

Julius Bär

# WEALTH REPORT JAPAN 2019



TABLE OF CONTENTS  
目次

1.	Executive summary エグゼクティブサマリー	2
2.	The macro backdrop マクロ的背景	4
3.	Productivity growth for wealth creation 生産性の拡大による富の創造	8
4.	The two pathways to wealth creation 富の創造までの2つの経路	10
5.	New pathways to productivity growth 生産性の拡大までの新しい経路	12
6.	Increasing investments in smart assets 拡大する「スマートアセット」への投資	14
7.	Japan’s smart services outperform 好調な日本のスマートサービス	18
8.	Productivity impact and outlook for the macro economy 生産性のインパクトとマクロ経済の見通し	20
9.	Digitalisation for productivity and growth 生産性と成長のデジタル化	22
10.	Digital initiatives can be easy 「簡単」に始められるデジタル化	26
11.	Workstyle Reforms spread productivity gains 「働き方改革」で広がる生産性向上	28
12.	Olympic boom and bust? オリンピック景気ははじけるのか？	30
13.	The future of digital services – 5G 未来のデジタルサービス – 5G	32
14.	Opportunities for fintech and financial innovation フィンテックと金融イノベーションの機会	36
15.	Outlook for wealth creation 富の創造の見通し	40
16.	Important legal information 重要なお知らせ	42

Julius Bär

Front cover:  
Sunrise at Lake Yamanaka

## EXECUTIVE SUMMARY

The world economy is in the late phase of a long global expansion and Japan's economy is gradually slowing, too. In such an environment, markets become sensitive to potential disruptions but find stability in sustainable trends. The trade tensions between the US and China are increasingly affecting Emerging Asia, which further dampens the outlook for global growth. Asia's more mature growth centres, on the other hand, are driven by stable domestic service growth, making them less vulnerable to swings in global demand and investments.

Japan remains in an enviable position of relative strength. Macro policies are expected to remain supportive longer than in the US or even Europe. In the midst of the trade confrontation between the US and China, Japan is actively developing new regional partnerships in Asia and with Europe. At the same time, slow productivity growth has been improving, which will support incomes well beyond the current business cycle. Digitalisation, which today goes well beyond digitisation of offices and production lines for efficiency gains, creates new opportunities for services and new business models. Along with these changes, workstyle reforms are supporting new flexible digital workstyles, which add to corporate efficiency and support employees with increasing mobility and potentially better work-life balances.

Adding to the dynamics in Japan is the final spurt towards the 2020 Olympics, which is currently rejuvenating the country's growth centre in Tokyo. Advanced 5G digital networks, self-driving vehicles and artificial intelligence (AI) services drive innovation and revive entrepreneurial spirits not only among the young. Even conservative financial services firms are looking to build on fintech opportunities by supporting J-Coin projects and the development of business services in Asia's future markets. As a result, Japan's economy has indeed become stronger and offers opportunities beyond its traditional role as a safe haven during difficult times.

## エグゼクティブサマリー

世界経済は、長く続いた景気拡大が終盤に入り、日本経済も徐々に減速しています。このような環境の下、金融市場は景気減速の可能性に敏感になっているものの、継続的なトレンドの中で安定しています。米中貿易摩擦の影響がアジアの新興諸国の間でも拡大しており、これが世界経済成長の見通しが今後さらに悪化する要因となりえます。一方で、アジアの成長の中心となっている成熟市場は、安定している国内サービスセクターの伸びを背景に、世界的な需要と投資の変化の波の影響をそれほど受けづらいでしょう。

日本の経済は相対的に底堅く、引き続き優位な状況にあります。日本のマクロ政策は、米国はもとより、欧州のマクロ政策に比べると、より長期間にわたって景気の下支え役を果たしてくれそうです。米国と中国との間で貿易の対立が続く中、日本はアジア内での新規のパートナーシップや欧州とのパートナーシップの積極的な構築に乗り出しています。それと同時に、これまでの低かった生産性が改善しつつあり、足元の景気動向とは関係なく、所得の十分な下支えになっていくと思われます。デジタル化は、今ではオフィスや生産ラインのデジタル化をはるかに超えて進展しており、新しいサービスやビジネスモデルが生まれる新たな機会を創出しています。このような変化に並行して、「働き方改革」が新しい柔軟なデジタル化されたワークスタイルをバックアップしており、企業の効率を上げ、従業員のモビリティを高め、ワークライフバランスを向上する後盾となっています。

日本では、このような動きに加えて、2020年東京オリンピックに向けてラストスパートがかかっており、東京都中心部の再開発が進められているところです。最新の「5G」のデジタルネットワーク、自動運転車、人工知能（AI）サービスがイノベーションを推進しており、若者以外の間でも起業家精神の高まりが見られます。保守的な金融サービス業の企業でさえ、「J-Coin」構想や、アジアの先物市場における事業サービス発展のサポートなど、「フィンテック」が提供する機会の活用を期待をかけています。結果的に日本経済は実際に強含んできており、従来からの役割である困難な時期のセーフヘイブン（安全な避難先）という立場を超えて投資機会を提供しています。



# THE MACRO BACKDROP MONETARY NORMALISATION AND TRADE CONFRONTATION

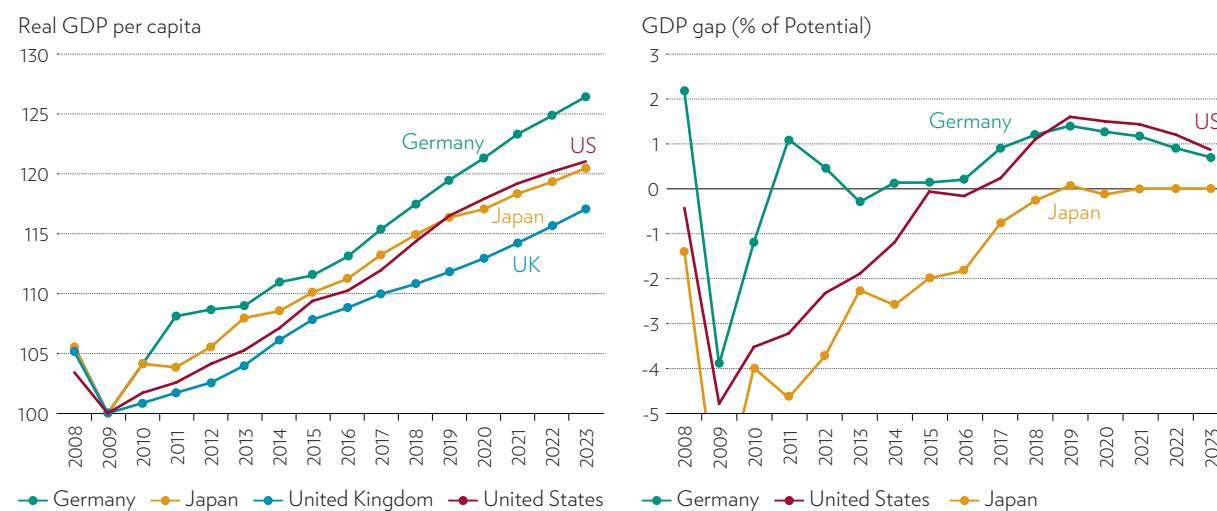
Most mature economies are in the late phase of a long expansion after the 2008 financial crisis. The IMF has already reduced its growth forecast for the world economy twice by -0.2% to +3.5%. In an environment of slowing growth and gradual tightening of monetary policies, Japan's growth rate may be expected to fall back to its potential rate of +0.8% as well. Relative to other mature economies, however, Japan stands out in a positive way because downside risks are more limited. As our chart points out for the GDP gap (the difference between actual growth of the economy and its long-term potential), growth in the US and Germany has been overshooting its potential since 2017, which makes a slowdown much more likely. In contrast to the US and Germany, Japan has just begun to narrow its negative gap and should continue to grow solidly well beyond the 2020 Olympics.

Our chart also points out that Japan's real GDP per capita growth has been largely in line with the performance of the US economy. Germany and

the UK, on the other hand, have been significantly affected by external factors. Germany has gained strongly from regional restructuring within the EU and from the automobile boom in China. The UK, on the other hand, was affected by the restructuring of the financial industry, which hurt its growth centre in London. Uncertainties from cutting its ties with the EU during the Brexit transformation may further limit its potentials for the foreseeable future.

For Japan, external developments weigh heavily on its growth outlook in 2019. The retreat of globalisation and disruptive international trade confrontations are of particular concern to corporate and political leaders. Public sentiment around the world seems to have turned dramatically against globalisation, which over the last two decades has been a major driving force of growth. Encouragingly in Japan, where supporters and sceptics of international trade have always kept a careful balance, the pendulum has swung towards strengthening new partnerships and developing a

CHART 1: SOLID GDP GROWTH IN AN OVER-STIMULATED ENVIRONMENT



Source: IMF (2018), WEO Data and Forecast

# マクロ的背景 －金融の正常化と貿易摩擦

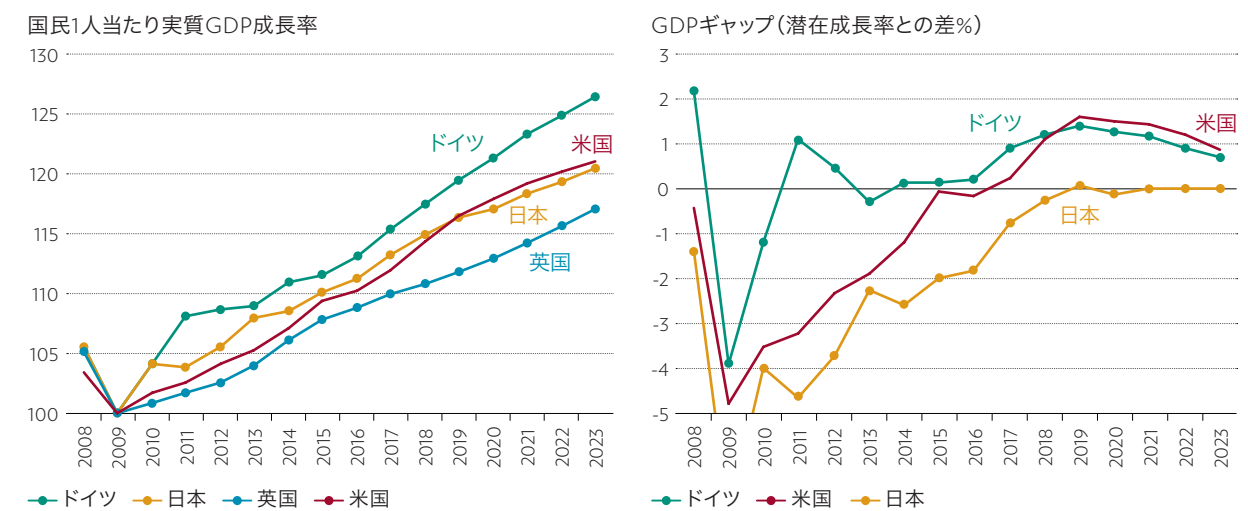
世界の成熟した経済の大半は、2008年の金融危機以降、長く続いてきた景気拡大期の終盤にいます。IMFはすでに、世界経済の成長予想を2度、-0.2%ずつ下方修正して+3.5%としています。成長が減速し、金融政策の引き締めが徐々に進む環境にある日本の成長率も、本来の潜在成長率の+0.8%に戻る見込みです。しかし、他の成熟経済圏と比べて日本は良い意味で際立っています。その理由は、下振れリスクが他よりも限定的だからです。当社が用意した「GDPギャップ」（経済の実質成長率と長期潜在成長率との差）のチャートを見ても分かります。米国とドイツの成長は2017年以降潜在成長率を上回っており、そのせいで減速の可能性が随分高くなっています。米国とドイツとは対照的に、マイナスで推移してきた日本のGDPギャップはようやくなくなってきたところで、2020年の東京オリンピック以降も長く、堅調な成長が続いていくものと考えられます。

当社のチャートを見ると、日本の国民1人当たり実質GDP成長が、これまで米国経済の動向と概ね一致してきたことも分かります。一方で、ドイツと英国は外部要因の影響を強く受

けています。ドイツは、EUの地域内での再編と、中国の自動車ブームのメリットを強く受けてきました。一方、英国は金融業界の再編の影響を受け、ロンドンの成長の中心がその打撃を被っています。EU離脱（ブレグジット）の体制変更が進行している間、EUとの関係を断ち切ることから生じる不確実性が、近い将来の英国の力をさらに制限する可能性があります。

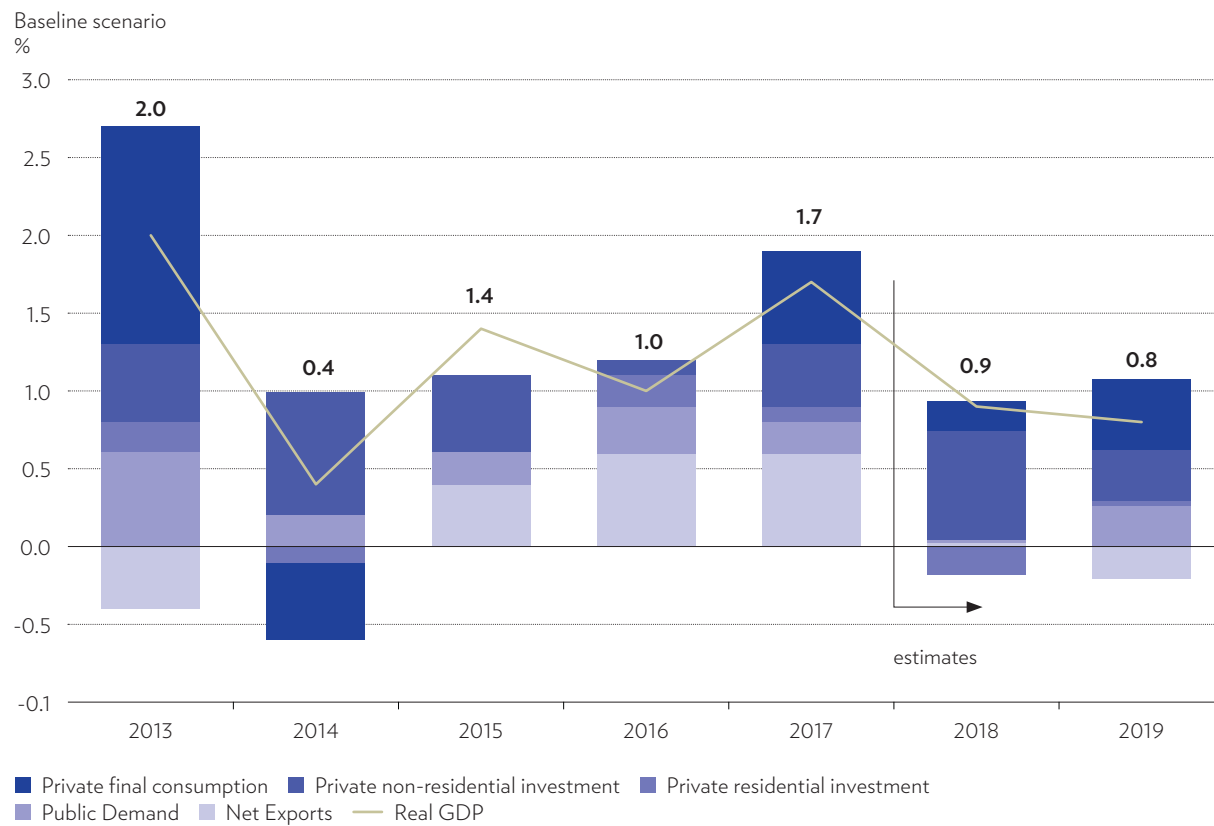
日本の場合、国外の要因が2019年の成長見通しに重くのしかかってきます。グローバル化の後退と、これまでの流れをがらりと変える国際貿易摩擦は、企業や政治家の大きな懸念事項です。世界各地では世論が劇的に変わってきている様子で、これまで20年ほどにわたり経済成長の主要な推進力となってきたグローバル化に反対する動きも見られます。国際貿易の支持者と懐疑論者との間でいつもバランスが慎重にとられてきた日本では、新しいパートナーシップの強化と、成長するアジア市場の中で自由貿易国としての役割をより積極的に果たしていく立場を築いていく方向へ、世論は傾いています。このような取り組みで主導的な立場をとり、

図表 1: 企業業績のインパクトの比較



出所: IMF WEOデータベース(2018年)のデータ

CHART 2: JAPAN – CONTRIBUTION TO REAL GDP GROWTH



Source: Japan Cabinet Office and Bloomberg Forecast

more proactive role as a free-trader in the Asian growth markets. These initiatives are turning Japan into one of the most successful negotiators of free trade agreements (FTAs) and economic partnerships agreements (EPAs) with other Asian countries and Europe.

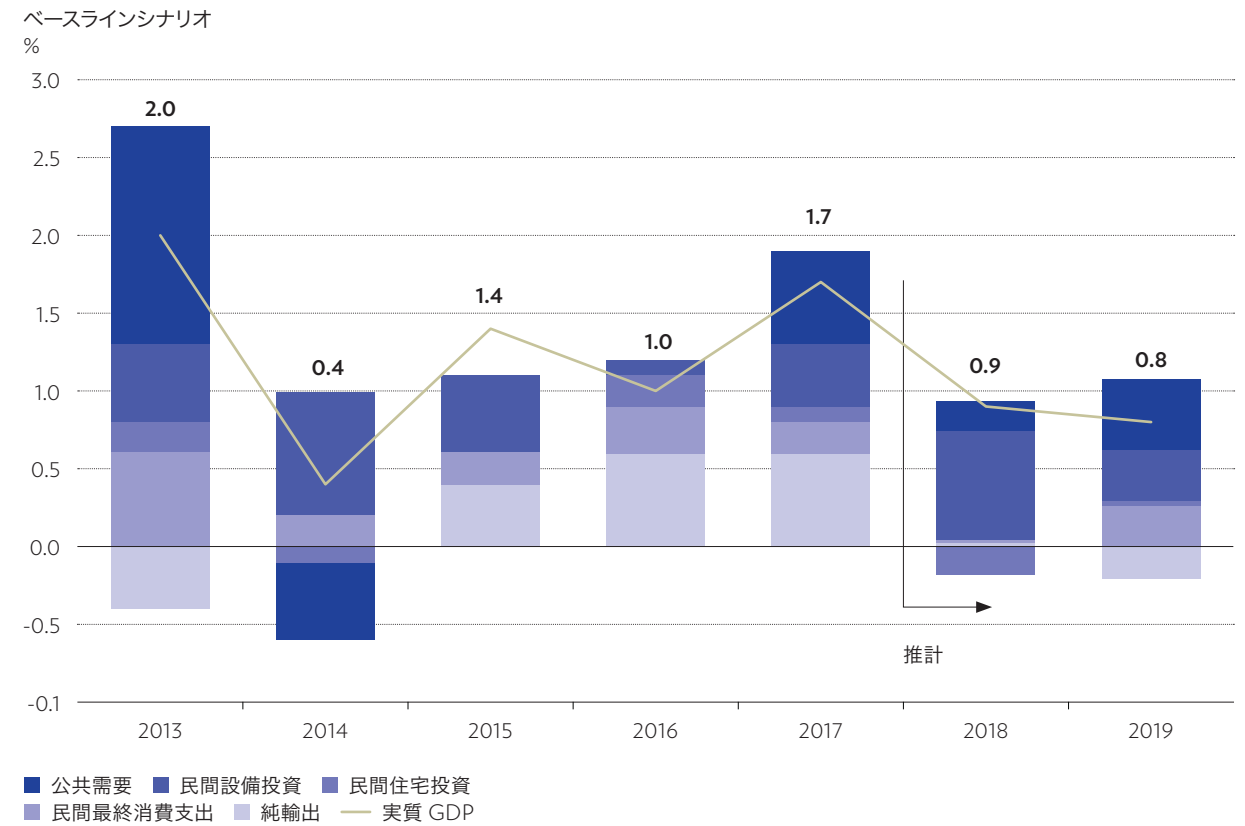
As the data in Chart 2 shows, the growth spurt of 2017, which was driven by strong exports, corporate investment and a jump in private consumption, did not last in the current, more adverse conditions. While corporate investment remains strong, the export environment will almost certainly become more challenging and households are expected to become more careful again. On the positive side, companies have been increasing their investment in Japan relative to their overseas engagements because they trust that domestic conditions will remain more supportive.

Even in an increasingly adverse economic environment, GDP growth should remain supported by solid

domestic demand at approximately the potential growth rate of 0.8%. For 2019, the consumption tax hike has often been cited as an obstacle to domestic growth. But the actual negative impact may be more limited than in previous instances because many food items will be exempted, thus limiting the impact on consumers. In addition, the government will provide incentives for purchasing major items such as cars and support for housing investment. At the same time, we expect positive growth effects and lower prices from the Japan-EU EPA and the CPTPP (Transpacific Partnership Agreement) this year.

Beyond these macro challenges, the outlook for wealth creation remains positive. Monetary incentives and reliance on external demand are giving way to significant improvements in sustainable productivity growth, which will further open the doors for innovation in infrastructure, services and finance.

図表 2: 日本 - 実質GDP成長率の寄与度



出所: 内閣府とブルームバーグの予測

日本はアジア諸国や欧州との間での自由貿易協定 (FTA) や経済連携協定 (EPAs) の交渉で、最も成功している国のひとつとなっています。

図2のデータをご覧いただいても分かるとおり、2017年の急成長は、堅調な輸出、企業の設備投資、個人消費の急増が推進力となりましたが、当時よりも悪い足元の経済環境下では同様の成長は持続しなかったと考えられます。設備投資は堅調な状況が続きますが、輸出環境が厳しくなっていくことはほぼ確実で、家計も再び慎重になっていくことが予想されます。プラスの面としては、企業が、海外の案件に比べて日本国内の投資を増やしています。これは、この先も国内の条件の方が企業にとって有利な状況が続くという信頼感があるからです。

経済的環境が悪化傾向にある中でも、内需の強さに支えられてGDP成長率は底堅く推移するものと思われ、潜在成長

率は0.8%前後とされています。2019年については、消費増税が国内の経済成長の障害として引き合いに出されることが多くなっています。しかし、前回の増税と比べると、実質的なマイナスの影響は限られるのではないかと思います。それは、食料品の多くが対象外とされ、消費者に対する影響が限定的だからです。さらに、車などの高額商品の購入や住宅購入の支援などには、政府が補助金を出す予定です。これと同時に、今年、日欧EPAとCPTPP (環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定) が発効することで、プラスの成長効果と値下がりを見込んでいます。

以上のマクロ的に厳しい状況を踏まえても、富の創造にとっては明るい見通しが続きます。経済的な優遇措置と外需への依存を背景に、持続可能な生産性の向上に一層の拍車がかかり、インフラやサービス、金融でイノベーションが起こるきっかけになっていくと考えられます。

## PRODUCTIVITY GROWTH FOR WEALTH CREATION

In a rapidly ageing economy, growth slows naturally and policies to maintain its potential become more challenging. With fewer young people around, animal spirits that stir curiosity about the latest trends and technologies and push for healthy competition, and risk investment into revolutionary ideas tends to decline. At the same time, efficiency gains, broad-based cooperation and excellent services increasingly support the economy. Doing more with less and incremental improvements of ever more complex products and services become the engines of growth.

These changes have been visible in Japan's economy for two decades already. Japan has excelled in cost-cutting, so consumers can enjoy ever better products and services at lower costs (good deflation). To the amazement of the growing numbers of foreign tourists, Japan's safe, sustainable environment with incredibly high levels of services seems unrivaled abroad. Internationally, companies have become very cost-competitive, which has boosted their cash flows, exports and overseas investment. A frustrating side effect of continuous cost-cutting is, however, that increasing efficiency

at all levels can give rise to deflationary trends in the economy. In such an environment, not only do prices keep falling, but wages are stagnating as well, depressing demand. Ultimately, dynamism fades when ageing consumers remain reluctant to increase consumption, and employees become exhausted from having to constantly reduce costs during long hours on stagnating wages.

“Abenomics” has therefore been trying to revive dynamism by kick-starting the economy to create new demand, new ideas, more employment and a virtuous cycle of growth. Ultimately, however, kick-starting the economy through macro policies and hoping for a revival of the animal spirits of a younger economy does not seem to be sufficient. Economists have therefore always been calling for more structural reforms that would increase productivity growth by adding ‘new value’ through innovative products and services. Implementing such deregulatory policies has however also proven to be difficult. It is therefore worthwhile to have a closer look at why this might have been the case – before proceeding to the potentials of productivity growth in Japan over the coming years.

Doing more with less and incremental improvements of ever more complex products and services become the engines of growth.

## 生産性の拡大による富の創造

急速に高齢化が進む経済では成長の減速は自然なことであり、その潜在力を維持するための政策が次第に厳しくなってきます。周囲の若者が減っていく中、最新のトレンドや技術に対する好奇心、健全な競争へのひと押し、革命的なアイデアに対するリスク投資を刺激する、いわゆる「アニマルスピリット」（動物的な衝動）が弱くなる傾向にあります。これと並行して、効率的な収益、幅広い協力、行き届いたサービスが、経済をますます支えるようになります。「少ない労力で大きな成果をあげる」こと、そしてこれまでになく複雑になっている商品とサービスを漸進的に改善していくことが、成長の原動力になってきています。

以上のような変化が、過去20年間の日本経済では目立ちました。日本はコスト削減において優秀であり、消費者は質が高まり続ける商品やサービスを低コストで享受することが可能です（「良いデフレ」）。外国人観光客の数の伸びには目を見張るばかりですが、非常にレベルの高いサービスも売りとっている日本の安全で持続可能な環境に勝るものは、海外では見当たりません。国際的に見ても、企業のコスト競争力はとても高くなっており、このことがキャッシュフロー、輸出、対外投資の押し上げ要因となってきました。ただし、絶え間ないコスト削減の歯がゆい副作用もあります。それ

は、あらゆるレベルで効率化が進むと、経済にデフレ傾向が生じる可能性があるということです。そのような環境下では、物価が下がり続けるだけでなく賃金も上げ渋り、需要が落ち込んでしまいます。最終的に、高齢化する消費者が消費を増やすことを渋ったままでいると活気がなくなり、会社員もなかなか上がらない賃金で長時間働き、常にコスト削減への取り組みを強いられることに疲れ果ててしまうでしょう。

こういった状況に対して「アベノミクス」は、活力を取り戻すために景気に弾みをつけることで新たな需要を喚起し、新たなアイデアが生まれ、雇用がさらに創出され、成長の好循環ができるよう試みてきました。ところが結局、マクロ政策を通じて景気に弾みをつけて、若手の経済の「アニマルスピリット」の回復を待ち望むだけでは、どうやら不十分なようです。そこで、エコノミストは常に構造改革をもっと進めるように求め、革新的な商品とサービスを通じて「新しい価値」が付加されることで、生産性の伸びが改善することを期待してきました。ただ、そのような規制緩和政策の実現は困難であることも分かっています。そこで、来年以降の日本の生産性が伸びる潜在的力について見ていく前に、このような状況がこれまで続いてきたのはなぜなのか、少し詳しく見ておきたいと思います。

「少ない労力で大きな成果をあげる」こと、そしてこれまでになく複雑になっている商品とサービスを漸進的に改善していくことが、成長の原動力になってきています。

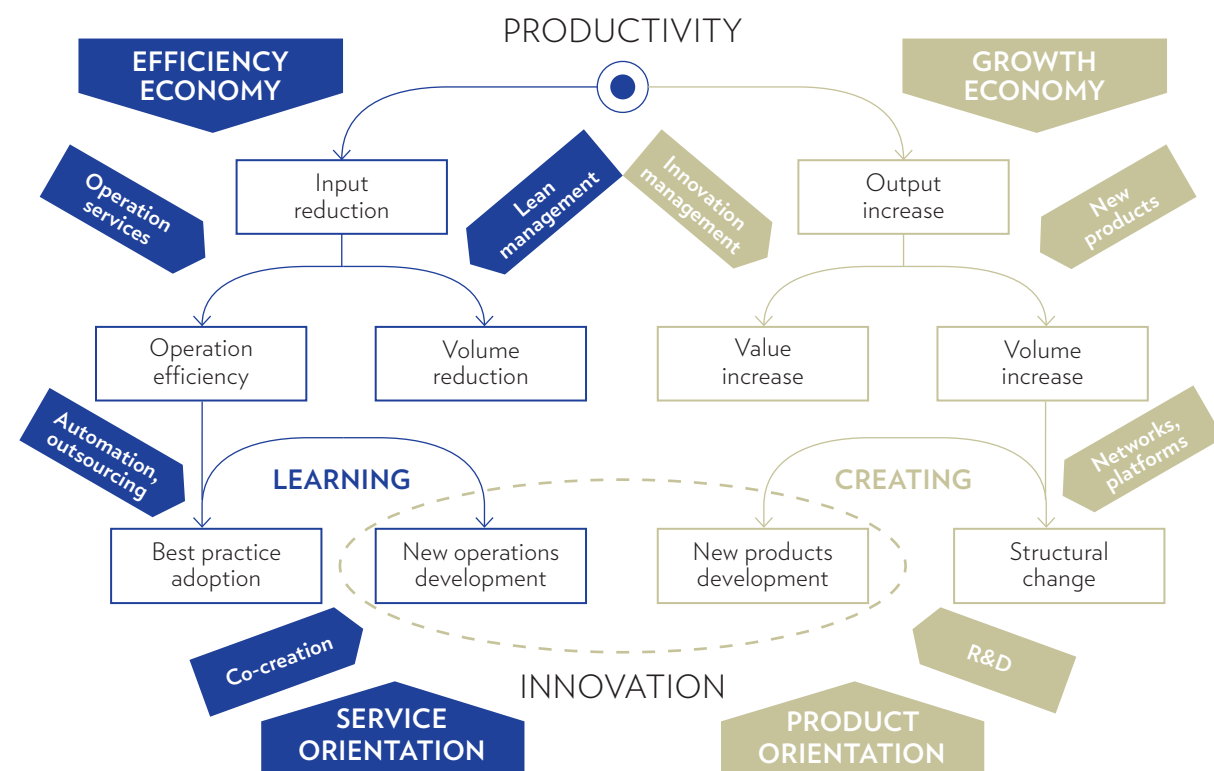


## THE TWO PATHWAYS TO WEALTH CREATION

An economy can increase productivity by either becoming more efficient, or by being innovative, which requires the creation of new products and services beyond existing resources. The graph demonstrates these two sides of productivity growth. On the right side, a younger growth economy is mostly concerned with growing outputs and developing new products. To develop new products, the growth economy gets support of growing markets, expanding networks and increasing R&D. Such an economy is not only potentially innovative - it also reacts positively to structural changes that increase opportunities (such as deregulation).

On the left side, a mature efficiency economy grows in real terms by cutting inputs and increasing operational efficiency. While becoming more efficient, it also becomes more complex through automation, outsourcing and ever closer cooperation of its parts. New value mostly comes from better operations, the adoption of best practices and complex co-creation between long-term partners. In such an economy, structural changes have become more difficult because complex relations, business and life cycle plans need to adjust. Structural reforms become unlikely to succeed because they become seen as too disruptive.

CHART 3: TWO PATHWAYS TO PRODUCTIVITY GROWTH AND INNOVATION



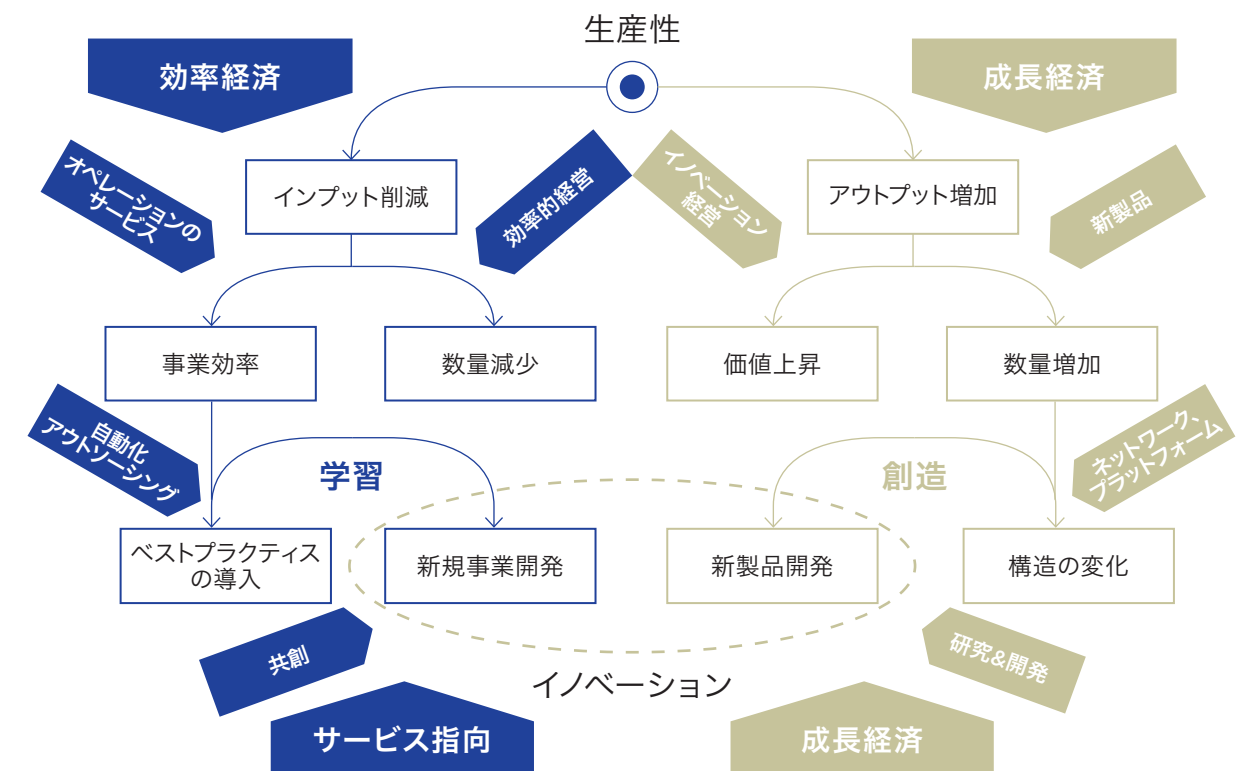
Source: Fujitsu Research Institute (2018)

## 富の創造までの2つの経路

経済が生産性を上げる方法は、より効率的になる（少ない労力で大きな成果をあげる）か、イノベーションを行うかのどちらかです。イノベーションには、既存のものを超える新しい商品やサービスの創出が必要となります。グラフは、生産性の拡大に関するこれらの二面性を示しています。右側はまだ若い「成長経済」で、アウトプット（生産量）を増やすことや、新製品の開発などが主な関心事です。新製品を開発するために、成長経済は成長の進んでいる金融市場の力を借りて、ネットワークを拡大し、研究開発を促進していきます。そのような経済は潜在的に革新的であるだけでなく、成長機会の拡大につながる構造的な変化（規制緩和など）に対して肯定的に反応します。

左側は成熟した「効率経済」で、インプットを削減し、経営効率を上げることで実質的な成長を遂げていきます。効率性が高まる一方で、自動化やアウトソーシング、構成要素同士の連携がより緊密になることにより、複雑性も増します。新しい価値は主に業務の改善、ベストプラクティス（成功事例）の導入、長期パートナーとの複雑な協働から生まれます。そのような経済では、複雑な関係や事業計画、ライフサイクル計画の調整が必要となるため、構造を変えることが少し難しくなります。構造改革も、あまりにも混乱が大きいため、なかなか実現しません。

図表 3: 生産性の拡大とイノベーションまでの2つの経路



出所: 富士通総研(2018年)



## NEW PATHWAYS TO PRODUCTIVITY GROWTH

In mature economies it should be ideal to align efficiency strategies with growth strategies that create innovation for new operations (services) and new products at the same time. In Japan, global companies have been gaining from the two sides of productivity growth for years. Excellent operations, lean management and automation helped their efficiency at home, while overseas growth markets supported their growing platforms, R&D and innovation management. Many domestic companies, however, remained confined to the limited opportunities of an efficiency economy.

Fortunately for Japan, this dual economy seems to have become more closely aligned over the last years. Manufacturers have started investing into their productive capacities overseas as well as at home. Instead of focusing on lean management and investing in automation, they have been boosting

their skills and development capacities by growing their intangible assets, such as R&D and digital capabilities. The government, at the same time, seems to have shifted from difficult-to-implement structural reforms to focusing on effective micro reforms, such as workstyle reforms and digital pilot projects - from 5G to self-driving cars and cryptocurrencies - to foster a growing number of opportunities. Most importantly, however, a global wave of digitalisation offers opportunities to companies at all levels to reconnect and reinvent processes, products and partnerships. Since more and more traditional companies are adopting these digital operations, this digital transformation becomes a major driving force in an efficiency economy that is looking for growth and opportunities. Increasingly, the positive effects become visible in productivity data, as we will show in the following chapters.

## 生産性の拡大までの新しい経路

成熟経済では、イノベーションにより新業務（サービス）と新商品を生み出す成長戦略と効率化戦略を同時に進めるのが理想と考えられます。日本では、グローバルに展開する企業がこの生産性拡大の2つの戦略で長年にわたり良い結果を残してきました。オペレーションの優位性、スリムな経営体制、自動化が足下の効率性を支えた一方、経営基盤の拡大、研究開発、イノベーションマネジメントを支えたのが海外の成長市場です。しかし、国内企業の多くは依然として、効率化による限られた効果の追求に留まっています。

幸い、日本の場合、ここ数年間でこの「二重経済」の歯車がますます合ってきているように見えます。製造業者は、国内だけでなく海外でも生産能力への投資を開始しています。「経営のスリム化」や自動化への投資だけを考えるのではなく、研究開発やデジタル関連機能などの「無形資産」の拡

大を通じて自分たちのスキルや開発力を高めることにも取り組んできました。同時に、政府は遅々として進まなかった構造改革から方向転換し、「働き方改革」やIT実証事業（5Gや自動運転車、暗号通貨など）といった実効性のある「ミクロ改革」に焦点を絞り、機会を増やすことに取り組んでいるようです。しかし、最も重要な点として、デジタル化の世界的な流れは、あらゆるレベルの企業にとってプロセスや製品、協力関係を見直し、再投資するチャンスになります。老舗企業の間でもこれらのデジタルオペレーションを導入するところがどんどん増えており、この「デジタルトランスフォーメーション」は、成長と機会を求める効率経済の中で大きな原動力になります。その好ましい効果が、だんだん生産性のデータの中でも見えるようになってきており、次にそれを具体的に見ていきます。



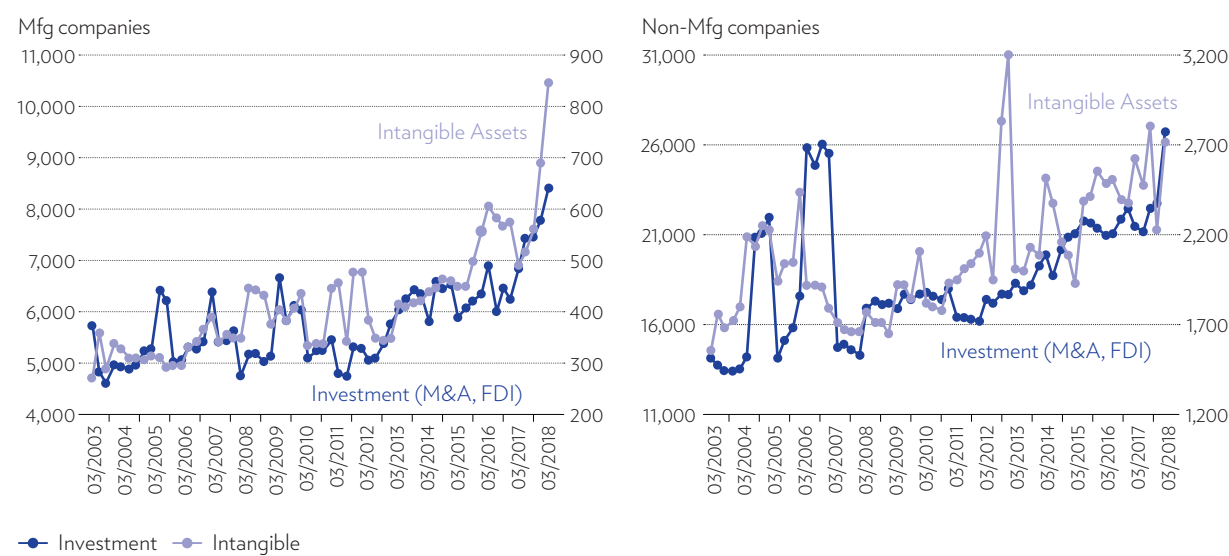


## INCREASING INVESTMENTS IN SMART ASSETS

The following chart shows that not just Japan's global leaders but also mid-size companies (with capital between 100 million to 1 billion yen) have shifted away from cost-cutting to investing in smart assets. Fixed asset investment excluding tangible assets (such as buildings and machines), which mostly consists of M&A and foreign investment, has started growing from 2013 and jumped after 2017. Notably, intangible assets, such as R&D and intellectual property rights, which saw little growth even during

the global expansion until 2007, have jumped during 2015-2018. Investment in intangible assets in the manufacturing sector, which prepares for the Internet of things, cloud computing and an AI revolution, has almost doubled during this period. In the much larger service sector, which faces even more comprehensive digitalisation in retail, logistic, and information services, growth of intangible assets largely goes hand in hand with other investments, but has already been expanding strongly since 2011.

CHART 4: CORPORATE INTANGIBLE ASSETS INVESTMENT



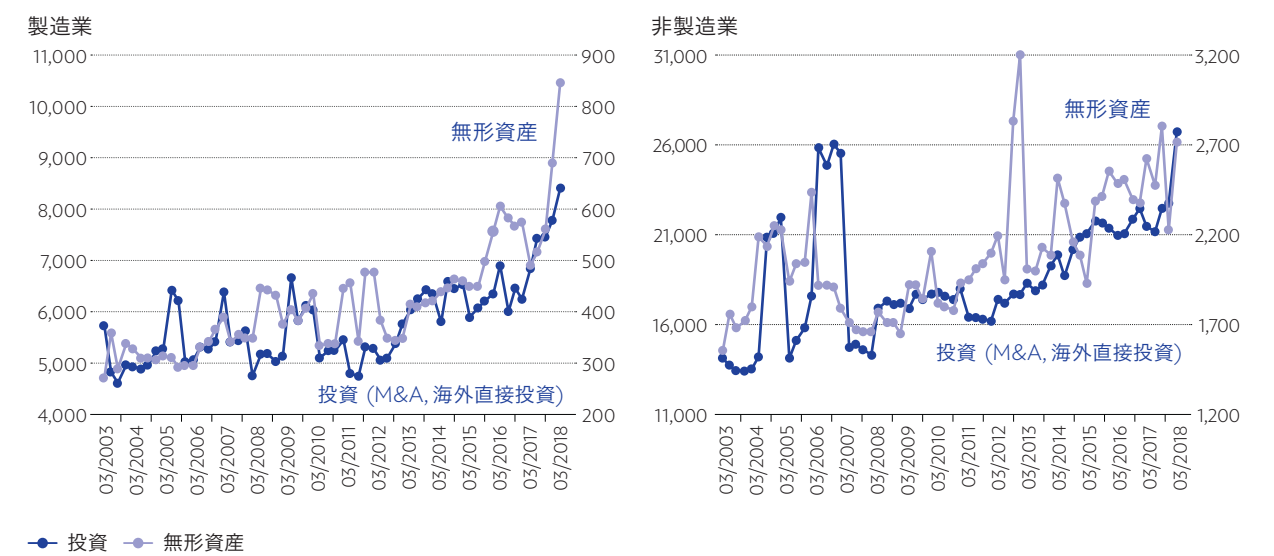
Source: MOF (2018) – Financial Statistics of Corporations; CEIC

## 拡大する「スマートアセット」 への投資

以下のグラフは、日本の国際的な大手企業だけでなく、中規模の会社（資本金1億～10億円）の企業も、コスト削減から「スマートアセット」投資に移行してきている状況を表しています。有形資産（建物や機械など）を除く固定資産への投資は、M&Aや外国投資を中心に2013年から伸びはじめ、2017年以降に急増しています。特に、研究開発や知的財産権などの無形資産は、2007年までの世界的な景気回復期にはほとんど伸びなかったものの、2015年から2018年ま

での期間には飛躍的に伸びています。製造業における無形資産への投資は、「モノのインターネット」「クラウドコンピューティング」「人工知能」革命に向けた準備となりますが、この期間でほぼ倍増しています。サービスセクターでは、小売り、ロジスティクス、情報サービスでより包括的なデジタル化が進んでおり、無形資産への投資の伸びは概ね他の投資と横並びであるものの、すでに2011年から強い拡大が見られます。

図表 4: 企業の無形資産投資

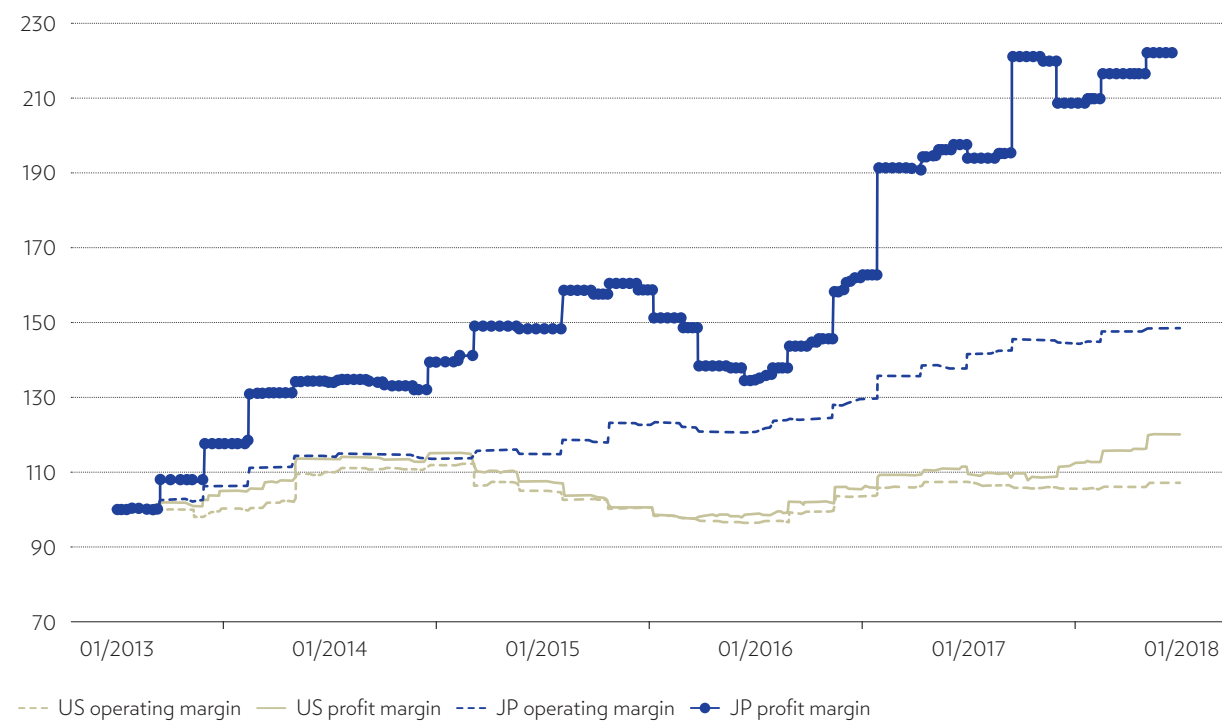


出所: 財務省(2018年)「法人企業統計」

The renewed focus on investment in productivity and smart assets is already yielding significant positive results. Companies in the Nikkei 225 not only doubled their profit margins; they also increased their operating margins, which is a better indicator of productivity since financial conditions play a less important role. This contrasts sharply with the companies in the S&P 500 as shown in the chart below. While US companies could increase their profit margins in the favorable financial

environment with low capital costs by about 20 percentage points, their operational productivity remained almost unchanged. It should be pointed out, however, that much of the positive performance of Japanese companies so far is simply a catch up with US companies, which have tended to be more profitable for a long time. Even after the recent productivity spurt in Japan, overall profit margins have reached just 6%, which still have room to improve towards the US level of 10%.

CHART 5: US AND JAPANESE PROFIT AND OPERATIONAL MARGINS

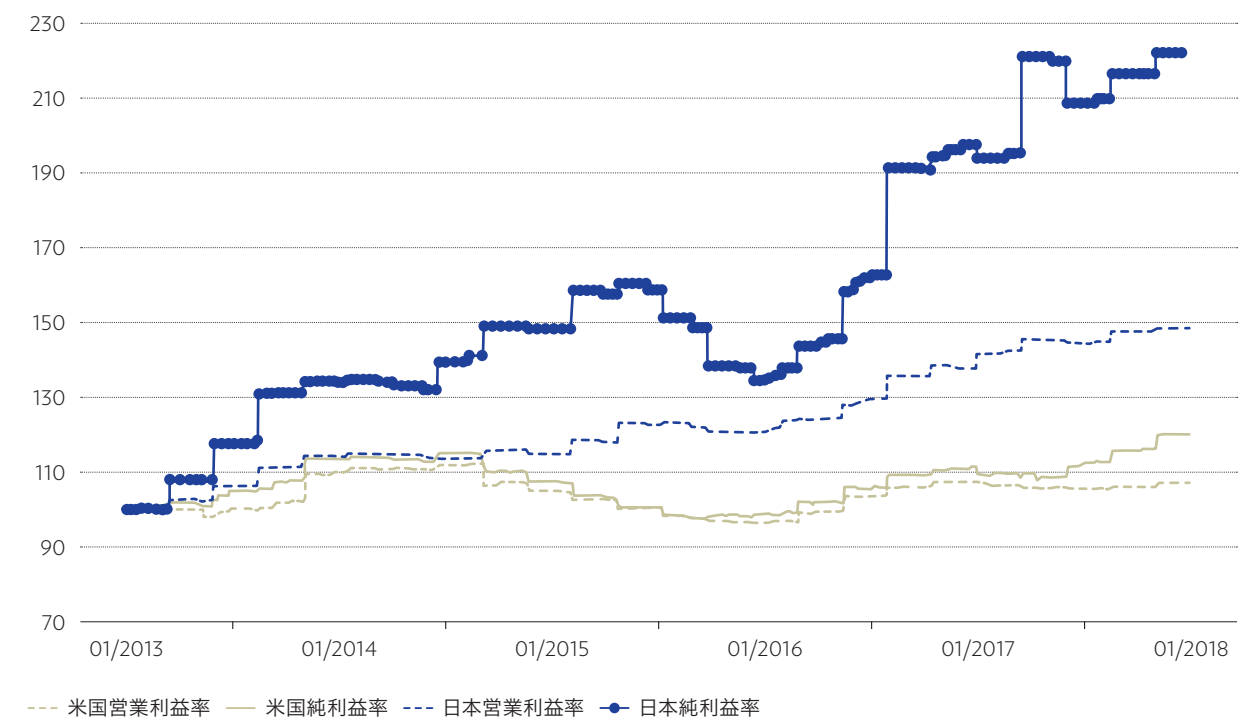


Source: Bloomberg (2018)

新たな焦点となっている生産性や「スマートアセット」への投資は、すでに大きなプラスの結果を出しています。日経平均株価に採用されている企業は、純利益率を2倍に伸ばしたうえ、営業利益率も順調に伸ばしています。これは、企業の財務状況がそれほど大きく影響しない生産性が改善していることを示しています。下のグラフを見ると、S&P500の企業との違いがはっきりします。米国企業は有利な金融環境において安い資本コストを活用して、純利益率を約20パーセントポ

イント上げることに成功しましたが、事業の生産性はほとんど変わっていません。ただ、ここで指摘しておかなければならないことは、日本企業のここまでの好調は概ね、長い期間にわたりもっと好調に利益をあげてきた米国企業に、ようやく追いついた話ということです。最近の日本での生産性の急速な改善を踏まえても、全体的な純利益率はようやく6%に到達したところで、米国の10%という水準と比べると改善の余地がまだあります。

図表 5: 米国と日本の純利益と営業利益



出所: ブルームバーグ (2018年)



# JAPAN’S SMART SERVICES OUTPERFORM

Which sectors are doing particularly well and growing their assets most rapidly? The following table gives a more detailed overview of the top-performing sectors. To see who is doing the best, we took the top 100 TOPIX companies, selected by increasing investment into fixed assets. The table shows the profit margins, returns on equity and returns on assets for the top-investing sectors with at least five companies in the Top 100. The results are quite surprising: in contrast to their slow-moving, low-margin reputation, service companies do not only dominate the ranking with 70 companies in the Top 100, they also have higher profit margins and returns on equity than their traditionally dominating peers in the manufacturing sector.

Another surprise is the absence of the automotive sector and technology hardware sectors in the ranking, which are usually among the top performers in Japan. However, over the last five years of investment history, only a single technology equipment company made it into the ranking. While being highly profitable, they remained cautious in terms of investment, which should be a concern amid an impending e-mobility revolution. Similarly, software and services, which usually takes the crown in terms of profitability because of their high-margin business and lower capital requirements, reported comparatively low performance. In this ranking, software performance indicators are rather weak, while the retail sector is the surprising top performer

with return-on-equity (ROE) of 22. Digitalisation, it seems, is finally driving the performance in the Information and Communications Technology (ICT) using sectors such as retail much more than in the ICT producing service sectors. The positive result for the economy is that digital opportunities are spreading to a broad range of sectors, which now increasingly drive the positive performance of the economy.

CHART 6: MARGINS OF TOP 100 INVESTING COMPANIES BY TOPIX SECTOR

	Firms	PM	ROE	ROA
<b>MFG</b> (average of total)	<b>30</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>4</b>
Capital goods	12	3	15	6
Consumer durables and apparel	6	12	16	5
Materials	5	8	12	7
<b>Services</b> (average of total)	<b>70</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>7</b>
Consumer services	7	5	17	7
Healthcare	5	12	20	11
Media and entertainment	13	11	12	10
Real estate	9	5	19	6
Retailing	6	3	22	11
Software and services	9	9	14	9

Note: Top 100 TOPIX companies, filtered by asset growth over five years. Only sectors with at least five firms in the ranking. Aggregate Mfg and service sector data are averages for all companies in the ranking. Sector data are averages for only the companies in the table.

Source: Bloomberg (2019)

# 好調な日本のスマートサービス

特に好調で、最も資産が成長しているセクターはどこでしょうか？以下の表は、業績が好調な上位セクターを少し詳しく概観したものです。どこが最上位のセクターなのかを判定するために、東証株価指数 (TOPIX) の企業の中から、設備投資の増加が大きい順に選抜した上位100社を対象としました。表は、投資が活発な上位セクターの純利益率 (PM)、自己資本利益率 (ROE)、総資産利益率 (ROA) を示していますが、それぞれに上位100社に入っている会社が少なくとも5社あります。この結果はかなり意外でした。動きが遅く、薄利といった先入観とは対照的に、サービス業の会社は上位100社のうちの70社を占めてランキングの大半を占めているだけでなく、純利益率と自己資本利益率も、従来支配的だった製造業セクターの企業よりも高くなっています。

もうひとつ意外だったことは、自動車セクターとハイテクハードウェアセクターがランキング外になっていることです。どちらのセクターも、日本では業績上位に顔を並べるのが通常です。しかし、投資の歴史を振り返って過去5年間を見ても、ハイテク機器業界からランクインしている企業はたった1社です。高い収益性は確保できている一方で、投資に関しては慎重な姿勢を崩しておらず、eモビリティ革命がもうすぐそこまで来ている中で、これは不安材料になると強く思われます。ソフトウェアおよびサービスセクターもこれに似ています。その性質上、事業の利益率は高く、必要資本もそれほど多くないため、収益率ではトップを取るのが普通なのですが、報告された業績は相対的にあまり芳しくありません。このランキングでは、ソフトウェアの業績指標がどちらかというと弱く、一方で小売りセクターは意外にも最上位に来ており、

自己資本利益率 (ROE) が22%となっています。どうやら、デジタル化の成果が業績にようやく表れてきているのは、小売業など、ICTを利用しているセクターのほうで、情報通信技術 (ICT) を生み出しているサービスセクターはかなり遅れをとっているようです。これが経済にとって良かった点は、その (デジタルの) 機会が幅広く多くのセクターへ広まっているっており、これが経済の順調な推移をますます後押ししているという点です。

図表 6: TOPIXセクター別、投資が活発な上位100社の利益率

	企業数	PM	ROE	ROA
<b>製造業</b> (全体の平均)	<b>30</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>4</b>
資本財	12	3	15	6
耐久消費財・アパレル	6	12	16	5
素材	5	8	12	7
<b>サービス業</b> (全体の平均)	<b>70</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>7</b>
消費者サービス	7	5	17	7
ヘルスケア	5	12	20	11
メディア・娯楽	13	11	12	10
不動産	9	5	19	6
小売	6	3	22	11
ソフトウェア・サービス	9	9	14	9

注：5年間の資産残高の伸びで絞り込んだTOPIX企業上位100社。5社以上がランキングに入っているセクターのみ。製造業とサービス業のセクター総計データは、ランキング内の全企業の平均。セクター内のデータは、表中の企業のための平均。

出所：ブルームバーグ (2019年)

## PRODUCTIVITY IMPACT AND OUTLOOK FOR THE MACRO ECONOMY

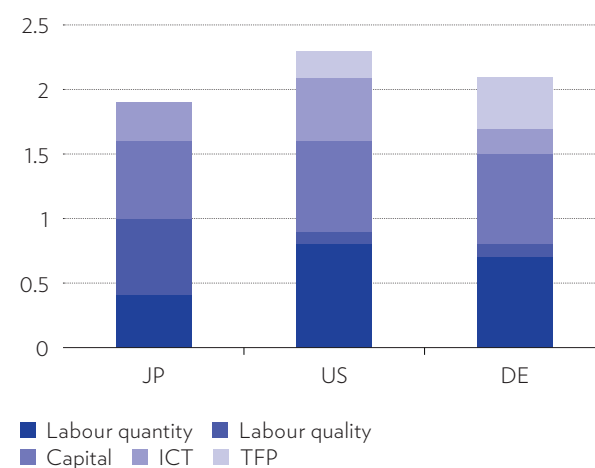
Improving productivity among performing TOPIX companies is certainly good news, but in order for the overall economy to grow, productivity gains need to spread widely. The following chart therefore looks at the sources of growth from a macroeconomic perspective. Compared to the US and Germany, Japanese economic growth remains constrained by the tight labour market, with labour input contributing less than 0.4% to GDP growth. Fortunately, Japan's excellent quality of labour force makes up for this deficit. In Japan, Abenomics policies have pulled Japan's highly educated women back into the labour market, which results in an exceptional 0.6% contribution of labour quality to growth.

As will be pointed out below, however, this can only be a first step, as qualified personnel can only be productive in the long-term when employed appropriately. Capital investment in Japan, on the other hand, is on par with the US and Germany, which unfortunately is not true for the contribution of ICT investment to growth. Given the importance of the ICT sector for long-term growth and the current significant boom in digital technology development, a contribution on par with the US of around 0.5% would certainly be beneficial.

The biggest matter of concern is, however, the lack of the Total Factor Productivity (TFP) contribution to growth. TFP growth comes from the effective combination of all other factors (capital, labour, technology) to increase the overall economic result. It is therefore often described as a measure of effective innovation or application of technology. While it is notoriously difficult to find the true sources of TFP growth, Japan seems to be lagging on a number of accounts here. ICT investment still seems to be not as efficiently integrated into business processes as in the US: Part-time labour, while being highly qualified in Japan, does not yet

seem to be effectively trained and integrated for optimum results and capital investment still does not seem to reach the same positive leverage in combination with other resources as in globally integrated Germany. For sustainable productivity gains, the Japanese economy still needs to improve on all of these accounts.

CHART 7: CONTRIBUTIONS TO GDP GROWTH  
BY INPUT FACTORS



Source: Conference Board (2018), Total Economy Database

While companies were able to increase their productivity and profitability over the past years, more gains seem possible if corporate initiatives and government reforms go hand in hand. So far, however, corporate initiatives still seem to be mostly related to efficiency and cost-cutting strategies and not aimed at creating new value through (digital) strategies for new services and markets, for example. As will be shown in the following section, effective digitalisation strategies and more productive workstyles will therefore become a promising focal point of strategies for the government and corporate side over the coming years.

## 生産性のインパクトと マクロ経済の見通し

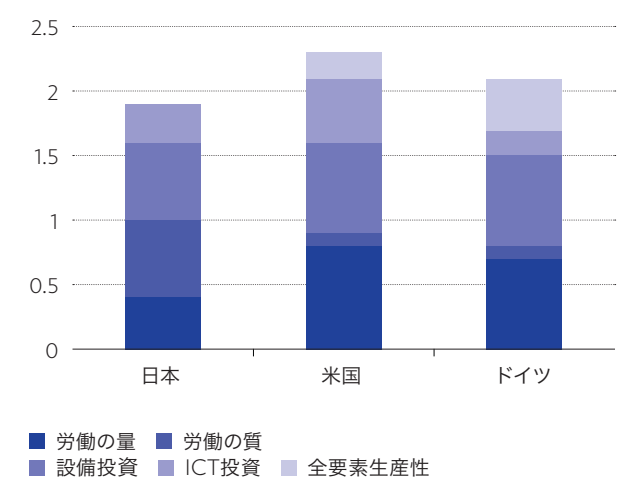
好調なTOPIX企業の間で生産性が改善することは良いことですが、経済が全体的に成長するためには、生産性の向上が幅広く浸透する必要があります。そこで次のグラフで、マクロ経済の視点からそれぞれの成長の要因を見てみます。米国とドイツと比べると、日本の経済成長は引き続きひっ迫する労働市場による制約を受けており、GDPの成長に対する労働投入量の寄与は0.4%未満です。しかし、日本の労働力の質の高さがこの欠点を補っています。日本では、「アベノミクス」政策のお陰で教育水準の高い日本の女性が労働市場に戻ってきており、これは成長に対する労働の質の寄与度が0.6%という、異例の結果につながっています。

ところが、この後にも指摘するとおり、これは最初の一步に過ぎません。有能な人材の生産性が発揮されるのは、正規に雇用されて長い時間が経ってからのことです。一方、日本における設備投資は米国やドイツと同レベルですが、残念ながらこれはICT投資の成長に対する寄与には当てはまりません。長期成長にとってのICTセクターの重要性と、現在起こっているデジタル技術開発の非常に大きなブームを考えると、約0.5%という米国並みの寄与度は確かに悪くありません。

しかし、最も問題だと思われる点は、成長に対して全要素生産性 (TFP) の寄与がないことです。TFPはすべての要素 (資本、労働、技術) の効果的な組み合わせによって伸び、その結果として全体的な経済効果が高まります。そのため、イノベーションや技術の応用の効果を測るものさしになると言われることもよくあります。TFPを伸ばすための本当の要因を見つけることが困難であることはよく知られていますが、これに関して日本はいくつかの理由から出遅れているように見受けられます。その理由とは、ICT投資のビジネスプロセスへの取り込みが米国ほどは効果的に進んでいないようであること、非常に能力の高い日本のパートタイム労働力が効果的な訓練を受けておらず、効果的に取り込まれていないためにまだ最適な結果を出すことができていないようである

こと、それから、設備投資に関して、総合的な取り込みが進んでいるドイツのように、他の財源と組み合わせたレバレッジ効果がプラスになっていないようであることです。日本経済が持続可能な生産性の向上を実現するためには、以上の理由のすべてに関して、改善する必要があります。

図表 7: 投入要因別、GDP成長率への寄与度



出所: コンファレンスボード(2018年)「トータル・エコノミー・データベース」

企業はこの数年で生産性と収益力を改善することができましたが、企業の取り組みと政府の改革の連携があれば、得られるものがもっと多くなると考えられます。しかし、これまでの企業の取り組みは、ほとんどが効率とコスト削減の戦略関連のものにとどまっているようで、例えば新しいサービスや市場に向けた (デジタル) 戦略などを通じて、新しい価値を創造することを目指しているものはあまりありません。そのためこれから数年間は、効果的なデジタル化戦略と生産性のより高い働き方が、政府および企業側の戦略の有力な焦点となっていくと思いますが、これについて次に見ていきます。



## DIGITALISATION FOR PRODUCTIVITY AND GROWTH

Broad-based digitalisation is the driving force of productivity gains of our age. So far, however, gains from digitalisation seem to be tilted towards consumers who enjoy new services such as online shopping and new media offerings, often for free, and highly successful digital companies, such as Apple or Amazon. The challenge for traditional companies is to learn about new technologies

highly efficient analog production processes and social infrastructures towards the demands and opportunities of an unfolding digital world still sees room for improvement. According to the Dentsu Aegis Digital Society Index, Japan ranks only ninth among ten major countries in terms of digitalisation. The IMD World Digital Competitiveness Index ranks Japan as only 22 among developed countries.

According to the Dentsu Aegis Digital Society Index, Japan ranks only ninth among ten major countries in terms of digitalisation.

and adapt their business model accordingly, while having to simultaneously deal with ICT-related restructuring and competing with digital native companies which are moving into future markets faster. So far, the advantage has clearly been on the side of the digital native companies because they could fill new markets with new ideas and technologies without having to carry the ballast of complex operations in the old analog world.

In the mind of many politicians and corporate leaders, digitalisation has therefore rather been associated with unwelcome disruption than with promising opportunity. Not least based on such skepticism, a broad-based transformation of Japan's

Instead of looking at potential disruptions as in the past, however, Japan's successes in effective digitalisation among constant innovators such as convenience stores, logistics and home security companies seems to increasingly provide the strategic compass for other industries, too. It shows that effective digitalisation leads to better services and strong corporate performance in the long run. In the graph below, the stocks of two convenience store companies with different individual strategies perform (even in USD terms) far better than the US S&P500. Secom, a company which offers home security services but manages to shift an increasingly greater part of its business to digital services, performs on par with the US market and far ahead of the Nikkei225.

## 生産性と成長のデジタル化

幅広い意味でのデジタル化は、現代の生産性向上の原動力となります。しかし、これまでデジタル化の恩恵を受けてきたのは、インターネットショッピングや新しいメディアなどの新サービスを楽しんでいる消費者と、AppleやAmazonなどの大成功を収めているデジタル企業に偏っているような気がします。昔ながらの会社にとっての試練は、新しい技術につい

会に向けて、まだ改善の余地が見られます。電通イーグス・デジタル・ソサイエティ・インデックスによると、デジタル化先進国10カ国の中で日本は9位というありさまです。IMDワールド・デジタル・コンペティティブネス・インデックスは、日本を先進国の中で22位と評価しています。

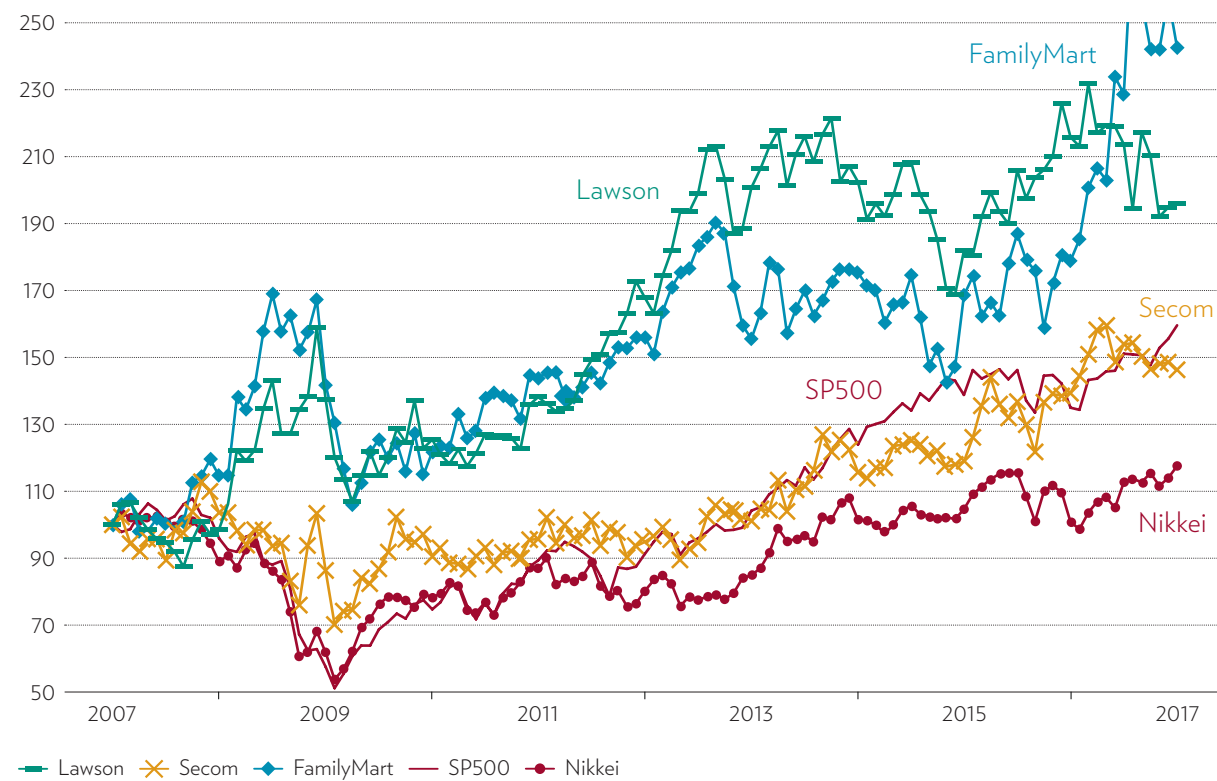
電通イーグス・デジタル・ソサイエティ・インデックスによると、デジタル化に関して先進国10カ国の中で日本は9位というありさまです。

て学び、それを自社の事業モデルに合わせて導入していきながら、ICT関係の再構築と、未来の市場へよりスピーディーに移行している「デジタルネイティブ」企業との競争を同時進行で強いられることです。ここまでのところ優勢なのは、明らかに「デジタルネイティブ」企業側です。新しい概念や技術を使って新しい市場へ参入するとき、「昔のアナログな世界」で使っていた複雑なオペレーションという重荷を運ぶ必要がないからです。

このため、多くの政治家や企業の幹部の頭の中では、デジタル化と言われて連想するのは歓迎されない「ディスラプション」の方であり、将来有望な「機会」ではありませんでした。日本のかなり効率的な「アナログ」生産過程と社会インフラの変革には、今後展開していくデジタル世界の需要や機

これまでのように潜在的なディスラプションを気にするのではなく、コンビニエンスストアやロジスティクス、ホームセキュリティなど、絶えずイノベーションを起こしている企業の間で効果的なデジタル化を成功させれば、戦略的な方針が他の産業にもどんどん広まっていくと思われます。つまり、効果的なデジタル化は、長期的に見るとサービスの向上や企業業績の強化につながるということです。下のグラフを見ると、個々に異なる戦略を持つコンビニエンスストア2社の株価は、米国のS&P500指数よりも大幅に良い動きをしています（米ドル建ての場合も）。セコムは、ホームセキュリティサービスを事業とする会社ですが、事業内容としてデジタルサービスへ移行する部分を徐々に拡大して成功している会社です。この株価の動きは米国市場とほぼ同じですが、日経平均株価を大きく上回っています。

CHART 8: STOCK PERFORMANCE OF JAPANESE URBAN SERVICES IN USD RELATIVE TO THE S&amp;P500

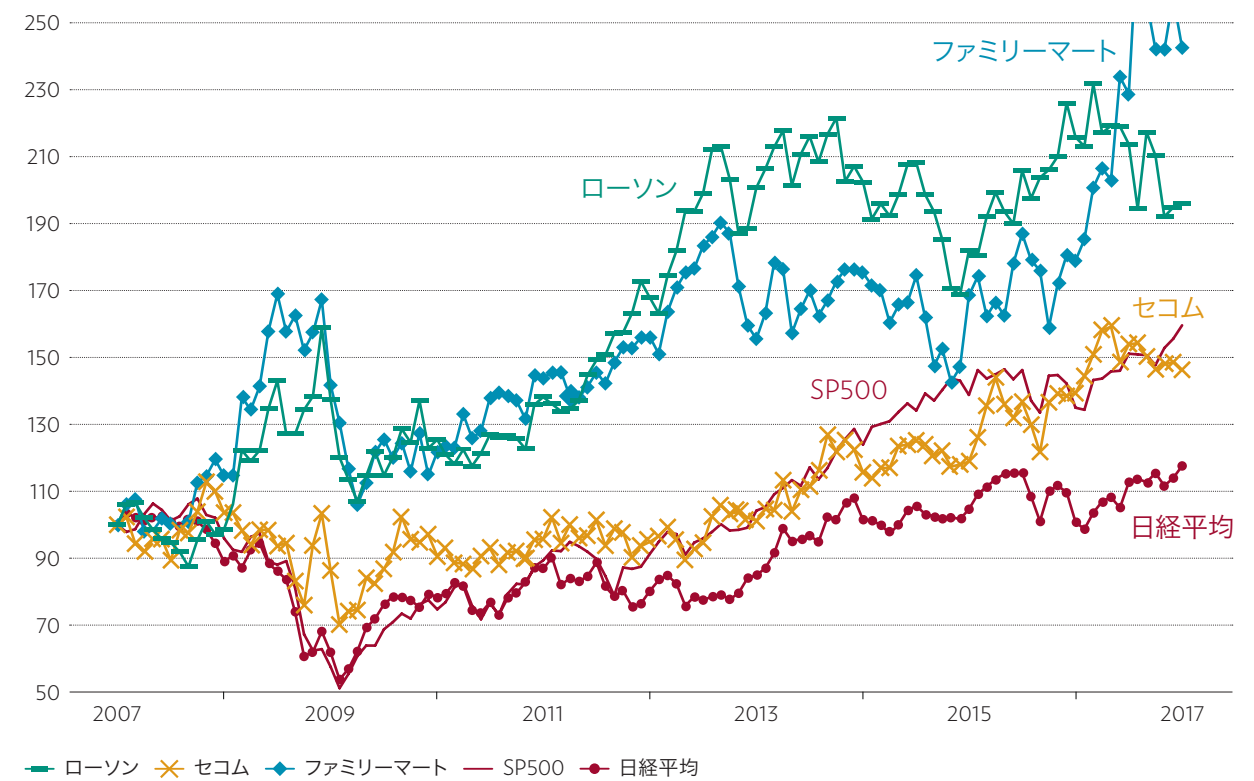


Source: Bloomberg (2018)

The opportunities for traditional companies go well beyond catching up with digitalisation, however. After an initial digital boom, the digital disrupters, including Amazon, Tesla and Netflix, increasingly need to move into “analog” operations if they want to grow their business. The success of Amazon, for example, today relies on the excellence of its logistic operation, which in Japan is operated by Yamato. Tesla depends on its skills of operating complex automobile plants to become profitable. For its batteries, it relies on the engineering excellence of Panasonic. Netflix increasingly depends on the success of its analog film-making skills to create hit series for income growth.

In the digital and analog world today, earning long-term profits is becoming a matter of running excellent digital services with broad analog interfaces. In the near future, the advantage might therefore shift back to traditional companies, who are now able to develop their digital skills together with their (digital) partners move quickly, while digital native companies increasingly struggle to develop their analog operations.

図表 8: 日本の都市型サービスセクターとS&amp;P500の株価動向比較(米ドル建)



出所: ブルームバーグ(2018年)

ただし、昔ながらの会社にとっては、デジタル化に追いつく以上のメリットがあります。最初のデジタルブームが過ぎた後は、Amazon、Tesla、Netflixといったデジタルディスラプター（デジタル時代の破壊者）は、事業拡大のために「アナログ」な業務にも踏み込む必要がだんだん出てきました。例えば、Amazonの今日の成功は、優秀な物流部門があってこそ実現しているものであり、日本ではこれをヤマト運輸が受け持っています。現在のTeslaは、複雑な自動車工場の操業に関して自社が抱えている技能に頼らなければ、利益が出ません。バッテリーについては、パナソニックの技術的優位性に頼っています。Netflixの増収も、「アナログ」な映像制作でヒットシリーズを産み出す技にますますかかっています。

今のデジタル・アナログ世界において、長期的な収益性とは、いかにして幅広いアナログなインターフェイスを活用して卓越したデジタルサービスを展開することができるか、という問題になりつつあります。したがって、近い将来、優位に立つのは再び昔ながらの会社のほうかもしれません。これらの会社は、今から（デジタルの）パートナーと手を組んでデジタルの技能を素早く伸ばしていくことができますが、一方で「デジタルネイティブ」の会社がアナログ業務を伸ばしていくことは次第に厳しくなるかもしれません。



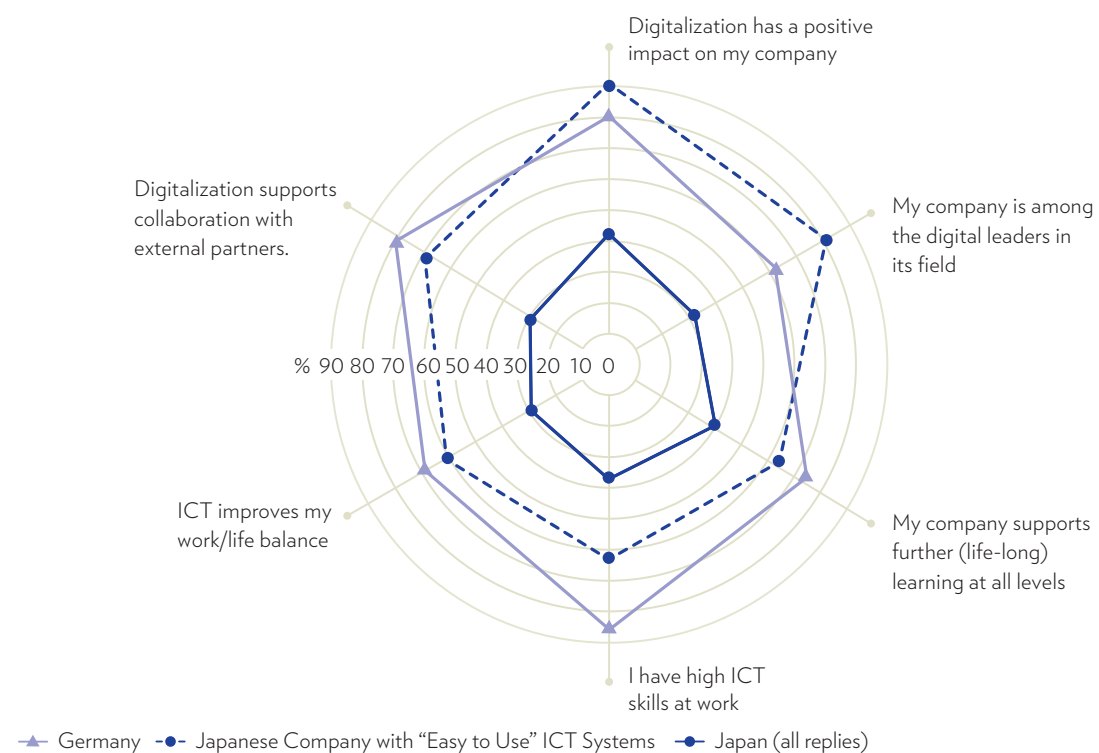
## DIGITAL INITIATIVES CAN BE EASY

To better understand what helps traditional companies become digital leaders in their field, the Fujitsu Research Institute in Tokyo compiled a major survey of 1200 employees across industries in Japan and Germany. Quite surprisingly, new ICT systems seemed not as important as thought for a positive impact of digitalisation on a company's performance. Companies which managed to implement easy-to-use ICT systems, on the other hand, increased the odds of being among the ICT leaders by about eight times.

leaders, and match German companies on almost all accounts of effective digitalisation.

To be sure, implementing easy-to-use ICT systems is by no means simple. It does not only require investment in the right systems, but it also needs sophisticated implementation strategies. Only if digital strategies increase workplace efficiency, flexibility and communication together with learning support, personal motivation and initiative

CHART 9: DIGITALISATION IMPACT ON COMPANIES AND WORK IN JAPAN AND GERMANY



Source: Data from FRI survey of 1200 Japanese and German employees.

Some of the results of the survey are outlined in the graph. Compared to Germany, the gap of digital abilities and advantages between Japan and Germany is frustratingly wide on almost every account. This picture changes, however, for companies in Japan that were able to implement ICT systems that are easy to use in the view of their employees. These companies are among the digital

will companies be able to open up to the new possibilities that new digital ecosystems provide. Many traditional companies will not be able to do this alone. Support for workstyle reforms and government initiatives for digitalisation such as Industry 4.0 in Germany and society 5.0 in Japan will therefore become increasingly important for productivity growth.

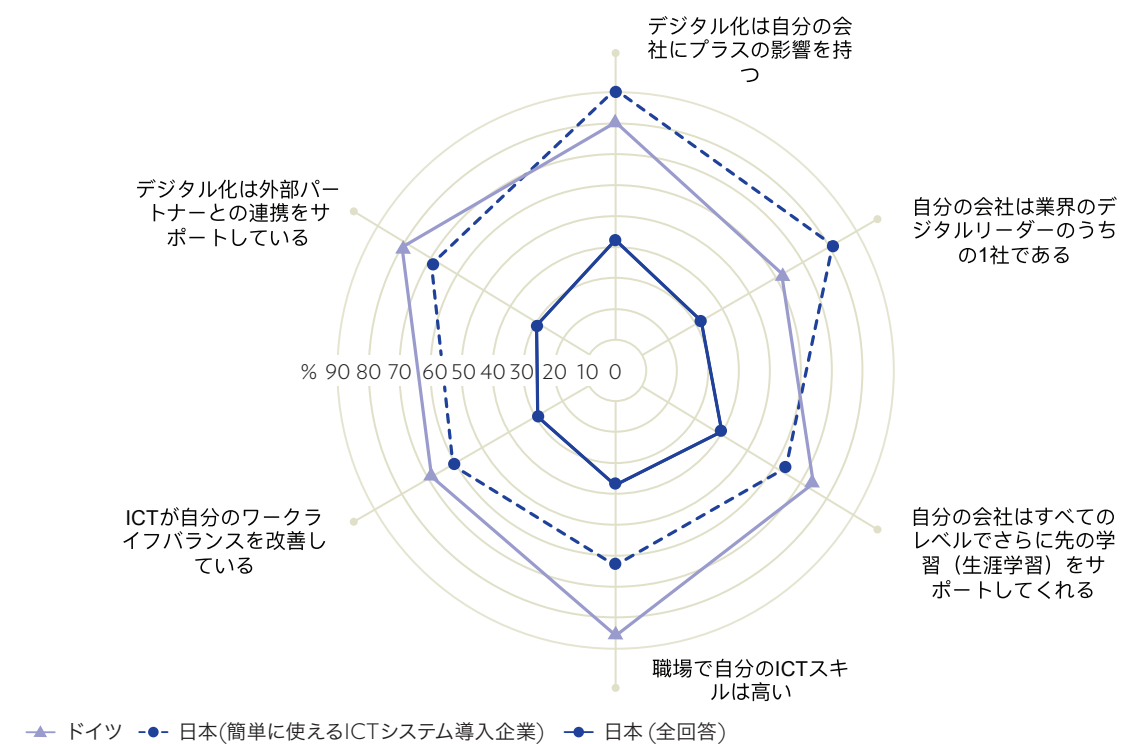
## 「簡単」に始められるデジタル化

昔ながらの会社がそれぞれの分野で「デジタルリーダー」となるために何ができるかをより深く理解するために、富士通総研が、ドイツと日本の様々な産業で雇用されている1,200人を対象とする大規模な調査を実施し、その結果をまとめています。かなり意外だったのは、デジタル化が会社の業績に与える良い影響という視点で見ると、新しいICTシステムは思ったほど重要ではなさそうだという点です。一方で、「簡単に使える」ICTシステムを導入することに成功した企業は、「ICTリーダー」の仲間入りする確率がおよそ8倍となりました。

効果的なデジタル化の評価項目のほぼすべてにおいてドイツ企業に引けをとりません。

念のために言っておくと、「簡単に使える」ICTシステムの実装は決して簡単なものではありません。適切なシステムに投資する必要があるだけでなく、高度な実装戦略も必要となります。デジタル戦略を導入することが職場の効率、柔軟性、コミュニケーションと共に学習支援、個人的なモチベーション、積極性の増進にもつながるのでない限り、新しいデジタルな「エコシ

図表 9: 企業や働き方に対するデジタル化の影響に関する日本とドイツの比較



出所: 日本とドイツの被雇用者1,200人を対象として実施された富士通総研の調査のデータ

グラフは、調査結果の一部を取り上げたものです。デジタルの能力と優位な点については、もどかしいことに、ほぼすべての項目で日本とドイツの間で格差が大きくなっています。しかし、従業員の視点から見て「簡単に使える」ICTシステムを導入することに成功した日本の企業の話になると、この図は形が変わってきます。それはデジタル業界をけん引してきた企業であり、

システム」がもたらす新しい可能性に対して、企業の心は開きません。昔ながらの企業の多くは、この狙いを単独で達成することができません。したがって、「働き方改革」の後押しや、ドイツの「Industry 4.0」や日本の「Society 5.0」などのデジタル化に向けた政府の取り組みが、生産性の向上にとって今後はますます重要になります。

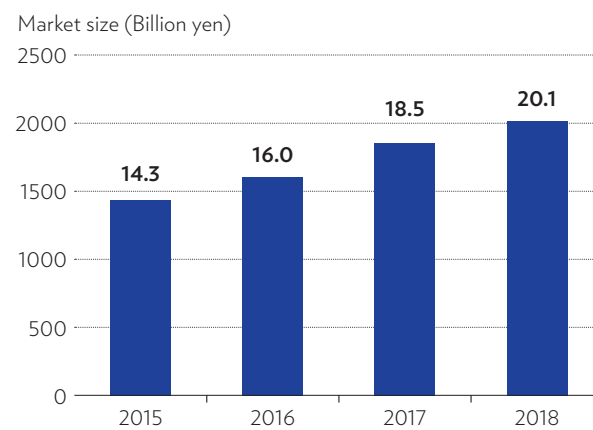
## WORKSTYLE REFORMS SPREAD PRODUCTIVITY GAINS

Japan's workstyle reforms have dominated the news and public reform debate, mostly for their stricter limits on overtime work. More importantly, however, the reforms are gradually pushing companies to increase productivity and provide better career opportunities in an increasingly diverse workforce. Younger employees with no lifetime contracts and older employees, who need to extend their work life, are already profiting from higher demand. In addition, companies are now reacting by investing into digital platforms to better manage supply shortages and increase the skills of their employees.

To create new value, digitalisation and workstyle reforms go hand in hand to encourage employees to use ICT systems for the development of new services and business opportunities. Mitsui Inc, for example, is implementing sweeping workstyle reforms to increase workforce diversity in preparation for its quickly diversifying international markets and to secure the best talent in Japan. They need their employees at the cutting edge of market developments, so sharing information and best practices on their digital platform is as important as regular training. Often simple measures such as taking holiday time flexibly on an hourly basis, starting the workday late, leaving early when necessary, or taking notebook computers home for work when external meetings could be integrated into daily commutes made a big difference in efficiency and employee satisfaction. After an encouraging start, Mitsui's long-term diversity policy now targets the use of digitalisation to redesign workspaces, workflows and hierarchies to better support (especially) women who must combine a demanding work life with family responsibilities.

However, effective workstyle reforms are not only happening within major companies. In an increasingly digital world, flexible labour markets and a growing number of professionals outside of lifetime employment can support more and more companies when these learn to better integrate outsiders. CrowdWorks, one of Japan's leading crowdsourcing companies, for example, already supports 230 000 corporate clients with an online platform for work and projects that gives them access to 1.9 million independent crowd workers. On such demand, the crowdsourcing market grew from 9.1 million freelancers in 2015 to 11.2 million in early 2018, an increase of 2 million flexible workers in this digital market alone. In value terms, the crowdsourcing market has grown by about 40% since 2015 to JPY 20bn. The value added by such services is enormous not just because employees can increase their incomes flexibly, but also because (smaller) companies may take on several simultaneous projects or fill important gaps in their skill sets in the currently tight labour market.

CHART 10: CROWDSOURCING LABOUR MARKET  
IN JAPAN (100 BILLION YEN)



Source: Lancers Inc (2018), Freelancer Market

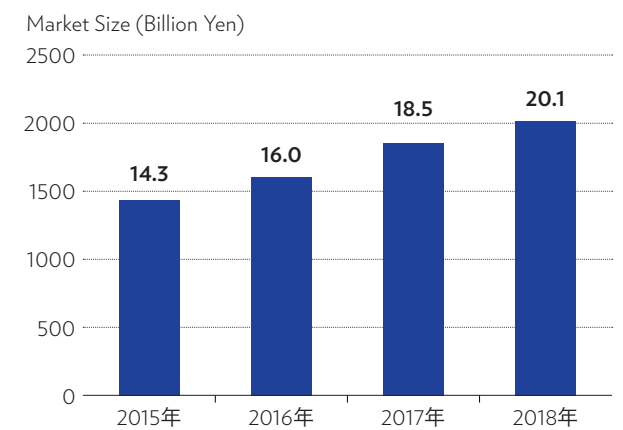
## 「働き方改革」で広がる生産性向上

日本の「働き方改革」は、ニュースや公共改革論争で大きく取り上げられてきましたが、その主な狙いは残業に関する制限の厳格化です。しかし、それよりも重要な点として、改革は企業に生産性を上げるよう圧力を徐々にかけており、多様化がますます進む職場においてより好条件の就業機会を提供します。終身雇用契約のない若手の被雇用者や、就業生活を延長しなければならない高齢の被雇用者は、すでに需要の増大の恩恵を受けています。これに加えて、企業側の現在の反応として、供給不足によりうまく対処し、社員のスキルを向上させる目的で、デジタルプラットフォームに投資しています。デジタル化と働き方改革を一体として進め、従業員の間で新サービスの開発と新たなビジネス機会の醸成を目的としてICTシステムの導入を進めることで、新しい価値が生まれます。

デジタル化と働き方改革を一体として進め、従業員の間で新サービスの開発と新たなビジネス機会の醸成を目的としてICTシステムの導入を進めることで、新しい価値が生まれます。三井物産の例を挙げると、この会社では思い切った働き方改革が実施されており、国際市場の急速な多様化に備え、日本国内に最高の人材を確保するために、労働力の多様性拡大の試みが進められています。三井物産では、従業員が市場開発の最前線にいないといけないため、自社のデジタルプラットフォームに関する情報やベストプラクティスの共有が、通常の研修と同じ重要性を持ちます。休暇を時間単位で柔軟に取得すること、必要に応じて始業を遅くしたり退勤を早めたりすること、外部での会議を日常の通勤に取り込むことができる場合にノートパソコンを家に持ち帰ることなど、場合によってはシンプルな措置をとることで、効率や従業員の満足度に大きな違いが出ました。心強いスタートを切った三井物産の長期的なダイバーシティ経営の方針は現在、ワークスペースやワークフロー、ヒエラルキーの再設計にデジタル化を利用し、職場と家庭の責任の両方を並行して引き受けなければならない（特に）女性のサポートを手厚くすることに向けられています。

しかし、効果的な働き方改革が進められているのは、大手企業の中だけではありません。デジタル化が進む世界において、「外部の人」をよりうまく取り込むことができるようになれば、柔軟性の高い労働市場と、終身雇用の外にいる専門家の増加を支えとすることのできる企業数は増えます。例えば、日本最大手のクラウドソーシングの会社であるクラウドワークスは、すでに23万社の法人を顧客としてサポートしており、業務やプロジェクトを対象としたオンラインプラットフォームを利用するこれらの顧客に対して、190万人の独立した「クラウドワーカー」達にアクセス権を付与しています。このような需要を背景に、「アウトソーシング」市場の「フリーランサー」の数は2015年の910万人から、2018年前半までに1120万人に増えました。つまり、このデジタル市場だけでも柔軟な労働者が200万人増えたということになります。経済効果としては、クラウドソーシング市場は2015年以降で約40%拡大し、200億円の規模にまで成長しています。この業界のサービスによって追加される価値は莫大です。言うのも、被雇用者が所得獲得の柔軟性を高められるからだけでなく、現在のひっ迫した労働市場において企業（規模が小さくとも）が複数の同時プロジェクトを受託したり、スキルセットの重大なギャップを埋めたりすることもできるようになるからです。

図表 10: 日本の「クラウドソーシング」労働市場  
(単位:100億円)



出所: ランサーズ株式会社(2018年) - フリーランサー市場



## OLYMPIC BOOM AND BUST?

Much more visible than the workstyle reforms has been the upgrade to infrastructure and real estate in preparation for the 2020 Olympics. During the Abenomics years, the centre of Japan's economy in Tokyo has been recording strong growth. Real estate prices received a welcome lift and surplus liquidity resulted in a building boom in central Tokyo. Incomes and rents could hardly catch up with the development, which led to rising concerns about a new real estate boom-and-bust cycle. The additional construction for the 2020 Olympics has added to these worries, due to the strong cost increase of construction projects (by almost 20% for many) and given that more apartments will come into a crowded market after 2020, when demand is expected to subside. Such concerns are often reflected in headlines such as 'The 2020 Problem' or 'The Crisis after the 2020 Olympics.'

How likely is such a pessimistic assessment? A number of challenges indeed seem to coincide. Expansionary Abenomics have run their course and could eventually run into budget constraints. The expected construction slowdown will almost certainly create a challenge for the economy and an ageing population will continue to depress the construction market in the long run. These concerns hardly add up to a doomsday scenario, however. The recent construction boom has been largely concentrated in central Tokyo and the bay area, where prices are unlikely to drop steeply because the local economy is forecast to remain dynamic well into the next decade. Expectations have not been driven into bubble territory and price gains are already beyond their peak.

The longer-term dynamics in the real estate market seem to be indeed much more favourable. Young families have been drawn to apartments in new high-rise buildings because they are centrally located and close to work. Older couples have been attracted to smart living in the city centre after their children have left home. What has been missing in these emerging city spaces were better transportation connections, new sports facilities and interesting shopping areas. Olympic construction is now transforming the Tokyo bay area for the better, which will result in a significant boost to the livability in Tokyo's newer quarters. An example is the Olympic Village, directly at the centre of the overlapping Olympic heritage and bay zones. It showcases Tokyo's new city planning and is attracting more investment into services, increasing the value of the entire area.

On many accounts, upgrades to Tokyo's recreational facilities and infrastructure seem to be overdue. Government investment per capita in Tokyo has been just half of the national average for decades because funds had to be channeled into other regions. Despite strong growth in Tokyo's economy, the city has not seen major infrastructure upgrades on par with other global metropolises. Life in Tokyo, despite work class productivity, remains marked by crowded public transport and few up-to-date public facilities. The 'Olympic upgrade' of many facilities will certainly be welcomed by most citizens.

## オリンピック景気ははじけるのか？

働き方改革よりもはるかに目につきやすいのは、準備が進められてきた、2020年東京オリンピックに向けたインフラや建造物のアップグレードです。アベノミクスによって、経済活動の中心である東京は記録的な強い伸びを見せています。不動産価格の上昇は歓迎され、余った流動性は東京都心部の建設ラッシュという結果をもたらしました。所得と家賃の水準は発展になかなか追いつくことができず、不動産の好況と不況の新たな局面が心配されるようになってきました。2020年のオリンピックに向けた追加の建設もこれらの懸念がさらに募る要因となっています。建設事業におけるコストが大幅に増加していること（多くの事業では約20%増）、そして、需要の沈静化が予想されている2020年以降に、すでに混雑している市場へさらに多くの物件が投入されることが、その主な理由です。以上のような懸念が、「2020年問題」や「2020年東京オリンピック後の危機」といった形で、頻繁に見出しに反映されています。

では、このような悲観的な評価は、どれくらい信憑性のあることなのでしょうか？実際には、いくつかの難局が同時に起こっていくようです。拡張的な政策を伴うアベノミクスは、最終的に予算上の制約にぶつかり兼ねません。予想どおりに建設が減速すれば、経済にとって厳しい局面が待っていることはほぼ確実で、人口の高齢化は今後も長期にわたり建設市場を抑え続けていきます。ただ、このような懸念が積み重なったとしても、最悪のシナリオになることはまずありません。直近の建設ラッシュは概ね東京都心部と湾岸エリアに集中しており、この地域の経済は2020年代にかけても十分に活気を維持することが予想されているため、価格が急落する可能性は低いと考えられます。バブルの領域にまで進むとは期待されておらず、価格はすでに天井を打っています。

ただ、より長い目で見ると、不動産市場は展望がはるかに良くなると思われます。このところ、若い世帯は、都心寄りで職場に近いという理由から、新しい高層マンションに集まっています。高齢夫婦も、子供が巣立った後は、都心部の「スマートライフ」に引きつけられています。しかし、これらの新興の都市では、交通機関の接続、新しいスポーツ施設、人々の興味を引き付けるショッピングエリアが今のところ不十分です。オリンピックに向けた建設により、東京湾岸エリアはより良い方向へ変貌を遂げているところで、結果的に今後、東京の新興地区の「居住性」が大幅に改善することになります。ひとつの例が選手村です。これはオリンピックの「ヘリテッジゾーン」と「東京ベイゾーン」が重なる、ちょうど中央に位置します。これは東京の新しい都市計画のいわばショーケースであり、サービス業に対する投資をどんどん集め、エリア全体の価値を上げています。

一方で、東京のレクリエーション施設やインフラのアップグレードは遅れているとの見方も多くあります。東京都の人口1人当たりの公共投資は、財源を他の地域にも振り分けなければならないという理由から、数十年にわたり国家平均のわずか半分程度で推移してきました。経済の強い伸びにもかかわらず、東京都はこれまで、世界の他の大都市と同様、主要インフラの更新がなされてきませんでした。東京での生活は、世界レベルの生産性を誇るにも関わらず、公共交通機関の混雑と、最新の公共設備が少ないことがいまだに目立ちます。多くの施設に「オリンピック更新」が実施されれば、多くの人々に歓迎されることは確かです。

## THE FUTURE OF DIGITAL SERVICES 5G

For Japan as a whole, the direct economic impact of the Olympics will be quite limited. Even in Tokyo, Olympic construction work is only providing the visible markers of new infrastructure that transforms the city for advanced digital services. In particular, new 5G infrastructures will become the backbone of communication between a growing number of smart devices, which will allow for a wide range of new digital services.

During the 2020 Tokyo Olympics, there will be a full rollout of 5G services in stadiums and central areas. Visitors will be able to follow the sports not just from their seats but also from other angles on their smartphones. Indoor navigation will be available at

stadiums and shopping centers and will include free automatic translation services. After Phase I during the Olympics, 5G is expected to connect trains, cars, bicycles and infrastructures for e-mobility, which allows seamless services in a sharing economy that provides transport options to citizens depending on their location, timing and preferences. Smart devices will really become ‘smart’ because augmented reality will not only be available in video games and high-end cars anymore. Medical services will allow having the doctor ‘in your pocket’ as patients can be virtually connected to their medical services for screening, warnings and advice no matter where they choose to be.

5G infrastructures will become the backbone of communication between a growing number of smart devices, which will allow for a wide range of new digital services.

## 未来のデジタルサービス – 5G

日本全体で見ると、オリンピックが経済に直接与える影響はかなり限られてきます。東京都を見ても、オリンピックに向けた建設工事は、街を高度なデジタルサービス向けに変える新しいインフラの敷設が目立つくらいです。特に、新しい「5G」のインフラは、ますます増加している「スマートデバイス」同士の通信のバックボーンとなり、これが完成すれば、新しいデジタルサービスを幅広く提供することができるようになります。

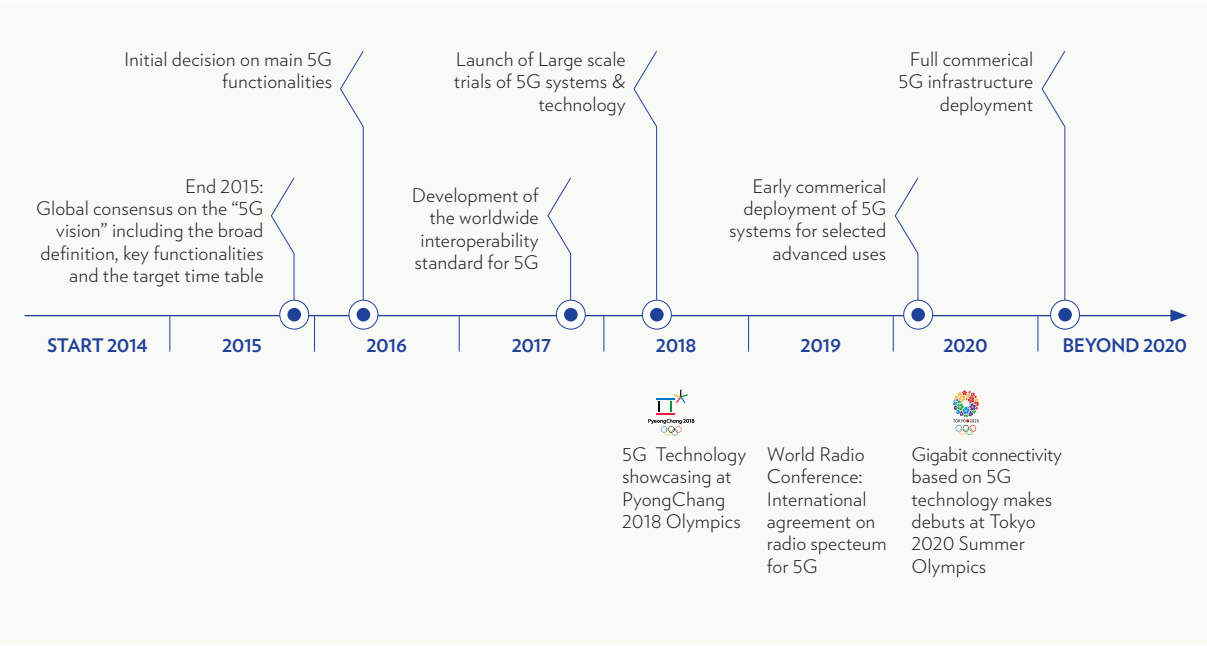
2020年の東京オリンピック開催期間中、5Gの全貌が各地の競技場や都心部の様々なエリアで公開される予定です。観客は、自分の座席からだけでなく、手元のスマートフォンから別の角度で競技を観戦することが可能になります。競技会場やショッピングセンターでは屋内ナビゲーションが利用で

きるようになり、これには無料の自動翻訳サービスが組み込まれます。オリンピック期間のフェーズIの後、5Gはeモビリティ向けの電車、自動車、自転車、インフラなどと接続する予定で、これにより人々の現在地、タイミング、好みに応じて交通機関の選択肢を提供する「シェアリングエコノミー」（共有経済）におけるサービスをシームレスに提供できるようになります。スマートデバイスは今後、本当に「スマート」（賢く）になります。それは、拡張現実を利用できる場がもはやテレビゲームや高級車だけではなくからです。医療サービスでは、患者本人の「ポケットの中」の医者に接続をすれば、仮想的に診断を行ったり、注意や助言をしたりすることができるようになるので、医者たちの所在地は問題ではなくなります。

「5G」のインフラは、数をますます増やしている「スマートデバイス」同士の通信のバックボーンとなり、これが完成すれば、新しいデジタルサービスを幅広く提供することができるようになります。



CHART 11: 5G ROADMAP



■ Global Milestones

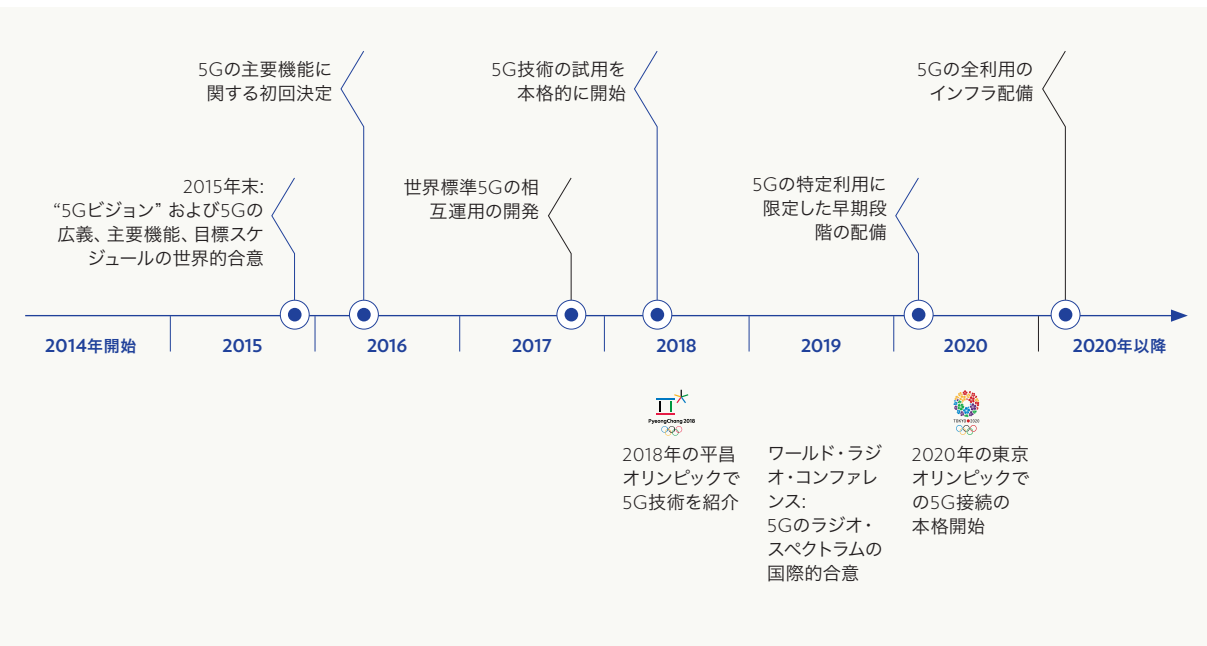
Source: EU Commission (2018) - Digital Single Market

Within the 5G space, few innovations have captured public imagination as much as self-driving cars. Self-driving transport services could indeed transform seemingly endless hours of commute and traffic jams into productive use, avoid most crippling accidents, and better support the mobility of an older generation. In the near future, however, the main role of digital mobility services will likely be a different one.

While road tests for self-driving cars, trains and buses have already started and some services will certainly be available during the Olympics, these

will be of only limited importance to users. The deeper integration of their smartphones into their public lives while commuting, on the other hand, will have a huge impact on services that consumers will be using in the future. By using their smartphones for navigation, day planning, and payment across a wide range of services and city spaces, new opportunities for value-added services are emerging. In the following, we will have a closer look at one of the most important digital services that adds tremendous value to people's lives already today: digital payments and fintech innovation.

図表 11: 5Gへの道のり



■ グローバルなマイルストーン

出所: 欧州委員会 (2018年) - デジタル・シングル・マーケット

5Gの世界に限っては、自動運転車ほど世間の空想を捉えたイノベーションはないと思われます。自動運転による運輸サービスが実現すれば、過酷な通勤時間と交通渋滞を生産性の高い時間の使い方に変え、たいていの致命的な事故を回避し、高齢世代のモビリティの向上をサポートすることが可能になります。ただ直近では、デジタルモビリティサービスの主な役割は違ったものになる公算が大きいです。

自動運転の路上テストは、すでに自動車、電車、バスについては開始されており、一部のサービスはオリンピック期間中に利用できるようになる見込みですが、利用する側にとっては、

自動運転かどうかの重要性は限られたものかもしれません。一方で、手元のスマートフォンが通勤などのユーザーの社会生活により深く根づくことは、消費者が今後使用するサービスに非常に大きく影響します。自分のスマートフォンを道案内に使ったり、一日の計画に使ったり、幅広いサービスや公共の場所での支払いに使ったり、今まさに付加価値サービスの新しい機会が生まれています。そして続いて、現時点ですでに人々の生活に大きな付加価値を与えている、最も重要なデジタルサービスについて詳しく検討していきます。それは、デジタル決済とフィンテックによるイノベーションについてです。

## OPPORTUNITIES FOR FINTECH AND FINANCIAL INNOVATION

One of the most promising sectors for digital innovation is certainly finance. Cryptocurrencies, such as bitcoins, and blockchain technologies, which allow for new forms of digital contracts, have recently caught the public's imagination. The hype around these innovations already gives way to more realistic assessments of their usefulness in our highly developed financial systems, however. It is not the daily use of a new digital money which will add most of the value to consumers, but the better financial planning that becomes possible when individual bank accounts, investments and insurance policies can be integrated on safe digital platforms. Advanced money management services, which so far could only be used by high-net-worth individuals who can effort tailor-made solutions, would become available as digital services to the broad majority of savers.

With digital monies, the particularly high costs of handling Japan's outsized cash transactions (the cash to GDP ratio is almost 20%) could be reduced, the efficiency of increasingly global banks and insurers could be improved and the success of crypto exchanges could raise Japan's status as a global financial centre. Japan's government has therefore been a forerunner in legalising virtual currencies for payments, and started to regulate crypto exchanges. Major banks, including Japan Post Bank, are even planning to introduce their own virtual currencies, such as J-Coins, which are expected to improve on the so far highly volatile cryptocurrencies by reliably pegging them to the yen and introducing them into their payment networks.

So far, however, consumers see little reason to swap their cash for cryptocurrencies; the speculative hype around bitcoins has therefore subsided as fast as it came. Japan's e-money innovations will rather remain rooted in its long history of building efficient digital transactions, such as the virtually ubiquitous Suica and similar cards used in the public transport systems. So far, however, these systems did not really spread far into retail and banking because the

real attraction of e-monies comes from integration in e-commerce transactions. In e-commerce, the dynamics are now building very fast. Physical payments at shops will become an extension of digital retail and finance on smartphones, regardless of their use of QR-codes, Suica-chips, or J-Coins. In this world of digital transactions, innovative fintech solutions are now opening the doors to new opportunities.

Nowhere has this transformation been more visible than in China, where the growth of e-commerce companies, such as Alibaba and Tencent coincides with the seamless development of digital payment systems. On Singles' day, 11 November, Alibaba alone processes 1.5 billion e-commerce transactions, 325,000 per second, with a value of \$30.8 billion without a glitch. On the physical side, more than 775 million parcels have been shipped within 24 hours. On the basis of their e-commerce accounts, even lower-income consumers have gained access to money management services that would have required significant assets before. As a result, an entire generation is growing up without banking accounts or separate payment functions beyond Alibaba or WeChat. The integration of retail, payment, insurance, wealth management, and marketing under one roof provides tremendous convenience for customers, but also enormous risks when crises strike and things go wrong.

On the other hand, in Japan and the West, customers require multiple levels of privacy and public guarantees for the safety of their assets. While 69% of Chinese customers have adopted fintech services, only 33% of US customers are using them, and Japanese customers remain among the most conservative with only a 14% adoption rate. The example of the UK and Germany however, shows how fast things can change. Within just two years, 42% of customers in the UK have adopted fintech services, and 47% in Germany are at least planning to do so.

## フィンテックと金融イノベーションの機会

デジタルイノベーションにとって最も有望なセクターのひとつが、金融であることは間違いありません。「ビットコイン」などの暗号通貨や「ブロックチェーン」など、新形態のデジタル契約を実現する技術が最近、人々の心を掴んでいます。しかし、大げさに宣伝されてきたこれらのイノベーションも今では一歩引き、高度に発達した私たちの金融システムの中でどれだけ役立つのかを、もっと現実的に評価しようという流れになってきています。確かに、新しいデジタル通貨が日常的に使われるようになれば、その価値の大半は消費者のためになりますが、個人の銀行口座や投資、保険契約を安全なデジタルプラットフォームにまとめることができるようになったときに可能となるものはそういうことではなく、ファイナンシャルプランニングがしやすくなるということです。高度な資金管理サービスは、これまで個別のカスタマイズソリューションを利用できる余裕のある富裕層にしか手の届かないものでしたが、これからは、幅広い大多数の一般預金者でもデジタルサービスとして利用できるようになると考えられます。

デジタル通貨が普及すれば、特に日本の膨大な現金取引にかかる高い処理費用(現金の対GDP比率はほぼ20%)が削減され、グローバル化がますます進む銀行や保険会社の効率が改善される可能性があります。また、暗号通貨の成功によりグローバルファイナンシャルセンターとしての日本の地位も向上するかもしれません。そこで、日本では政府が先頭を立てて仮想通貨による決済の法整備を行い、暗号通貨の規制を開始しました。日本の大手銀行(ゆうちょ銀行を含む)は、J-Coinなど、独自の仮想通貨の導入も計画しており、暗号通貨が円に連動する信頼性の高いペッグ通貨となり、各行の決済ネットワークの中に取り入れられれば、現在の非常に激しい相場変動の改善が期待されます。

しかし、今のところ現金を仮想通貨に切り替える理由が、消費者にはあまりありません。よって、ビットコインの周辺では投機的な誇大広告の波が、押し寄せてきたときと同じくらいの速さで引いています。日本の電子マネー革命は、今後も効率的なデジタル取引構築の長い歴史の中に根ざしていくと考えられます。その一例が、事実上どこでも使うことのできる「Suica」やその他の類似した、公共交通機関で利用できるカードです。ところ

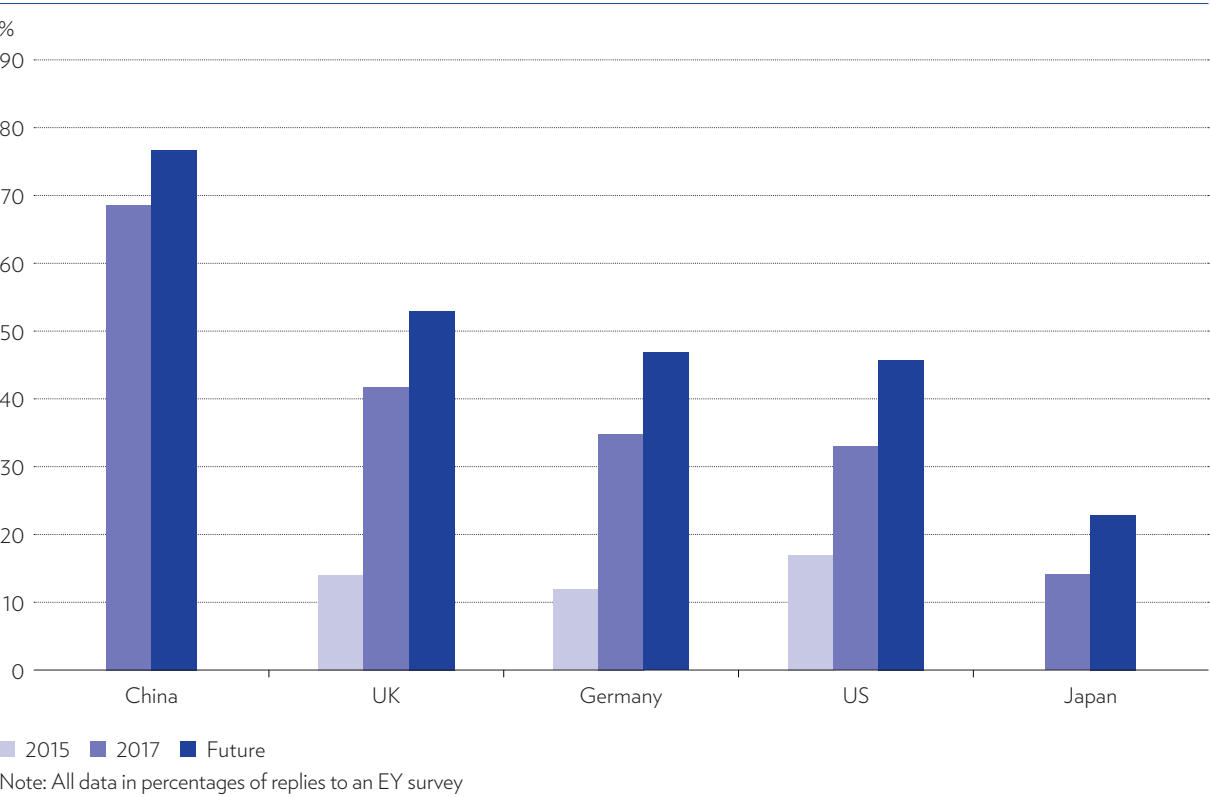
が、これらのシステムは小売や銀行など、本当の意味で広く浸透しませんでした。なぜならば、電子マネーの本当の魅力は、電子商取引との統合によって生まれるものだからです。電子商取引の力は現在、とても速いスピードで拡大しています。店舗での物理的な支払いは、QRコードやSuicaのICチップ、J-Coinなど、サービスの種類を問わず、スマートフォン上でのデジタルの小売や金融の延長になっていきます。このデジタル取引の世界では今、革新的なフィンテックのソリューションが新しい機会への入り口を開こうとしています。

この変化については、中国ほど目につくところは他にありません。中国ではAlibabaやTencentといった電子商取引事業者の成長は、デジタル決済システムのシームレスな発達と足並みがそろっています。11月11日の1日だけで、Alibabaは単独で15億件、1秒当たり325,000件、金額にして308億ドルの電子商取引をトラブルなく処理しています。物理的な観点から見ると、7億7500万個以上の荷物が24時間以内に出荷されたことになります。この会社の電子取引口座の観点では、以前であればかなりの金額の資産を差し入れる必要があった資金管理サービスを、現在では所得が低い消費者でも利用できるようになっています。結果的に、全世代で銀行口座を持たない人や、AlibabaやWeChat以外の別の決済機能を持っていない人が増えています。小売、決済、保険、資産運用、マーケティングを1つの屋根の下に統合することで消費者側の利便性は格段に高まりますが、ここには危機的な局面が発生し、うまく機能しなくなったときの桁外れのリスクも潜んでいます。

他方、日本と西洋諸国では、消費者が何段階ものプライバシー、自分の資産の安全性についての(公的な)保証も求めます。フィンテックサービスを導入している消費者は、中国では69%となっているのに対して、米国で利用しているのはわずか33%、日本の消費者に至っては、最も保守的な部類に入るとはいえ、その導入率はたった14%に留まっています(グラフ参照)。ただ、英国とドイツの例を見ると、物事の変化がいかに速いかが分かります。ここわずか2年間で、英国では42%の利用者がフィンテックサービスを導入しており、ドイツでは47%が少なくとも導入する予定と回答しています。



CHART 12: FINTECH ADOPTION



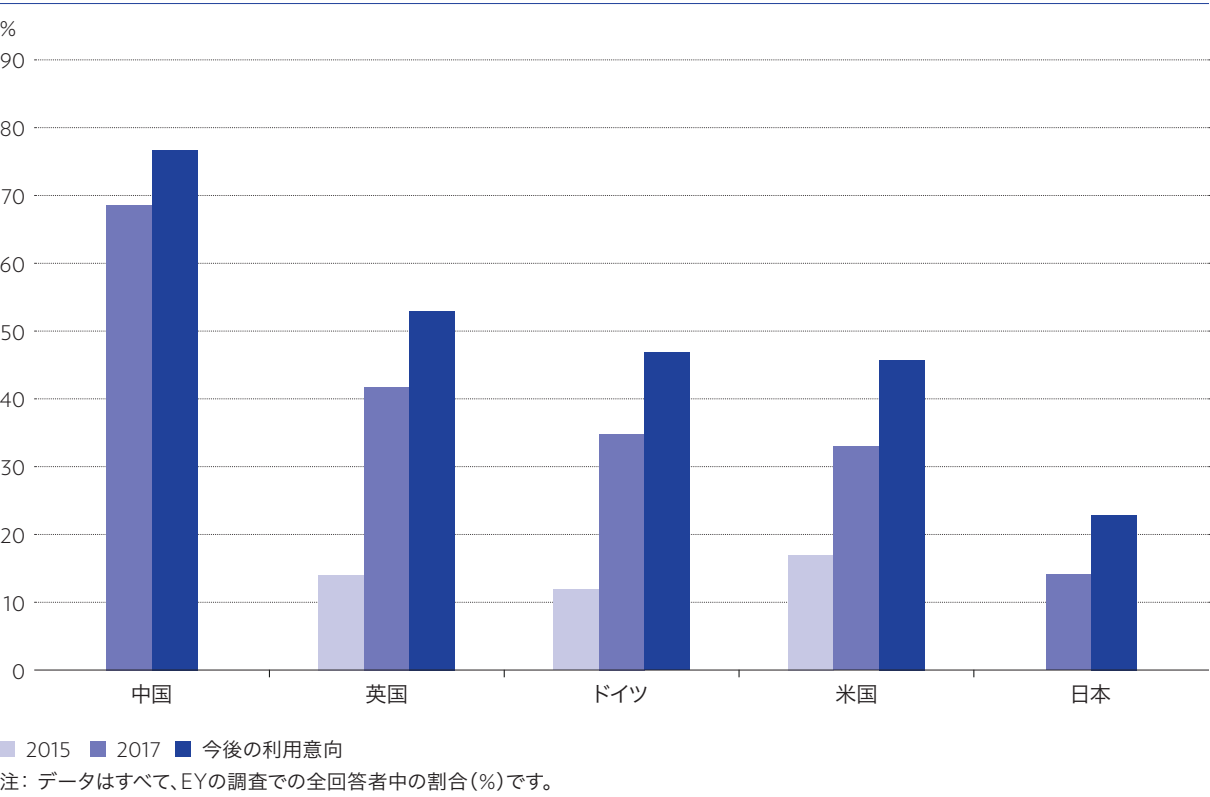
Source: EY Fintech Adoption Index 2017

In Europe, the trigger for the take-off of fintech innovations has been the recently introduced open banking legislation. Banks are now required to open interfaces to their accounts and share data with other financial companies as long as customers agree to it. Instead of having to build competing networks as in the past, non-bank financial service companies are now able to provide and improve customer services on the basis of existing accounts of customers together with their home-banks. In Japan, banks will open their account interfaces by 2020, so major banks are already hard at work to develop their own new fintech services or to find appropriate cooperation partners. Fintech companies and their banking partners may thus be offering a wide range of services, such as instant (and cost-free) transfers, financial planning with

seamless integration of accounts, automated wealth management (robo-advisors) as well as tailor-made insurance products.

On the back of significant improvements in efficiency, companies have moved on to increasing productivity through innovation. In such an environment, new financial services become an important part of new services, which all gain from improvements in digital infrastructures. Together with more flexible workstyles across many industries, Japan's domestic economy is finally catching up on dynamism that has been illusive for much too long. The catchup of financial services will become an important yardstick for innovation during the next growth cycle.

図表 12: フィンテックの導入状況



出所: EYフィンテック・アドプション・インデックス2017

欧州では、フィンテックイノベーションが始まったきっかけは、最近導入された「オープンバンキング」法制でした。銀行は現在、顧客の同意があることを条件として、管理する口座のインターフェイスを開放し、他の金融機関とデータを共有するよう求められています。これで、過去のように競合するネットワークを構築する必要はなく、銀行以外の金融サービス会社も顧客のメインバンクと連携して、既存の顧客口座を基盤として顧客サービスの提供・改善ができるようになっていきます。日本の銀行も、抱えている口座のインターフェイスを2020年までに開放することとなり、大手銀行はすでに、自前の新しいフィンテックサービスの開発、あるいは適当な提携先の発掘に本腰を入れています。これにより、フィンテック企業とそのパートナー銀行が提供できるサービスの範囲が広がります。即時送金（しかも手数料なしで）、複数の口

座をシームレスに統合することによるファイナンシャルプランニング、自動化されたウェルスマネジメント（ロボアドバイザー）、オーダーメイド型の保険商品などがその例です。

効率の大幅な改善を背景に、企業はイノベーションを通じた生産性の向上へと、その取り組みを移行させてきました。そのような環境では、新しい金融サービスが各種新しいサービスの中でも重要な部分となり、その恩恵はすべてデジタルインフラの進歩に起因します。これとあわせて、多くの業界でワークスタイルがより柔軟になれば、日本の国内経済は、あまりにも長い間にわたり見せ掛けのようにさえ思えた力強さをようやく取り戻すことになります。金融サービスの遅れを取り戻すことが、次の成長サイクルの中でイノベーションを図るための重要な一里塚となると思われます。



## OUTLOOK FOR WEALTH CREATION

In 2019, the world seems at a crossroads of slowing monetary incentives giving way to more sustainable sources of growth. In and outside of Japan, the focus of wealth creation is shifting from quantities to the quality of assets, income, and investment. In Japan, Abenomics is shifting from monetary policies to a renewed focus on productivity at all levels. New trade agreements with Europe and Asia are being joined by domestic micro reforms, such as workstyle reforms, and service innovation that are increasing incentives to invest in Japan and abroad.

Headwinds remain, however. Mature economies are ageing at a fast rate and globalisation will not support exports and growth in emerging economies

as much as it did in the past. Companies in Japan are aware of these challenges and are increasingly investing in smart assets and digitalisation. Value-added services from consumer services to retail and healthcare are already thriving and have become profitability leaders. On this basis, increasingly innovative companies are venturing into digital initiatives for the 2020 Olympics, which stretch from 5G networks to new concepts for mobility and fintech innovation. Sustainable wealth creation, it seems, is increasingly gravitating towards Asia's mature growth centres, with Tokyo catching more and more of the attention – before the 2020 Olympics and beyond.

## 富の創造の見通し

2019年、世界は経済的な刺激策を減速させ、持続性のより高い成長要因にその道を譲る転換点に来ているようです。日本国内外で、富の創造の焦点は資産、所得、投資の量から質へと移行しつつあります。日本の「アベノミクス」は、従来の金融政策から、あらゆるレベルでの生産性という新たな施策へと焦点を移行してきています。EUと日本間で締結された新しい貿易協定は、働き方改革などの国内の「ミクロ改善」と、日本国内外への投資のきっかけを増やすサービスイノベーションがセットになっています。

ただ、向かい風も相変わらず吹いています。各地の成熟経済は高齢化が急速に進んでおり、グローバル化も、昔ほどには新興経済圏の輸出や成長の下支えになっていかないと思わ

れます。日本国内の企業はこのような厳しい状況を把握し、「スマートアセット」とデジタル化への投資を増やしています。消費者サービスから小売、医療までの付加価値サービスはすでに活況で、収益性としてはトップクラスになっています。以上を踏まえ、革新的な色を強めている各企業は、2020年のオリンピックへ向けて、5Gネットワークから新しい概念のモビリティやフィンテックイノベーションに及ぶ、いわゆるデジタルイニシアティブへ果敢に参入しています。持続可能な富の創造を見ると、アジアの成熟市場の成長の中心へだんだん引き寄せられているようで、東京に注目がますます集まっています。これは、どうやら2020年オリンピックまでの話ではなく、それ以降も続くようです。





**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., Zurich, which is supervised by the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA, 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., Zurich, 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.** Entities within the Julius Baer Group, except Julius Baer Wealth Advisors (India), provide advice which is not considered ‘independent’ in the sense given to that term by the EU Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments (known as MiFID II).

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 (EAM)/ External Financial Advisors (EFA):** In case this publication is provided to EAMs/EFAs, Julius Baer expressly prohibits that it be redistributed by the EAMs/EFAs or be made available to their clients and/or third parties. By receiving any publication, the EAMs/EFAs 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.

**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 Nomura 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 Nomura Wealth Management Ltd.

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

Member of the 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 (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. 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.

**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. 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, 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. Credit 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, 2019

Julius Bär



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 BAER NOMURA  
WEALTH MANAGEMENT LTD.

Head Office  
Stockerstrasse 54  
8002 Zurich  
Switzerland  
Telephone +41 (0) 58 888 48 00  
Fax +41 (0) 58 888 48 01

JULIUS BAER NOMURA  
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  
60 locations worldwide,  
including Zurich (Head Office),  
Dubai, Frankfurt, Geneva,  
Hong Kong, London,  
Lugano, Luxembourg, Monaco,  
Montevideo, Moscow,  
Mumbai, Singapore,  
and Tokyo.

