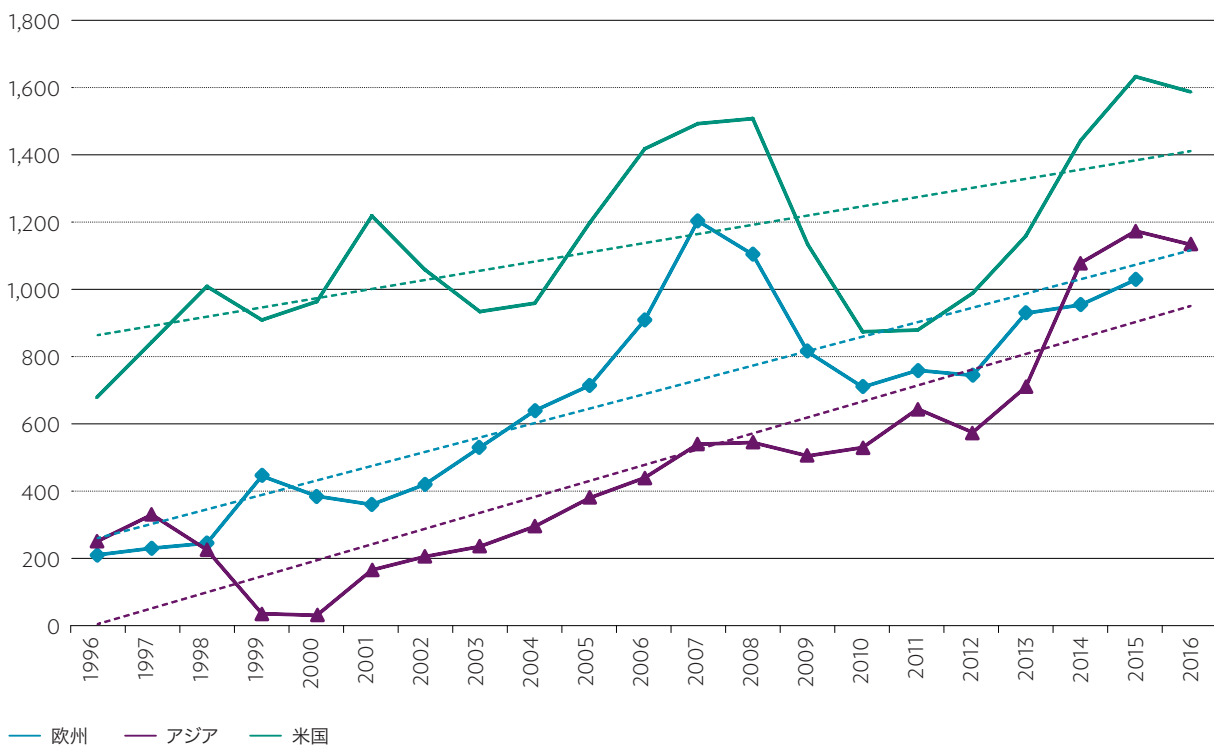


EUは英国の不満と単一市場から脱退の影響でとても困難な状況に置かれており、市場規模と将来の機会という意味で、英国とEU双方にとって極めてコストのかかる状況になることが想定されます。しかし、欧州が10年にわたる不本意な再編と官僚的な諸経費の増大を経験した後ということで、このショックは目覚ましとしての役割も果たしました。フランスでは新しい改革派の政府が成長政策を積極的に後押ししている一方、ドイツは欧州の統合および成長志向の改革に関してパートナー諸国のサポートにより寛大になってきています。そしてこれらの変化は欧州市場の再評価につながっているのです。

政治的な不確実性に対抗し、将来の貿易、投資、成長を支えるために、EUと日本は日欧経済連携協定(JEPPA)を結び、これがハンプルクで今年夏に開催されたG20サミットの一大イベントとなりました。経済的な統合の枠組みと米国の孤立主義についての懸念が高まる中、この合意は日本とEUが地球規模でビジネス機会を重視するという強いメッセージを送っています。純粋に経済的な視点では、ベルテルスマン財団の分析(2017)によると、そのインパクトは限定的で、EUについてはGDPに約0.1%、日本については0.2%上乗せされる程度と推定されています。しかし、この合意は双方の企業にとって投資の機会をさらに拡大することとなるでしょう。

図表 9: 日本の地域別所得収支

単位: 十億円



注: 経常収支、第一次所得、純国際収支

出所: © Fujitsu Research Institute 2017, CEICデータ(2017年)

チャートは日本の所得収支を海外地域別に表しています。またその所得収支が右肩上がりが増加していることがわかります。とても意外なことに、欧州からの所得創出とアジアからの創出のベースが似ており、日本にとって現在のみならず、将来最も重要なマーケットとなっています。ユーロ危機時に欧州での日

本の海外収益は大きく落ち込みましたが、現在は再び長期トレンドに合わせて伸びてきています。また注目すべきは、欧州とアジアにおける海外収益が米国における収益に追いついてきていることです。

## SUMMARY

This report has argued that financial risks in some markets might indeed be growing, but that ‘real’ markets and assets in Japan are performing strongly. Companies are gaining from low capital costs and high levels of technological development. Profits and incomes have been growing convincingly. Against political uncertainty, however, Japanese households have largely focused on investing in cash and government bonds. Such flights to safety into the ‘political’ markets of government bonds and bank deposits now face increasing risks from continuously low interest rates and growing costs from gradually increasing inflation. Diversification into markets that deliver ‘real’ returns on private initiative will thus become increasingly important again in the long run.

## まとめ

本レポートでは、一部の市場において金融リスクが実際に高まっているものの、日本の実物市場や実物資産は強含んでいるということを論じてきました。企業は安い資本コストと高い水準にある技術開発から利益を手に入れています。収益と所得はしっかりと伸びてきています。しかし、政治的な不確実性を背景に日本の家計は現金と国債への投資から脱け出せずにいます。このような政治的に守られてきた国債や銀行預金といった安全資産は現在、長期にわたる低金利、そして顕在化し始めたインフレというリスクに晒され始めています。したがって今後は、民間の投資から得られるリターンが期待できる市場への分散投資が、長期的に見て再び重要性を増していくことでしょう。

## IMPORTANT LEGAL INFORMATION

This publication constitutes **marketing material** and is not the result of independent financial/investment research. Therefore it has not been prepared in accordance with the legal requirements regarding the independence of financial/investment research and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of financial/investment research.

The information and opinions expressed in this publication were produced by Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and Julius Baer Wealth Management Ltd., as of the date of writing and are subject to change without notice. This publication is intended for **information purposes only and does not constitute an offer**, a recommendation or an invitation by, or on behalf of, Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, or of its subsidiaries or affiliated companies (Julius Baer) to make any investments. Opinions and comments of the authors reflect their current views, but not necessarily those of other Julius Baer entities or any other third party.

Services and/or products mentioned in this publication may not be suitable for all recipients and may not be available in all countries.

**Clients of Julius Baer are kindly requested to get in touch with the local Julius Baer entity in order to be informed about the services and/or products available in such country.**

This publication has been prepared without taking account of the objectives, financial situation or needs of any particular investor. Before entering into any transaction, investors should consider the suitability of the transaction to individual circumstances and objectives. Any investment or trading or other decision should only be made by the client after a thorough reading of the relevant product term sheet, subscription agreement, information memorandum, prospectus or other offering document relating to the issue of the securities or other financial instruments. **Nothing in this publication constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate for individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation for any specific investor.** Julius Baer recommends that investors independently assess, with a professional advisor, the specific financial risks as well as legal, regulatory, credit, tax and accounting consequences. **The value of investments may fall as well as rise, and returns may be affected by exchange rates. The investor may not get back the amount invested. Past performance is not a reliable indicator of future results. Performance forecasts are not a reliable indicator of future performance.**

Although the information and data herein are obtained from sources believed to be reliable, no representation is made that the information is accurate or complete. Julius Baer does not accept liability for any loss arising from the use of this publication.

This publication and any market data contained therein **shall only be for the personal use of the intended recipient** and shall not be redistributed to any third party, unless Julius Baer or the source of the relevant market data gives their approval. This publication is not directed to any person in any jurisdiction where (by reason of that person's nationality, residence or otherwise) such publications are prohibited.

**External Asset Managers/External Financial Advisors:** in case this marketing publication is provided to an External Asset Manager or an External Financial Advisor, Julius Baer expressly prohibits that it is redistributed by the External Asset Manager or the External Financial Advisor and is made available to their clients and/or third parties. By receiving any marketing publication, the External Asset Managers or the External Financial Advisors confirm that they will make their own independent analysis and investment decisions, if applicable.

**Hong Kong:** this publication is distributed in Hong Kong by and on behalf of, and is attributable to Bank Julius Baer & Co. Ltd., Hong Kong branch, which holds a full banking licence issued by the Hong Kong Monetary Authority under the Banking Ordinance (Chapter 155 of the Laws of Hong Kong SAR). The Bank is also a registered institution under the Securities and Futures Ordinance (SFO) (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong SAR) licensed to carry on Type 1 (dealing in securities), Type 4 (advising on securities) and Type 9 (asset management) regulated activities with Central Entity number AUR302. This publication must not be issued, circulated or distributed in Hong Kong other than to 'professional investors' as defined in the SFO. The contents of this publication have not been reviewed by any regulatory authority. If you have any queries concerning this publication, please contact your Hong Kong relationship manager. Bank Julius Baer & Co. Ltd. is incorporated in Switzerland with limited liability.

The term 'intermediaries' as used in this publication refers to business partners and External Asset Managers with whom Julius Baer partners. It does not refer to, nor should it be construed or implied to mean, an 'intermediary' as set out in the SFO which refers to a licensed corporation or a registered institution.

### Japan:

- This publication contains historical data on economy and markets, forecast, estimation and outlook for the future but does not guarantee or indicate the trend in the future. This publication is written based on the information which Julius Baer believes to be reliable. However, Julius Baer does not guarantee the accuracy and the completeness of it.
- Julius Baer Wealth Management Ltd. provides investment management services in Japan, under which it invests clients' assets into domestic and overseas securities. The principal of the clients' assets are not guaranteed and the investments may cause losses to the

assets invested. The profits and the losses as a result of investment management services are all attributed to the clients. Domestic and overseas stocks, bonds, investment trust funds including REITs, derivative products relating to stocks, bonds and interest rate futures etc. are included in the investment universe under the investment management services. Therefore, the clients' assets are exposed to credit risks, liquidity risks, price fluctuation risks etc. of such securities etc. The clients' assets are also exposed to currency risks in case the relevant securities etc. are denominated in other currencies than the base currency. The 'Cooling-off Period' referred to in Article 37-6 of the Financial Instruments and Exchange Act is not applied to the investment management agreement. Investment management fees and other fees/costs associated with investment management services vary along with various conditions. Accordingly, Fee rates, maximum amounts or calculation methods of the fees cannot be indicated. Please read carefully a 'pre-contract document' for more in details.

- This publication is not a statutory disclosure document based on the Financial Instruments and Exchange Act.

Registered Name: Julius Baer Wealth Management Ltd.

Financial Instruments Business Operator: Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No.875

Member of Japan Investment Advisers Association

**Singapore:** this publication is available from Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, for accredited investors only. As Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, has a Unit exemption under Section 100(2) of the Financial Advisers Act, Cap. 110 of Singapore (the FAA), it is exempted from many of the requirements of the FAA, amongst others, the requirement to disclose any interest in, or any interest in the acquisition or disposal of, any securities or financial instruments that may be referred to in this publication. Further details of these exemptions are available on request. This publication has not been reviewed by and is not endorsed by the Monetary Authority of Singapore (MAS). Any document or material relating to the offer or sale, or invitation for subscription or purchase, of securities or investment funds (i.e. collective investment schemes) may not be circulated or distributed, nor may such securities or investment funds be offered or sold, or be made the subject of an invitation for subscription or purchase, whether directly or indirectly, to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor under Section 274 or 304 respectively of the Securities and Futures Act, Cap. 289 of Singapore (the SFA), (ii) to a relevant person (which includes an accredited investor), or any person pursuant to Section 275(1A) or 305(2) respectively, and in accordance with the conditions specified in Section 275 or 305 respectively of the SFA, or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA. In particular, for investment funds that are not authorised or recognised by the MAS, units in such funds are not allowed to be offered to the retail public; any written material issued to persons as aforementioned in connection with an offer is not a prospectus as defined in the SFA and, accordingly, statutory liability under the SFA in relation to the content of prospectuses does not apply, and investors should consider carefully whether the investment is suitable for them. Please contact a representative of Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, with respect to any inquiries concerning this publication. Bank Julius Baer & Co. Ltd. is incorporated in Switzerland with limited liability. The term 'independent' as used in this publication does not mean that Bank Julius Baer & Co. Ltd. (the Bank), or any asset manager or family office in Singapore which the Bank may associate with or have a connection to, is independent within the meaning of the FAA, Cap. 110.

**Switzerland:** this publication is distributed by Bank Julius Baer & Co. Ltd., Zurich, authorised and regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA.

**United States:** NEITHER THIS PUBLICATION NOR ANY COPY THEREOF MAY BE SENT, TAKEN INTO OR DISTRIBUTED IN THE UNITED STATES OR TO ANY US PERSON.

This publication may contain information obtained from third parties, including ratings from rating agencies such as Standard & Poor's, Moody's, Fitch and other similar rating agencies, and research from research providers such as MSCI ESG Research LLC or its affiliates. Issuers mentioned or included in any MSCI ESG Research LLC materials may be a client of or affiliated with a client of MSCI Inc. ("MSCI") or another MSCI subsidiary. Reproduction and distribution of third-party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings or research, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third-party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third-party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content, including ratings or research. Credit and/or research ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the market value of securities or the suitability of securities for investment purposes and should not be relied on as investment advice.

© Julius Baer Group, 2017













JULIUS BAER GROUP

Head Office  
Bahnhofstrasse 36  
P.O. Box  
8010 Zurich  
Switzerland  
Telephone +41 (0) 58 888 1111  
Fax +41 (0) 58 888 1122  
[www.juliusbaer.com](http://www.juliusbaer.com)

JULIUS BÄR  
WEALTH MANAGEMENT AG  
Head Office  
Stockerstrasse 54  
8002 Zurich  
Switzerland  
Telephone +41 (0) 58 888 48 00  
Fax +41 (0) 58 888 48 01

JULIUS BAER  
WEALTH MANAGEMENT LTD.  
Tokyo Branch  
Shiroyama Trust Tower 26 Floor  
Toranomon 4-3-1 Minato-ku  
Tokyo 105-6026  
Japan  
Telephone +81 (0) 3 5473 1600  
Fax +81 (0) 3 5473 1601  
[www.juliusbaer.com/jp](http://www.juliusbaer.com/jp)

The Julius Baer Group  
is present in more than  
50 locations worldwide,  
including Zurich (Head Office),  
Dubai, Frankfurt, Geneva,  
Hong Kong, London, Luxembourg,  
Monaco, Montevideo,  
Moscow, Mumbai, Shanghai,  
Singapore and Tokyo.

11.2017 Publ. No. PU00329EN/JP  
© JULIUS BAER GROUP, 2017