



Julius Bär

JULIUS BAER
WEALTH REPORT: JAPAN

NOVEMBER 2014

TABLE OF CONTENTS

目次

Editorial はじめに	2
Introduction to Julius Baer ジュリアス・ベアのご紹介	4
Macro Landscape マクロ環境	6
Profile of DKSH DKSHのプロフィール	30
Julius Baer Lifestyle Index ジュリアス・ベアライフスタイル指数	36
Investing in the education of the next generation in Japan 日本の次世代の教育に投資する	50
Conclusions おわりに	62
Important legal information 重要なお知らせ	64

EDITORIAL

Dear Reader,

In the inaugural Julius Baer Wealth Report: Japan, we closely examine recent developments under the 'Abenomics' policy umbrella and posit what lies ahead for the Japanese economy. In this light, a unique combination of factors, both domestic and external, is combining to foster wealth accumulation. By the same token, the Julius Baer Wealth Report: Japan demonstrates our commitment to Japan, a leading economic and financial centre.

In this vein, Japan is poised to leave behind the recent deflationary past, setting into motion a range of new growth drivers for the economy. These coincide with stronger growth in Southeast Asia which is in turn becoming increasingly integrated with the global economic and financial system. Julius Baer believes that Japan's investors and firms will benefit from further internationalising their activities, as well as the revitalisation of the domestic economy that has just begun.

Echoing work done in the flagship Julius Baer Wealth Report: Asia series of reports, we highlight some key findings with regard to the cost of living in luxury in Tokyo. In US dollar terms, luxury goods and services in Japan have become more affordable because of the depreciation of the yen. In yen terms, however, luxurious living has become more expensive over the past year, reinforcing what is being witnessed in standard measures of inflation.

On a per capita basis, Japan continues to set new standards in the level of investment being made in educating and preparing the next generation. As part of our longer term perspective on the transfer of wealth from one generation to the next, we take a close look at how the views on education differ in Japan, relative to affluent parents in Singapore and Hong Kong.

With these topics and more, we invite you to share the insights of the Julius Baer Wealth Report: Japan and thank you for your interest.

はじめに

読者各位

この度は、『ジュリアス・バアウェルスレポート：日本』（初版）をご高覧いただきありがとうございます。このレポートでは、「アベノミクス」政権下での日本経済の動向を細かく検証し、その先行きについての当社の見通しを示しております。その検証で明らかになってきたことは、富が蓄積されていく過程において、国内外の事情が複雑に絡むという日本独特の環境です。

日本は長く続いたデフレ状態からの脱却を目指してきましたが、このところ様々な経済成長の新たな兆候が見えはじめてきています。これに加え、東南アジアの力強い成長も著しく、世界の経済と金融システムとの一体化が進み注目を浴びています。ジュリアス・バアは、今後のさらなる国際化と、始まったばかりの日本国内経済の再活性化こそが、日本の投資家や企業にとっての大きな利益に結びつくと考えています。

ジュリアス・バアの代表的な刊行物であります『ウェルスレポート：アジア』の一連のレポートでも取り上げましたが、本レポートのハイライトは東京の富裕層の生活コストに関する大きな発見です。米ドルの視点から見ると、日本における高級品や一流サービスは円安により手の届く価格となってきました。一方で円建てでは、この1年で高級品はより高価なものとなってきており、標準的なインフレ指標に表れていた数字がより実感できるようになってきています。

教育に目を向けると、日本は次世代のための準備に対する投資という点で、国民一人当たりの金額として最高レベル更新の傾向が続いています。これに関連して、本レポートでは世代間の富の継承に関する長期的な展望として、日本の親の子供に対する教育の考え方が、シンガポールや香港の富裕層とどのように異なるかも詳しく見ていきます。

『ジュリアス・バアウェルスレポート：日本』の作成は、ジュリアス・バアが日本を重要な経済圏・主要な金融センターとして捉え、地域における取り組みを強化している姿勢の表れです。以上のような話題をはじめとして、他にも様々な興味深いポイントについて掘り下げています。この機会に是非ご一読くだされば幸いです。



Dr. Thomas R. Meier
Member of the Executive Board
Region 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

INTRODUCTION TO JULIUS BAER

Julius Baer: the international reference in pure play private banking, driven by clients' needs, founded on a solid Swiss heritage.

Julius Baer is the leading Swiss private banking group. We focus on providing high-end services and in-depth advice to private clients based around the world. Our client relationships are built on partnership, continuity and mutual trust. The renowned brand Julius Baer is synonymous with best-in-class investment solutions and comprehensive advice based on a truly open product and service platform. We manage our company for the long term – going on 125 years now.

Committed to excellence in everything we do, we strive to position our Group at the forefront of the global wealth management industry. Independent in all aspects of our business activities, we pursue a corporate strategy based primarily on six cornerstones:

- a business model dedicated to pure play private banking
- a distinct value proposition and service excellence focus
- a truly open and managed product platform
- a client-centric management culture
- a strong brand name
- a rich Swiss heritage and independence since 1890

These cornerstones are complemented by prudent financial and risk management, resulting in a very strong capital base and comparatively low risk profile. We aim to achieve sustainable and industry-leading profitable growth, thus remaining competitive and highly attractive to our clients, to the relationship managers (RMs) taking care of them, to all other employees and to our Swiss and international shareholder base.

In Asia, our second home market, Julius Baer employs more than 1,000 across Hong Kong, Jakarta, Singapore, Shanghai and Tokyo. A strong testimony to our dedication to serving clients in the region, Julius Baer has been awarded 'Best Boutique Private Bank in Asia' by The Asset, a leading finance industry publication, for five consecutive years since 2010.

Julius Baer is currently in the final stages of integrating Merrill Lynch's International Wealth Management business outside the US. This will increase the Group's presence to more than 25 countries and 50 locations.

ジュリアス・ベアのご紹介

ジュリアス・ベア: スイス金融の伝統を受け継ぎ、お客様のニーズをしっかりと捉えたグローバルなプライベートバンキング

ジュリアス・ベアは業界をリードするスイスのプライベートバンキンググループです。当グループは、世界を拠点とする個人投資家の皆様に対して、最高レベルのサービスときめ細やかなアドバイスを提供することを業務の柱に据えております。私たちの業務はお客様との密接な関係の上に成り立っており、その礎となるのがパートナーシップ、継続性、そして信頼です。ブランド知名度を世界的に上げたジュリアス・ベアは、最高クラスの投資ソリューションと、幅広い商品・サービスに基づいた総合的なアドバイスの代名詞とされるまでに成長しました。創業から125年を迎える当グループは、これからも長期的な展望を重視した企業活動に努めてまいります。

私たちは、業務のすべてにおいてトップとなることを目指し、グループが世界のウェルスマネジメント業界の最前線に立つことができるように努力しております。そのために、各部門の事業内容の違いに関係なく、主に次の6つのコンポーネントを基礎とする企業戦略を展開しています。

- ・ プライベートバンキングに特化したビジネスモデル
- ・ 明確な価値の提案とレベルの高いサービスを重点とした取り組み
- ・ 真にオープンで管理体制の整った運用商品基盤
- ・ お客様第一の企業文化
- ・ 強いブランド力
- ・ 1890年の創業以来受け継がれているスイス金融の伝統と独立性

これらの基礎は慎重な財務管理とリスクマネジメントによって固められており、その結果として当グループの資本基盤の強さと、リスクプロファイルの低さが実現しています。私たちは高い競争力を維持し、また投資家の皆様はもちろんのこと、お客様の対応に当たるリレーションシップ・マネージャーや弊社全社員、スイス内外の株主の皆様にとっての大きな魅力となるように、業界最高レベルの、持続性ある収益拡大を遂げることを目指しております。アジアは当グループにとっての第2のホームグラウンドです。私たちは東京をはじめとして香港、ジャカルタ、シンガポール、上海の各都市に合計1,000名以上の従業員を配置し、この地域のお客様へのサービス提供に力を入れております。そのコミットメントの証として、ジュリアス・ベアは著名な金融業界誌『The Asset』が選ぶ「アジア最優秀プティックプライベートバンク賞」を2010年から5年連続で受賞しており、これも地域の投資家の皆様のご支援の賜物と考えております。当グループは現在、メリルリンチの米国以外の国際ウェルスマネジメント事業を統合する最終段階を迎えており、これが完了すればグループの拠点は25カ国で50カ所を超えることとなります。ジュリアス・ベアはこれからも、お客様の皆様のために成長を続けてまいります。

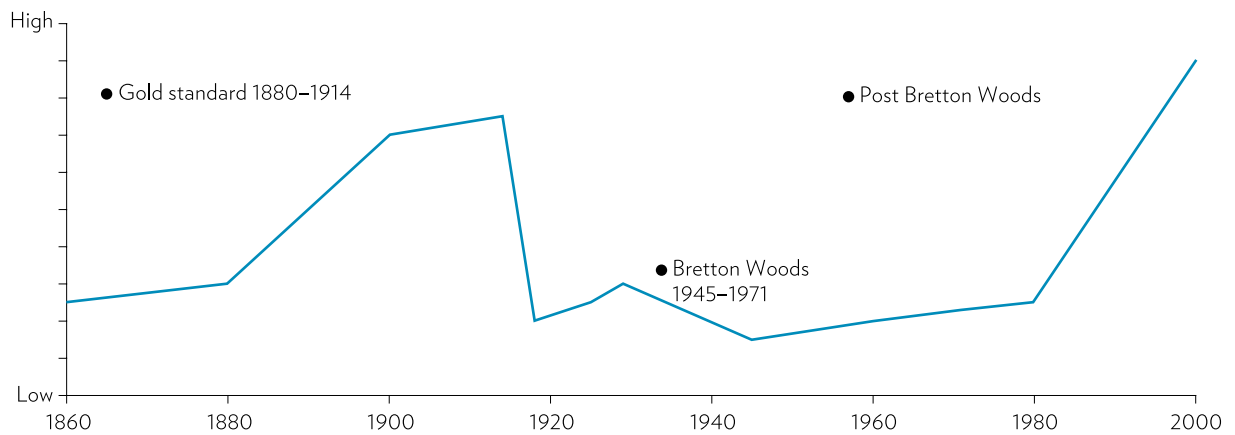
MACRO LANDSCAPE

Why globalisation matters

The history of wealth creation and prosperity appears inexorably linked to how well nations manage the challenges and opportunities of a globalised economy. Being internationally competitive enables growth that can well supersede the limits imposed by the size of the domestic economy. While often thought of as a new phenomenon, it can be argued that globalisation, both in a physical trade between nations and financial

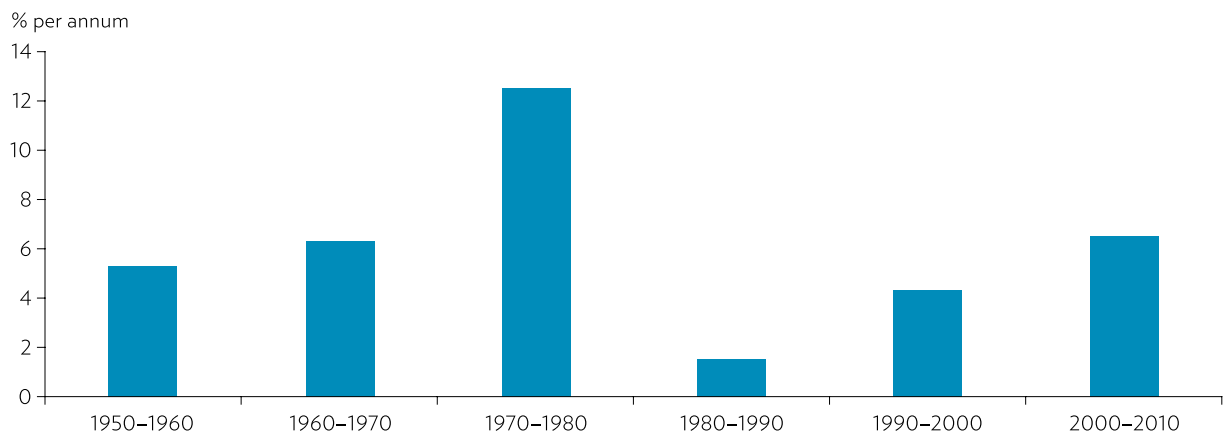
flows between investors, is a centuries old process. Indeed, the growth of global trade volumes has averaged 6% over the past six decades and financial globalisation has surged since 1950¹. Across Asia today, economic cycles are becoming increasingly synchronised², as economic barriers between nations continue to fall and supply chains become further integrated and complex.

Chart 1: Stylised view of capital market mobility in modern history



Source: Introspection, 'Globalisation and Capital Markets' Obstfeld & Taylor, 2003, Julius Baer

Chart 2: Real growth in trade in goods and services



Source: Citigroup, Julius Baer

¹ 'Globalisation and Capital Markets', Obstfeld and Taylor, NBER Working Paper, January 2003.

² Asia Pacific Regional Economic Outlook, International Monetary Fund, April 2014.

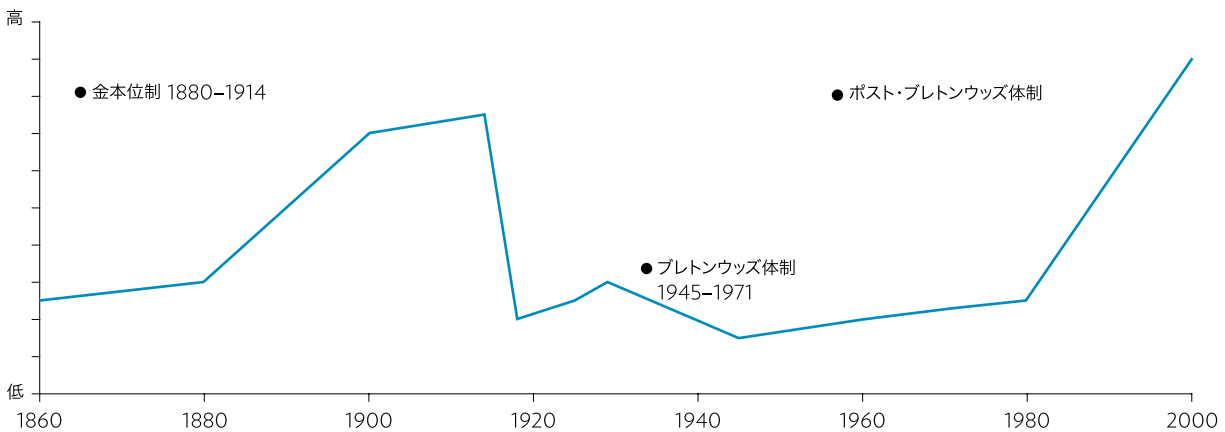
マクロ環境

グローバリゼーションが重要な理由

富の創造と繁栄の歴史は、経済のグローバル化に伴う課題や機会に、各国がどう対応していくか密接に関係していると思われます。国際競争力があれば、国内経済の規模による限界をはるかに上回る成長が可能になります。グローバリゼーションは新しい動きと思われがちですが、国家間の物理的な物の交換と

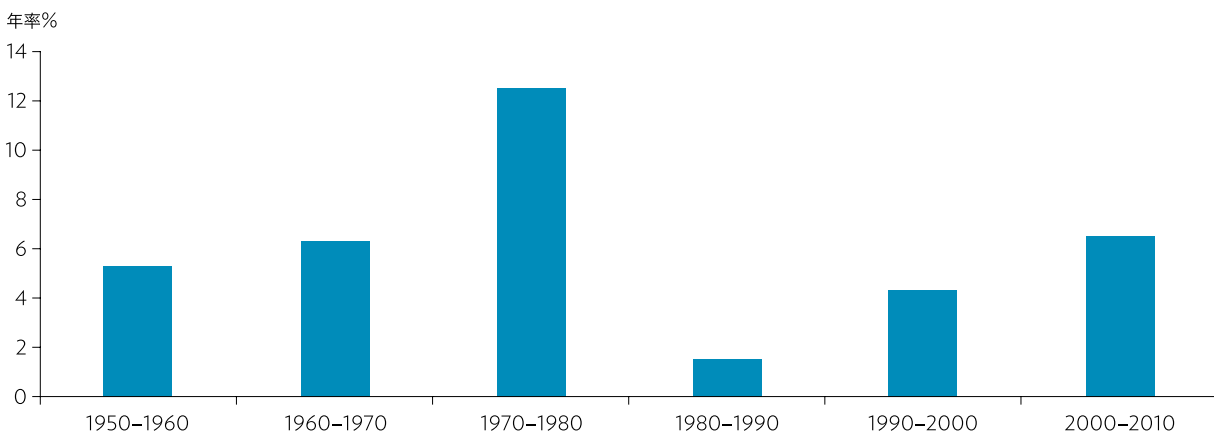
しても投資家間の資金の流れとしても、何百年も前から存在していたと言えます。実際には、世界貿易はこの60年で平均6%拡大し、また金融のグローバル化も1950年から急拡大しています¹。国家間の経済の垣根が低くなり続け、サプライチェーンの統合と複雑化が進むにつれて、今日のアジア全体にわたり景気サイクルの同調性がますます強まっています²。

図表 1: 現代史における資本市場流動性の図式化



出所: Introspection, 'Globalisation and Capital Markets' Obstfeld & Taylor, 2003, ジュリアス・ベア

図表 2: 財とサービス貿易の実質伸び率、年間%



出所: シティグループ、ジュリアス・ベア

¹ 'Globalisation and Capital Markets', Obstfeld and Taylor, NBER ワーキングペーパー, 2003年1月.

² Asia Pacific Regional Economic Outlook, 国際通貨基金, 2014年4月.

‘Abenomics’ and ASEAN

The latest chapter in Asia’s deeper integration is the advent of the ASEAN 2015 initiative. This promises, over the medium term, to create a more level playing field between nations by granting unprecedented market access. Julius Baer believes that Southeast Asia is at the cusp of achieving structurally higher income levels as increased competition and economic freedoms within the region unleash their full potential. For Japan, this coincides with immense structural change that is taking place domestically, under the ‘Abenomics’ policy framework. The combination of liberalised trade and market access in Southeast Asia over the medium term and a post-deflationary Japan represents a pivotal moment, in our view, which in turn could have profound implications for wealth creation across the whole region.

Deep transformations are nothing new

To better understand the present, we can turn to the past and look to other periods of major economic transformation. For Japan, its rapid economic globalisation began in the 1860’s and few industries can tell the tale of this remarkable journey as well as textiles. Cotton textiles manufacturing provides the economic historian with a useful template for under-

standing how capital, labour and technology combine with international competition to forge economic development and growth. This industry is also special in a developmental context, in that academics argue that it helps spawn a range of complementary industries. Indeed, Austrian economist Joseph Schumpeter has remarked that as far as Britain is concerned, its industrial development in the 19th century ‘can be resolved into the history of this single industry’.³

Cotton manufacturing in Japan is a narrative that details how global production moved quickly to economies that innovated via technology, had efficient production and managerial prowess. Cotton manufacturing, started in the the United Kingdom in the 1770’s, was established in the United States by 1812, peaked in Japan in the late 1920’s and has long since moved on to other nations, namely China.⁴ The baton was passed to the next economy, as costs and other factors rendered the incumbent nation uncompetitive. For Japan, the development of cotton manufacturing over the past century is not limited to an industrialisation process that most wealthy nations have gone through. There is a parallel history that captures the determination of companies to overcome adversity and thrive in a globalised economy.

³ The Travels of a T-shirt in the Global Economy, Pietra Rivoli, John Wiley and Sons, 2005.

⁴ Ibid.



「アベノミクス」とASEAN

東南アジア諸国連合 (ASEAN) 2015 イニシアチブは、アジアの統合を進める最新の動きです。ASEAN 2015 は、これまでにない市場アクセスの容認により、国家間でより対等な貿易環境を実現する中期的な取組みです。ジュリアス・ベアは、東南アジアが域内での競争と経済の自由化の促進によって潜在力が解放され、構造的に高所得水準を達成する日は近いと考えています。日本ではこれと並行して、アベノミクスの政策の枠組みの下、国内で大規模な構造的変化が進んでいます。東南アジアの中期的な貿易自由化および市場の開放と、日本のデフレ脱却が重なるという重要な局面は、後に地域全体の富の創造に重大な意味をもたらすと見ています。

大規模な変革は今に始まったことではない

現在置かれている状況を理解するため、過去に経済が大転換を遂げた時代を振り返りましょう。日本における経済のグローバル化は1860年代に始まりましたが、この目覚ましい発展の歴史を伝えられる産業は繊維業のほかには見当たりません。資本、労働力、技術がどのように国際競争と結びつき、経済の

発展と成長が促されるのかを理解する上で、綿織物産業は経済の歴史的見地から、非常に有用な例を示しています。また、綿織物産業は様々な副次産業の誕生につながると学者が主張するように、発展の背景を知る上でも特別な意味を持っています。オーストリアの経済学者ヨーゼフ・シュンペーターは、19世紀の英国の産業発展について、「解析してみると、このひとつの産業の歴史に行き着く³」と述べています。

日本の綿織物産業は、世界で行われていた生産が、技術を通じて革新を遂げ、生産と経営効率にすぐれた経済にいかに関与して移行したかを如実に物語っています。1770年代に英国で始まった綿織物産業は1812年までに米国で確立され、日本では1920年代後半にピークを迎え、以後、中国など他の国に広まっていきました⁴。コスト、その他の要因によって現行の国の競争力が低下すると、そのバトンは次の国へと渡されていきました。日本の場合、過去100年間にわたる綿織物産業の発展は、単に世界の先進国が経験したような産業化の過程だけの話ではなく、試練を克服し、経済のグローバル化の中で繁栄を遂げようとする企業の決意の歴史でもあります。

³ The Travels of a T-shirt in the Global Economy, Pietra Rivoli, John Wiley and Sons, 2005年.

⁴ 同書.

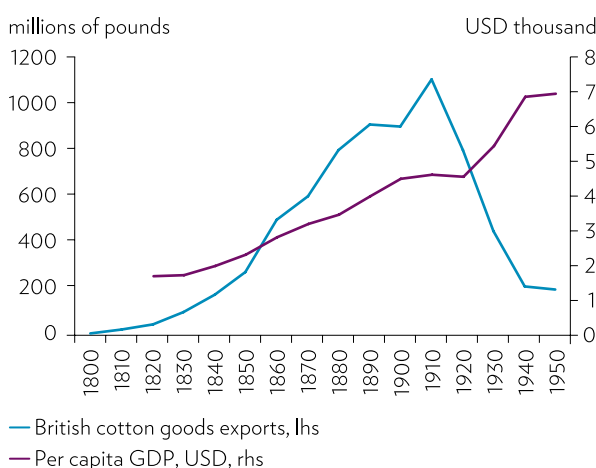


Moving up the value chain

Work done by researchers from the University of Tokyo and Carnegie Mellon shows that, at its nascent stage in the late 1880's, the industry totalled just 21 firms operating small factories with basic technology.⁵ After a huge growth in output and technological advances, Japan's cotton industry was suddenly hit by overcapacity, spawning a wave of consolidation in 1898. By the 1920's over 70 mergers and acquisitions had taken place, covering 95 factories. Extensive academic research into these companies during this period underscores how profitable firms purchased less profitable ones, but by retooling their processes and managing sales better, enhanced both

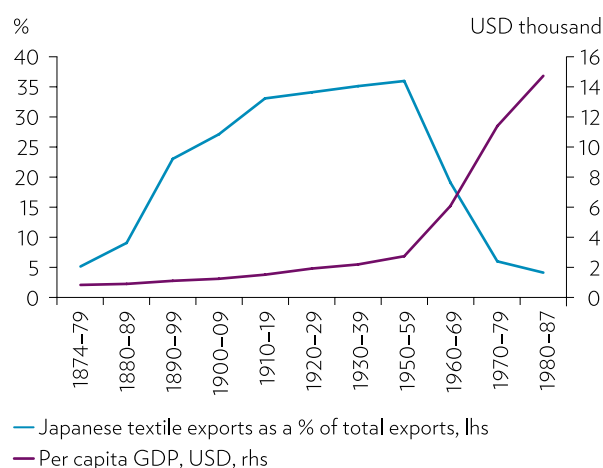
productivity and earnings. Echoing the transition that all successful economies undergo, Japan moved on from domestic cotton production to higher value added goods and services. By the 1950's, textile exports had dwindled quickly. At the same time, however, new industries had emerged, enabling per capita income to surge, eventually making it one of the wealthiest nations. Julius Baer estimates that Japan today is home to over two million High Net Worth Individuals (HNWI), having the minimum equivalent of USD 1 million in investable wealth. Across Asia, based on our estimates, this means that approximately half of the region's High Net Worth Individuals reside in Japan.

Chart 3: Britain's lead in cotton ...



Source: Park and Anderson 1991, from 'The travels of the t-shirt in the global economy', Pietra Rivoli, Wiley Press, 2005, Angus Maddison, Julius Baer

Chart 4: ... passed onto Japan



Source: Park and Anderson 1991, from 'The travels of the t-shirt in the global economy', Pietra Rivoli, Wiley Press, 2005, Angus Maddison, Julius Baer

Addressing the legacy of deflation

This seminal chapter, more than a century ago in corporate Japan's past, undermines the view that stagnation is the status quo, a perception that the onset of deflation over the past fifteen years has arguably reinforced. Instead it underscores that in the face of competition and the need for change, Japan thrived by proactively addressing specific challenges.

In the present day, perhaps the key question which preoccupies policy makers, academics, businesses and ultimately households is whether the Japanese economy can or will set aside the legacy of deflation. We address this issue first before moving onto the opportunities and challenges posed by the increased economic integration taking place in Asia today.

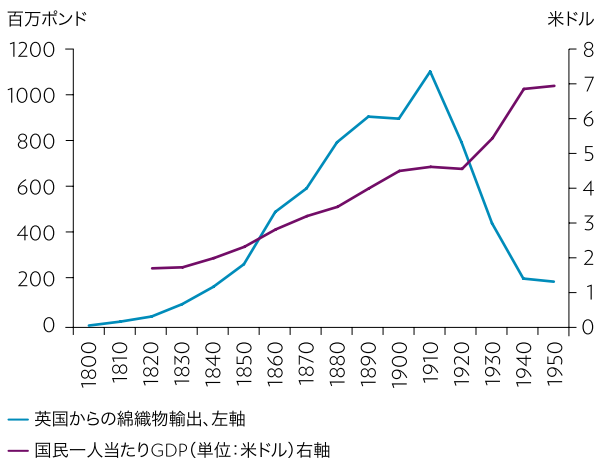
⁵ 'Acquisitions, Productivity and Profitability: evidence from the Japanese cotton spinning industry', Braguinsky, Ohyama, Okazaki and Syverson, NBER Working Paper, February 2014.

バリューチェーンを駆け上がる

東京大学とカーネギーメロンの研究者が行った研究によると、1880年代の綿織物産業の草創期に基本的な技術を用いて小規模な工場を運営していた会社は21社に過ぎませんでした⁵。生産高が急増し、技術が進歩すると日本の綿織物産業は突如過剰生産力に見舞われ、1898年には統合の波が押し寄せました。1920年代までに、95の工場を対象に70件以上の合併や買収が行われました。この時代の会社を対象にした幅広い学術研究を見ると、採算の良い会社がそうではない会社をどのように買収したかが明らかになる一方、工程を改め売上管理を強

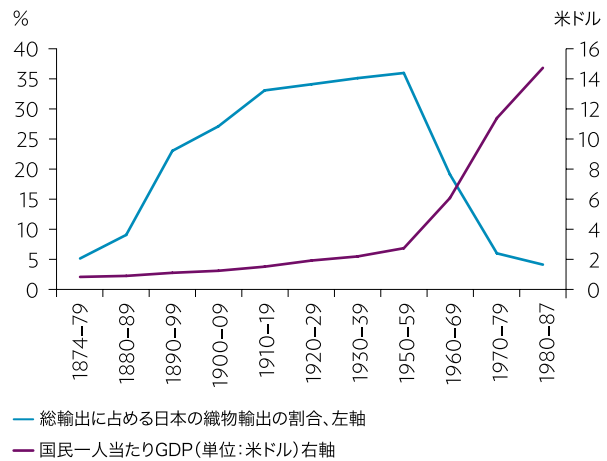
化することで、生産性と収益も拡大したことがわかります。経済発展を遂げた国の例に漏れず、日本は国内での綿織物生産から高付加価値の製品やサービスへと移行しました。1950年代までに繊維の輸出は激減しましたが、これに伴い、他の新たな産業が登場して国民一人当たりの所得は急増し、やがて日本は世界で最も裕福な国の仲間入りをしたのです。ジュリアス・ベアでは、日本には現在、最低100万米ドル相当の投資可能資産を有する富裕層が200万人以上いると推定しています。当社の推計を踏まえると、アジア全体の富裕層のおよそ半数が日本に居住していることになります。

図表 3: 綿織物でリードしていた英国は …



出所: Park and Anderson 1991, from 'The travels of the t-shirt in the global economy', Pietra Rivoli, Wiley Press, 2005, Angus Maddison, ジュリアス・ベア

図表 4: … 日本にリードを譲った



出所: Park and Anderson 1991, from 'The travels of the t-shirt in the global economy', Pietra Rivoli, Wiley Press, 2005, Angus Maddison, ジュリアス・ベア

デフレへの対応

100年以上前の日本企業が辿った黎明期的一幕は、停滞が当たり前前という、過去15年間にわたるデフレの開始によって固まった考え方を取り崩すものです。そしてこれはむしろ、日本が競争と変革の必要に迫られる中で、具体的な課題に積極的に対応することで繁栄してきたことを裏付けます。今日、政治家や

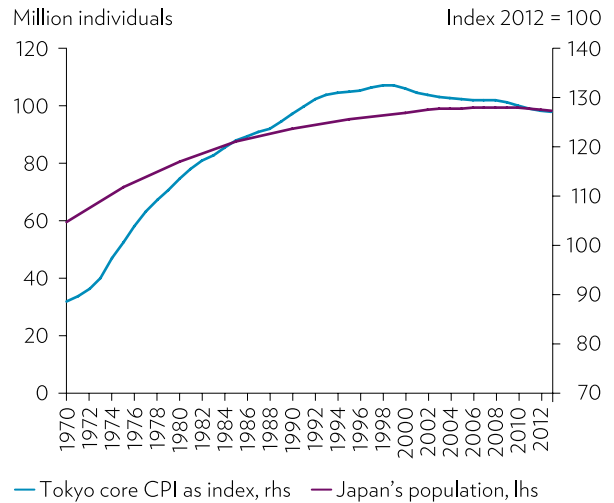
学者、ビジネス、さらには家計の悩みの種となる大きな問題は、日本経済にデフレという負の遺産を克服する能力があるか、そして実際にこれを克服していくことができるかどうかだと思います。本書ではまずこの問題を取り上げ、その後に現在アジアで進んでいる経済統合がもたらす機会と課題についての話に移ることにします。

⁵ 'Acquisitions, Productivity and Profitability: evidence from the Japanese cotton spinning industry', Braguinsky, Ohyama, Okazaki and Syverson, NBER ワーキングペーパー, 2014年2月。

Deflation can happen anywhere

More often than not, we would argue that observers point to Japan's aging population as the primary reason for the combination of structurally low growth, since the end of the Bubble Economy, and static prices. Indeed, the relationship between a declining and aging population, set against the longer term trend in core price measures would seem intuitive: that the presence of fewer consumers in their prime wage earning years would equally lessen demand-driven price increases over time. That said, while Japan's demographic profile is unique, deflation is not unique to Japan at all. In fact, since 1960, there have been well over sixty deflationary episodes recorded in major economies, including the United States, Germany and Switzerland. The demography of some, such as Saudi Arabia, which hosts a very young population, stands in stark contrast to Japan's.

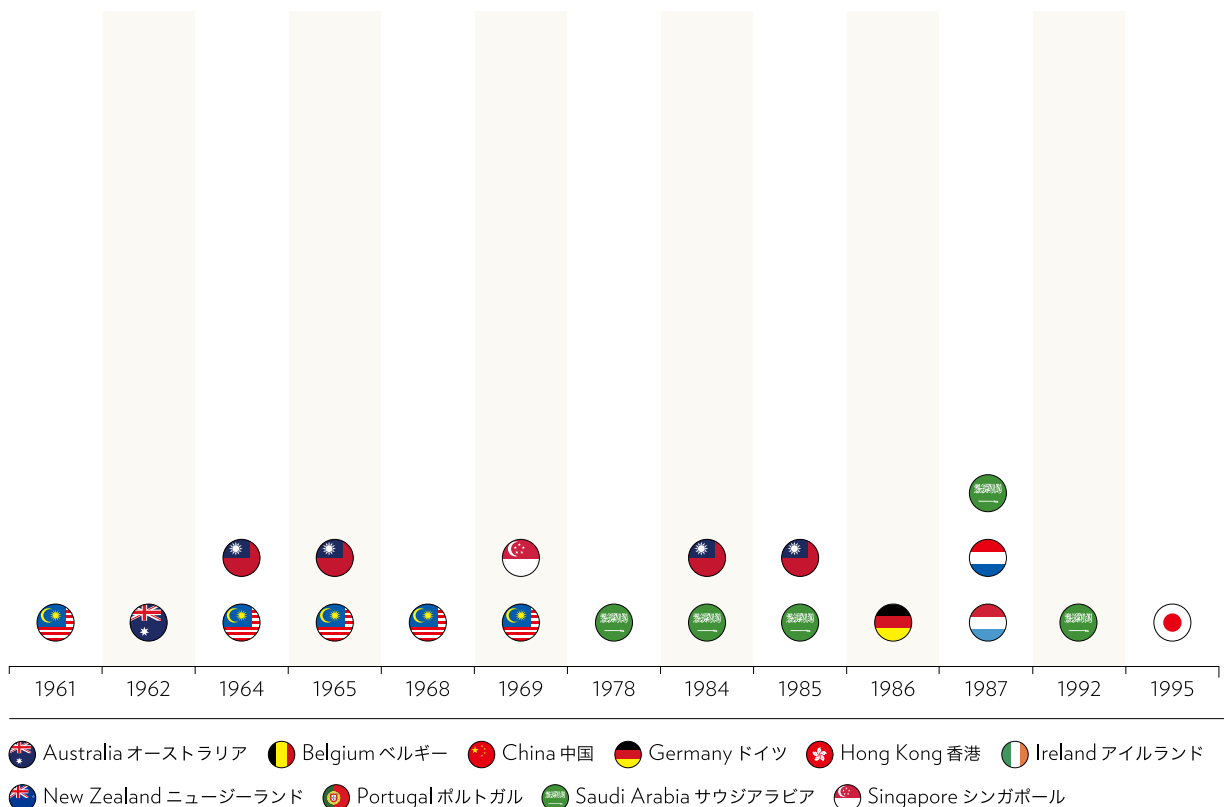
Chart 5: Declining population implies a drag on prices



Source: Datastream, Julius Baer

Chart 6: Deflationary episodes since 1960

図表 6: 1960年以降のデフレの状況



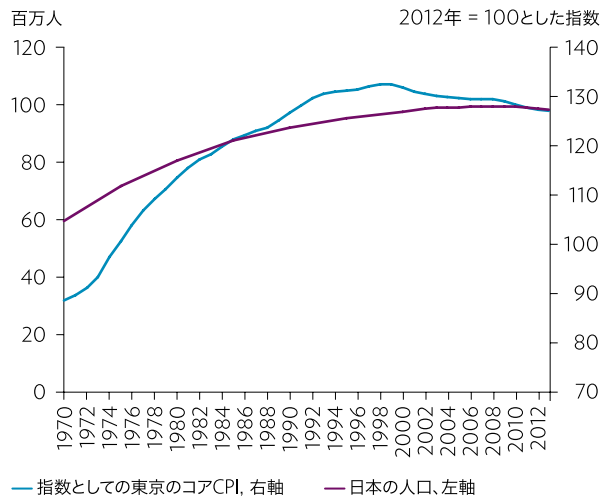
Source: IMF, Citigroup, Julius Baer

出所: IMF, シティグループ, ジュリアス・バア

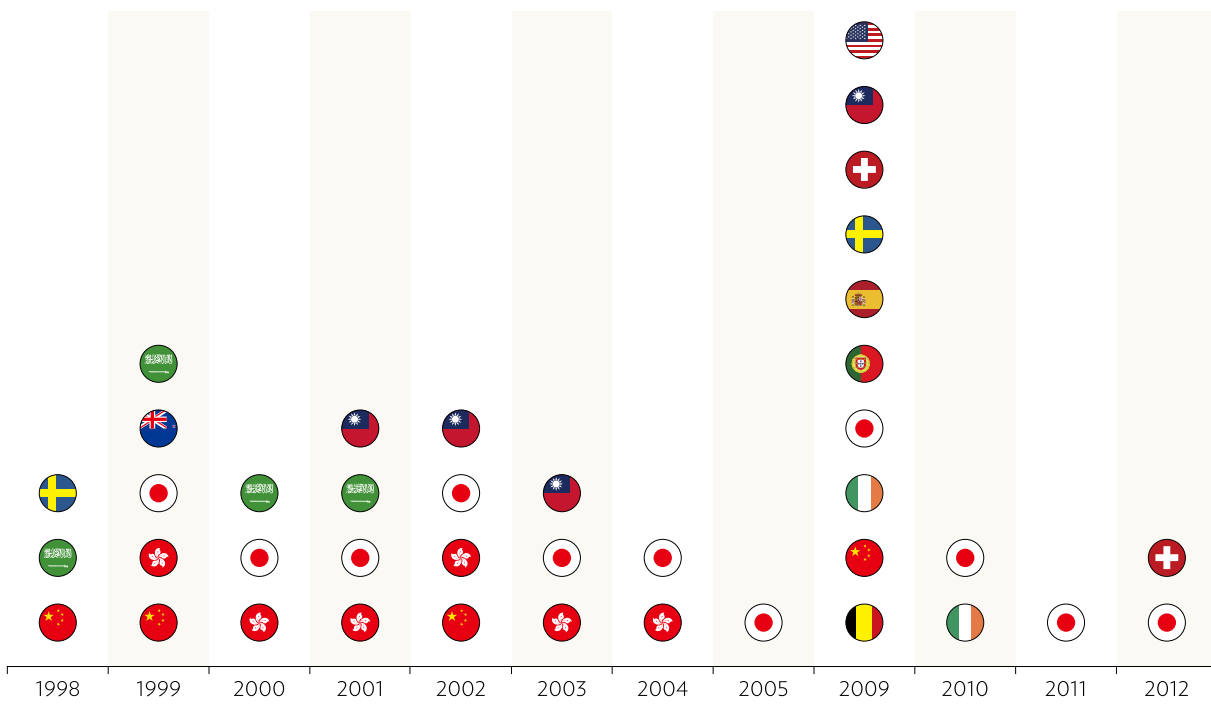
デフレはどこでも起こりうる

バブル景気以降の構造的な低成長と価格低迷の主因として、識者によって日本の高齢化が引き合いに出される点がよく指摘されます。確かに、コア物価指数の長期トレンドに照らした人口の減少と高齢化との関係は、賃金が最大となる年齢層に該当する消費者の数が減少すれば、時間の経過とともに需要主導の価格上昇も抑えられる、という説に直観的にうなずくことができるように思われます。しかし、日本の人口動態は独特ではあるものの、デフレは日本固有のものではありません。事実、1960年以降、米国、ドイツ、スイスをはじめ主要経済大国はデフレに60回以上見舞われています。サウジアラビアのように非常に若年層が多い国の人口動態は日本とは対照的です。

図表 5: 人口の減少は価格にとってマイナスか？



出所: データストリーム、ジュリアス・ペア



● Japan 日本 ● Luxembourg ルクセンブルグ ● Malaysia マレーシア ● The Netherlands オランダ
 ● Spain スペイン ● Sweden スウェーデン ● Switzerland スイス ● Taiwan 台湾 ● United States 米国

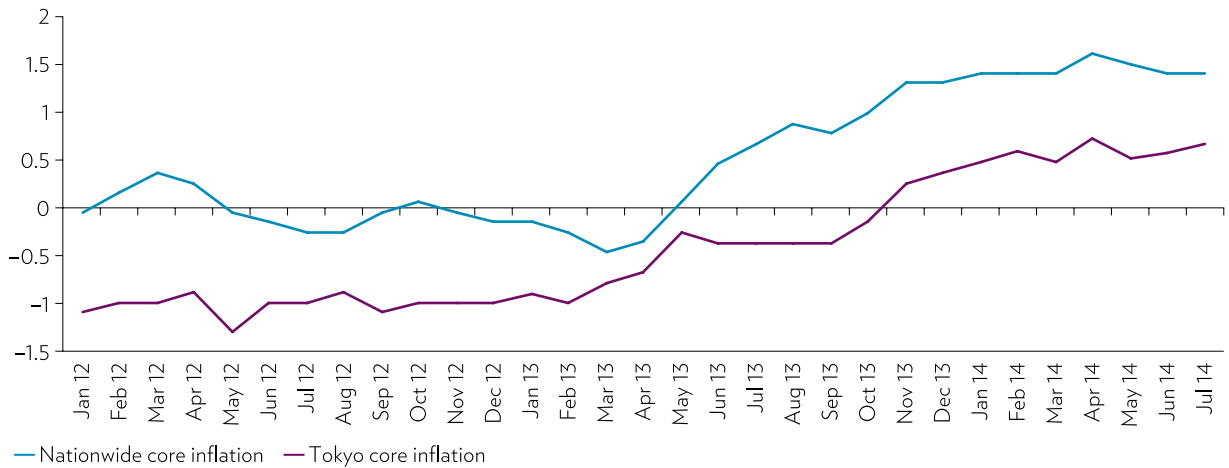
The Bank of Japan asserts itself

Assertive policy easing by the Bank of Japan, launched in April 2013, was a direct shock in an effort to lift inflation expectations. In the summer of 2014, the rise in core inflation (prices excluding traditionally volatile food and energy prices) had clearly picked up across the nation. Furthermore, a simple scatter plot chart of

core inflation and unemployment in Japan tells us that the conventionally understood 'Phillips curve' relationship applies as well – in other words, as Japan's economy gains traction and unemployment falls, there is additional room to argue that the Bank of Japan will meet its target of 2% inflation by the 2016 fiscal year.

Chart 7: 'Abenomics' is seeing a rise in core inflation

year on year % change in prices, adjusted for consumption tax increase



Source: JP Morgan, Julius Baer

Chart 8: The Phillips curve in Japan



Source: Japan Statistics Bureau, Bank of America Merrill Lynch, Julius Baer

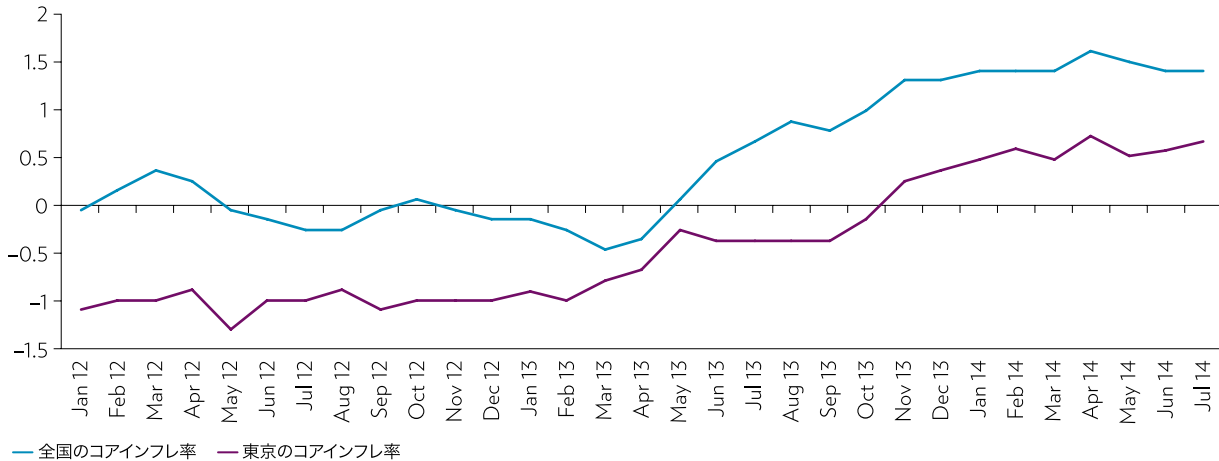
攻めの日銀

2013年4月に日銀が導入した大胆な金融緩和は、期待インフレ率の引き上げを狙ったショック療法でした。2014年夏の時点で、コアインフレ率（一般的に変動が大きいとされる食品とエネルギー価格を除く）の回復は、日本全国で明らかになってい

ます。さらに、日本のコアインフレ率と失業率を示したシンプルな散布図は、従来の「フィリップス曲線」の関係も当てはまることを示しています。つまり、日本経済に弾みがつき失業率が低下するにつれ、日銀が2016年度までに2%のインフレ目標を達成する余地は十分に考えられます。

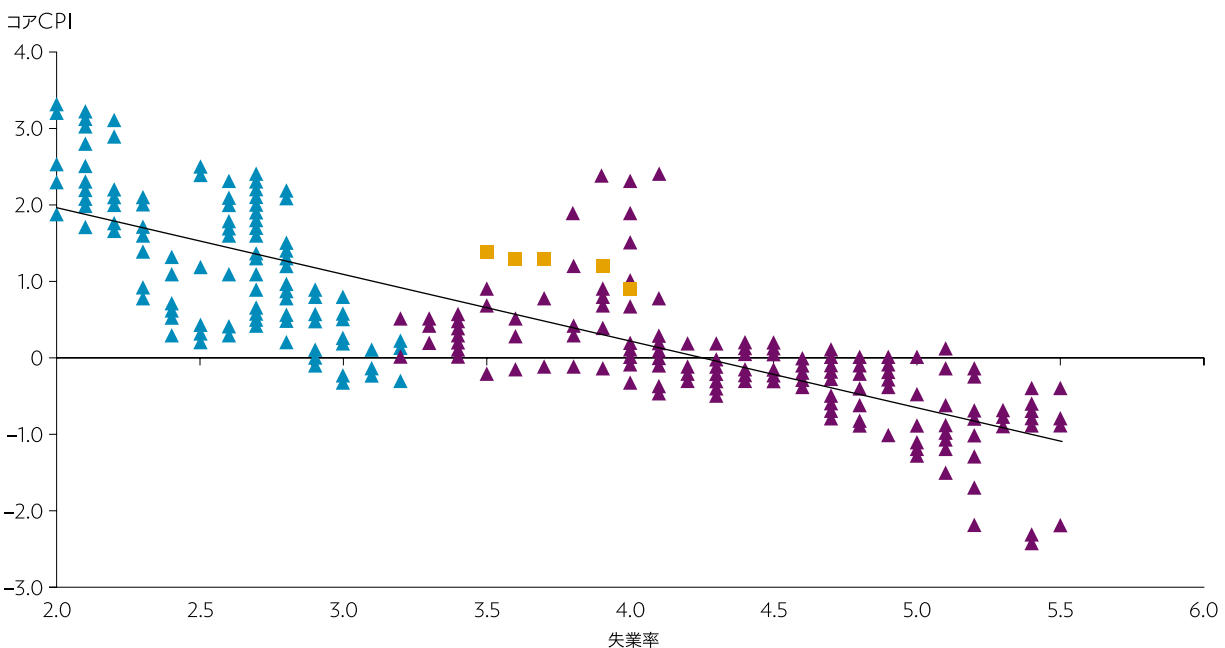
図表 7: 「アベノミクス」でコアインフレは上昇

消費税増税調整後の価格の前年比推移、%



出所: JPモルガン、ジュリアス・ペア

図表 8: 日本のフィリップス曲線



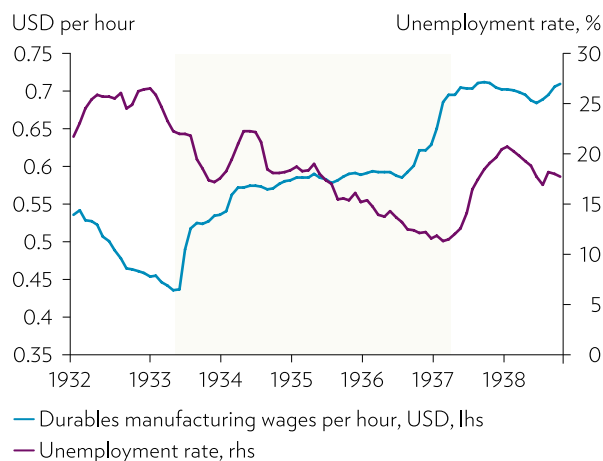
出所: 日本統計局、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、ジュリアス・ペア

Where is wage growth?

Beyond policy efforts at the Bank of Japan, however, arguably the critical component to ending deflation in Japan is a broader increase in real wages – which as per the summer of 2014, has yet to materialise in an unambiguous manner. Indeed, some market participants allege that this is a ‘missing link in ‘Abenomics’’: that corporate Japan had been too hesitant to pass on rising earnings to the labour force, thereby keeping the risk of deflation alive. We would caution against this conclusion. While admittedly a polemic example, the experience of the United States in the 1930’s demonstrates even a halving of the unemployment rate from over 20% in 1933 to 10% in 1937, was not accompanied with a marked increase in real wages. Wage rigidity can have many causes, which in the recent past has given rise to a prominent discussion on ‘pent up deflation’⁶. However, in Japan’s case, we do not believe this should distract from the mounting evidence that the job market is getting stronger (as witnessed by the impressive rise in job-to-applicant ratio), implying that real wage

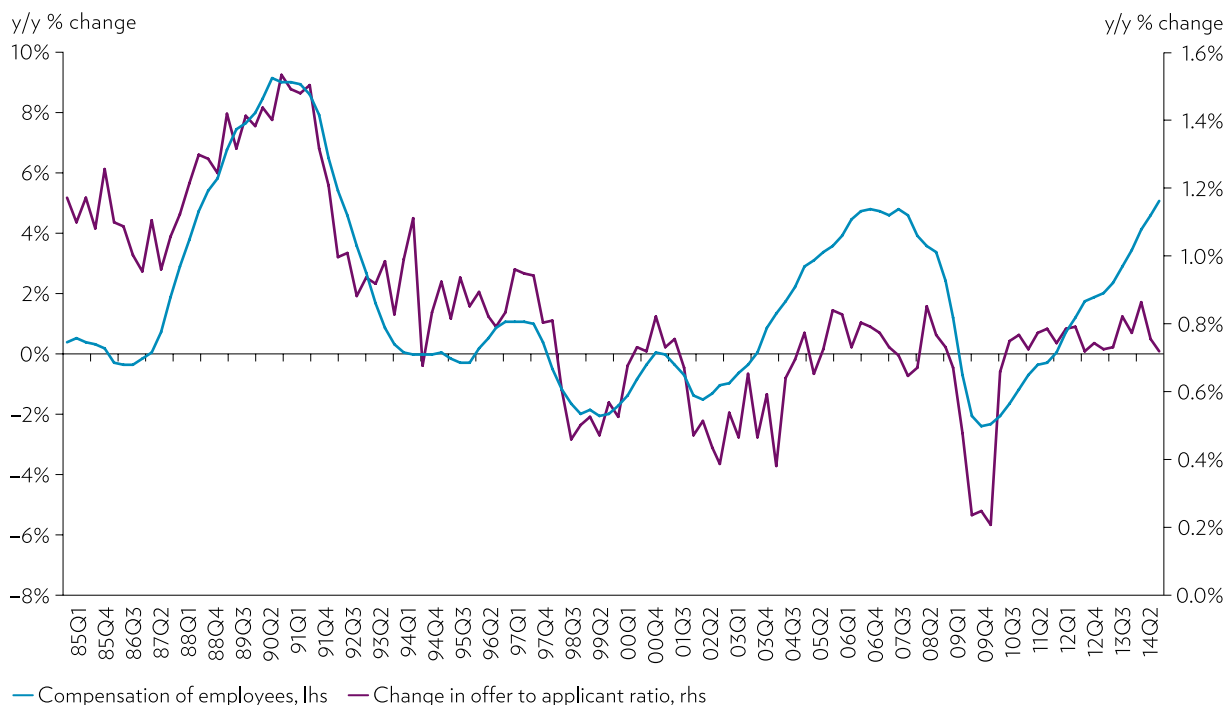
growth cannot be far away, as employers compete for qualified staff.

Chart 9: Falling unemployment need not coincide with wage rises



Source: JP Morgan, Julius Baer

Chart 10: Japan’s labour market is getting stronger



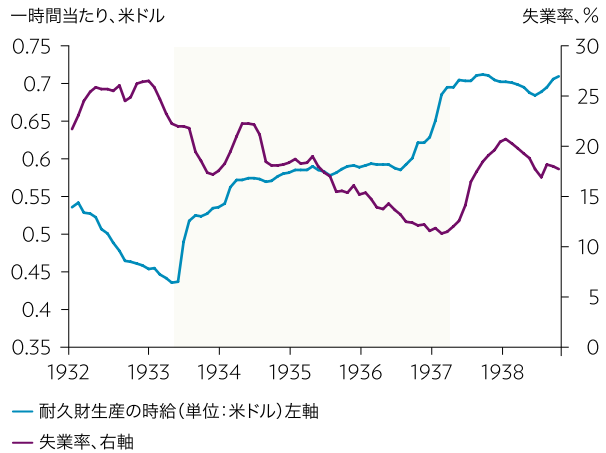
Source: Datastream, Julius Baer

⁶ Michael E. Feroli, ‘Pent-up wage deflation: lessons from the Great Depression’, JP Morgan, September 2014.

賃金の伸びはどこから？

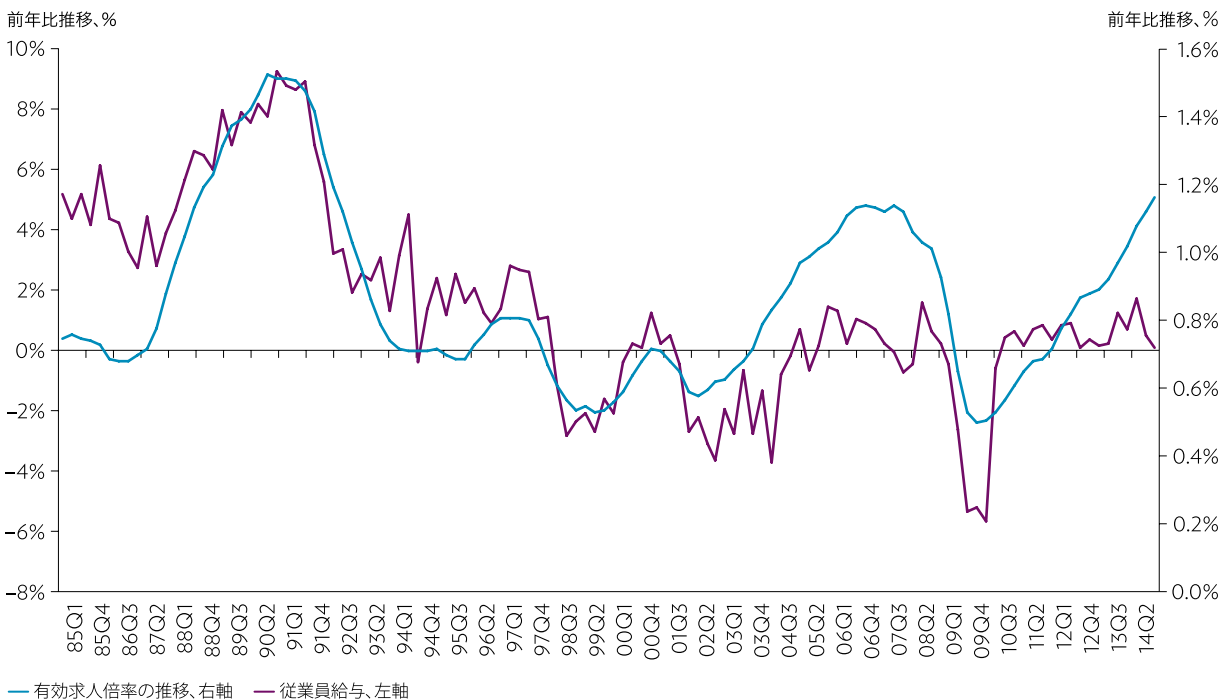
日銀の政策努力に加え、日本のデフレ脱却に不可欠な要素として実質賃金の上昇が議論の対象となりますが、2014年夏の時点では、実質賃金の上昇は実現していません。これこそ、アベノミクスに欠けている要素だという市場参加者もあります。日本企業が売上の増加を労働者に分配することに及び腰であることが、デフレからの脱却の妨げとなっているというのです。このような結論を導くには、注意が必要です。明らかに議論の余地のある例ではありますが、1930年代の米国では、1933年に20%台だった失業率が1937年に10%まで低下したものの、実質賃金は目立って増えませんでした。賃金硬直性⁶の原因は多くありますが、最近では「ペントアップ賃金デフレ」(景気回復局面にも関わらず賃金が上がらない)が盛んに議論されています⁶。しかし日本の場合、これによって雇用市場の強含みを示す証拠(有効求人倍率が著しく改善していることなど)が増えている傾向はぶれることなく、雇用する側の人材獲得競争が激しくなるとつれ、実質賃金が上昇する日も遠くはないと考えています。

図表 9: 失業率の低下は必ずしも賃金の上昇を伴わない



出所: JPモルガン・ジュリアス・ペア

図表 10: 日本の労働市場は好転している



出所: データストリーム、ジュリアス・ペア

⁶ Michael E. Feroli, 'Pent-up wage deflation: lessons from the Great Depression', JP モルガン, 2014年9月.

An earnings bonanza

Japanese companies have undoubtedly seen a surge in profits, in part due to the 2012 depreciation of the yen. This is a far cry from the Lehman Shock period, where the combined index constituents of MSCI Japan had their earnings wiped out. Today, in yen terms, corporate Japan has not seen such levels of profits since 2007, which is a remarkable outcome. In the case of 2007's earnings peak, the economy had completed a multiyear process to reign in debt to

equity ratios, private investment was on the rise, non-performing loans in the banking system had been addressed and overall economic growth was a strong 2%⁷. Put differently, in the corporate sphere, Abenomics has already achieved what took much longer to deliver under far more favourable circumstances one decade ago. Given the scale of this achievement, we return to our earlier point that rising real wages in Japan are a case of 'when' and not 'if', which in turn will cement the end of the deflationary period.

Chart 11: Japanese corporate earnings are booming



Source: Datastream, Julius Baer

Corporate Japan is buying abroad

We posit that Japan is at a crossroads, departing the legacy of deflation, this having both domestic and external catalysts as a result. The external catalyst is that, having fully recovered to the 2007 earnings peak, corporate Japan now has a unique opportunity to further internationalise the source of future earnings, from a position of balance sheet strength. In particular, in our view, the economies of Southeast Asia are at an important turning point in terms of economic growth, holding great promise. Indeed, since 2006, there has been a sea change in corporate outbound mergers and acquisitions (M&A) strategy.

In 2006 alone, almost USD 75 billion of external M&A occurred, in one year equalling the entire M&A volumes of the 1990s. 2012 was a record year for outbound M&A, with the bulk of targets being in North America and Western Europe. That said, 2013 marked a record year for M&A in Asia ex-China, totalling over USD 11 billion. This trend is equally reflected in the Foreign Direct Investment (FDI) flows, whereby investments are being made overseas; as separate from M&A. 2013 was a record year for Japanese outbound FDI, echoing what is being seen in M&A already: that Asia ex-China is gaining rapid prominence from a low base of comparison.

⁷ 'Lost Decade' in Translation: what Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession', Sztyed, Kang and Tokuoka, IMF Working Paper, December 2009.

増収増益

2012年からの円安もあり、日本の企業の利益が拡大したことは確かです。MSCI日本指数の構成銘柄の収益が激減したリーマンショック当時とは隔世の感があります。円建てで見ると、現在の日本企業の利益は2007年以来の水準にあり、これは目覚ましい業績といえるでしょう。2007年に収益がピークを迎えた日本経済は、DEレシオ(負債資本倍率)の抑制に向けた複数年にわたる取組が終了し、民間投資は増加し、銀行の不良債権問

題への対応が行われ、経済全体の成長率は2%にも上っている時でした⁷。言い換えれば、企業に関しては、景気が好調だった10年前に長期間を要したことをアベノミクスはすでに達成済みであると言えます。この成果の規模を考えると、上述したように、ポイントは日本の実質賃金が「もし」ではなく「いつ」上昇するかであり、それによってデフレからの脱却が確実になると思われます。

図表 11: 日本企業の収益は増加している



出所: データストリーム、ジュリアス・ベア

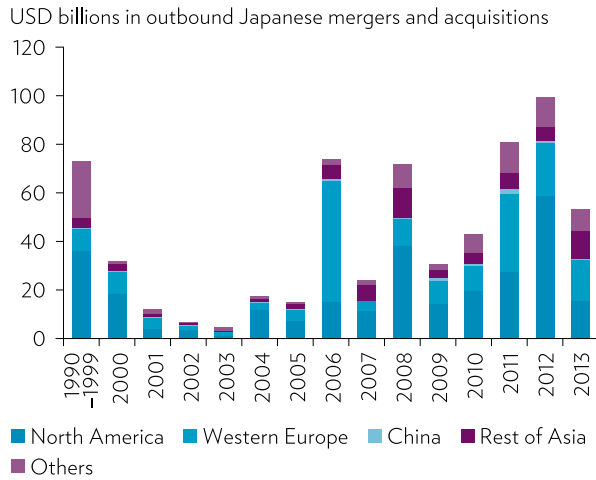
海外で買収を進める日本企業

日本はデフレからの脱却という岐路にあり、これが国内外への波及効果を生むと当社は考えています。対外的には、2007年の収益のピーク水準への復帰を完全に果たした結果、健全なバランスシートを武器とする日本企業には、将来の収益源として国際化を一段と進めていく新たなチャンスが訪れています。なかでも、東南アジア諸国は経済成長という重要な局面を迎えています。事実、2006年以降、企業の海外での合併買収(M&A)戦略は大きく変化しました。

2006年に限って見た場合でも750億米ドル近くの対外国M&Aが行われ、この1年だけで1990年代に実施された全M&Aの件数と肩を並べました。2012年はアウトバウンドM&A(日本企業による海外企業へのM&A)が過去最高を記録しましたが、買収先の大半は北米と西欧でした。さらに、2013年は中国を除くアジアでのM&Aが過去最高となり、総額は110億米ドルを上回りました。M&A以外の海外投資である海外直接投資(FDI)にも、このトレンドは表れています。M&Aの傾向と足並みを揃えるように、2013年は日本からのFDIが過去最高に達し、それまで比較的低水準だった中国を除く対アジアFDIが急増しています。

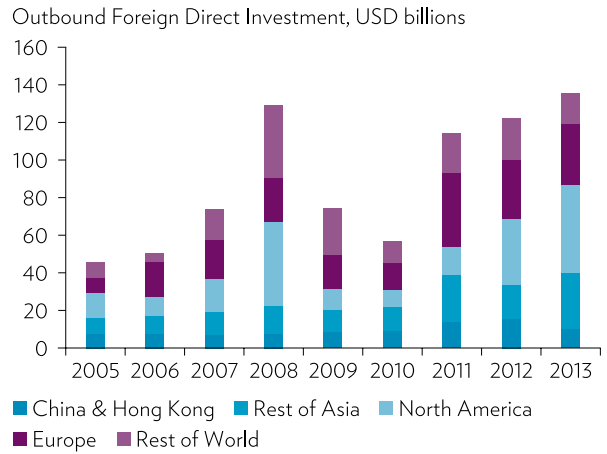
⁷ 'Lost Decade' in Translation: what Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession', Szyed, Kang and Tokuoka, IMF ワーキングペーパー, 2009年12月.

Chart 12: Japan looks abroad for corporate growth



Source: Macquarie, Julius Baer

Chart 13: Foreign Direct Investment flows are echoing M&A



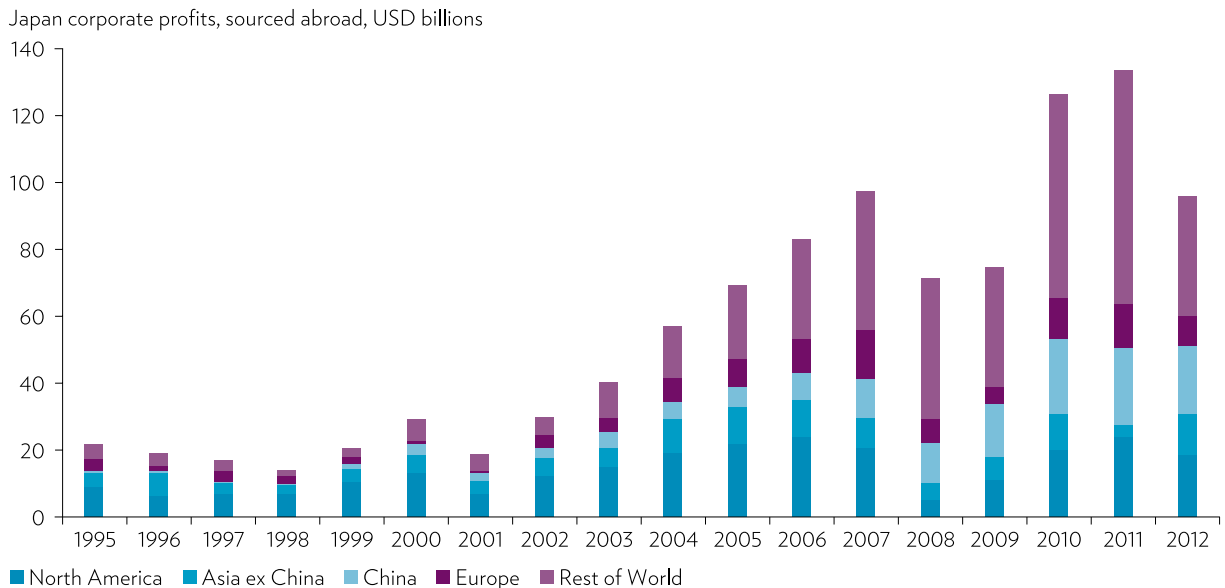
Source: UBS Investment Bank, Julius Baer

Internationalisation is proving to be profitable

It is important to recognise that this internationalisation strategy is already bearing fruit. Subsidiaries of Japanese companies abroad have contributed substantially to their parent' earnings, with this trend taking off in 2002. While the Lehman Shock period saw a transitory break in those profits, they since have largely resumed their upward trend. The

dip in 2012 was due predominantly to a large decline in profits from Latin America, whereas ASEAN-driven profits grew about 30%. Likewise the trend mirrors the proportion of overseas manufacturing production of Japanese firms. According to the Japan Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), the overseas production ratio was negligible in the early 1980's, whereas as of 2012, it stood at a lofty 20.3%.

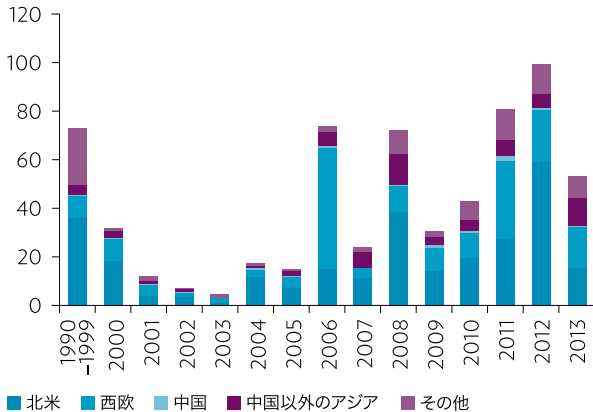
Chart 14: Overseas-driven profits on the rise



Source: Macquarie, Julius Baer

図表 12: 海外に成長の活路を求める日本

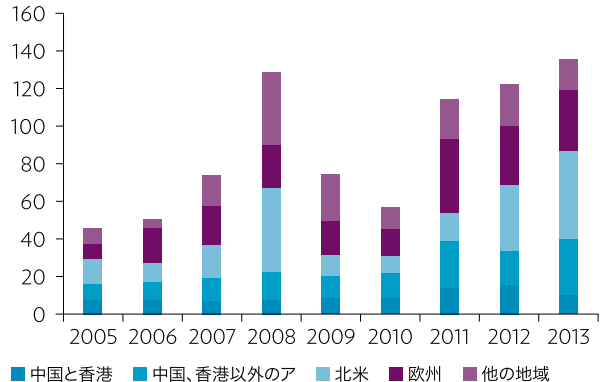
日本企業のアウトバウンドM&A(単位:十億米ドル)



出所: マコーリー、ジュリアス・ペア

図表 13: M&Aの動きに同調するFDI

海外直接投資(単位:十億米ドル)



出所: UBSインベストメント・バンク、ジュリアス・ペア

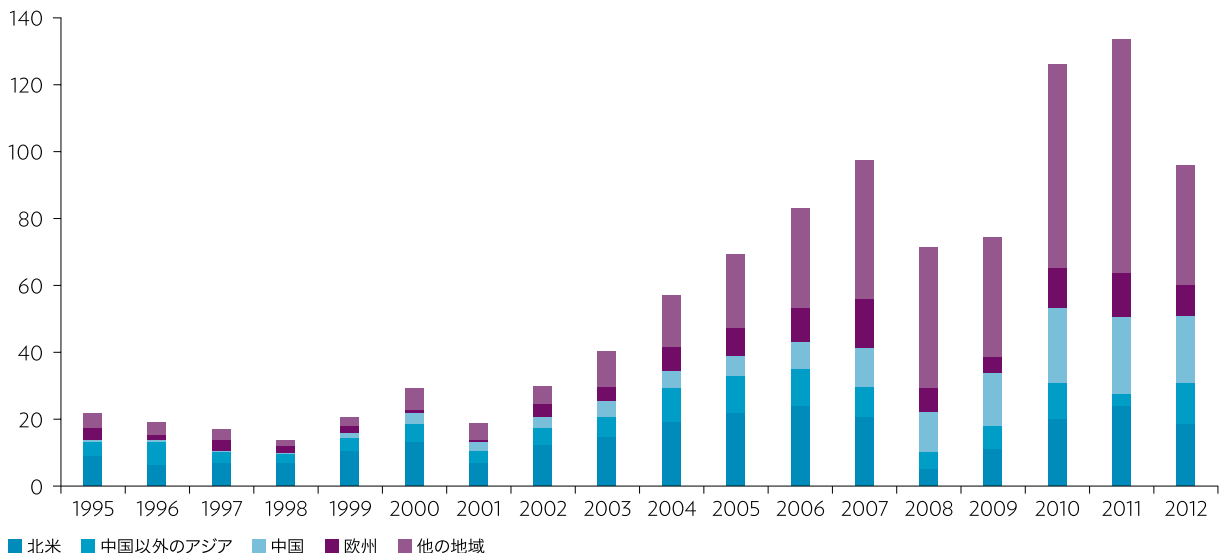
国際化は採算性が高い

注目すべき重要な点は、この国際化戦略がすでに成果を上げていることです。海外にある日本企業の子会社は親会社の収益にかなり貢献していますが、この傾向に拍車がかかったのは2002年のことでした。リーマンショック後は一時利益が落ち込みましたが、その後は概ね増益基調に戻っています。2012年の

落ち込みは中南米の利益が大幅に減少したことが主因ですが、ASEAN関連の利益は30%前後増加しました。同様に、このトレンドは日本企業の海外生産割合を反映しています。経済産業省によると、日本企業の海外生産の割合は1980年代前半では微々たるものでしたが、2012年は20.3%に上りました。

図表 14: 海外からの利益が増加

海外で発生した日本企業の利益(単位:十億米ドル)



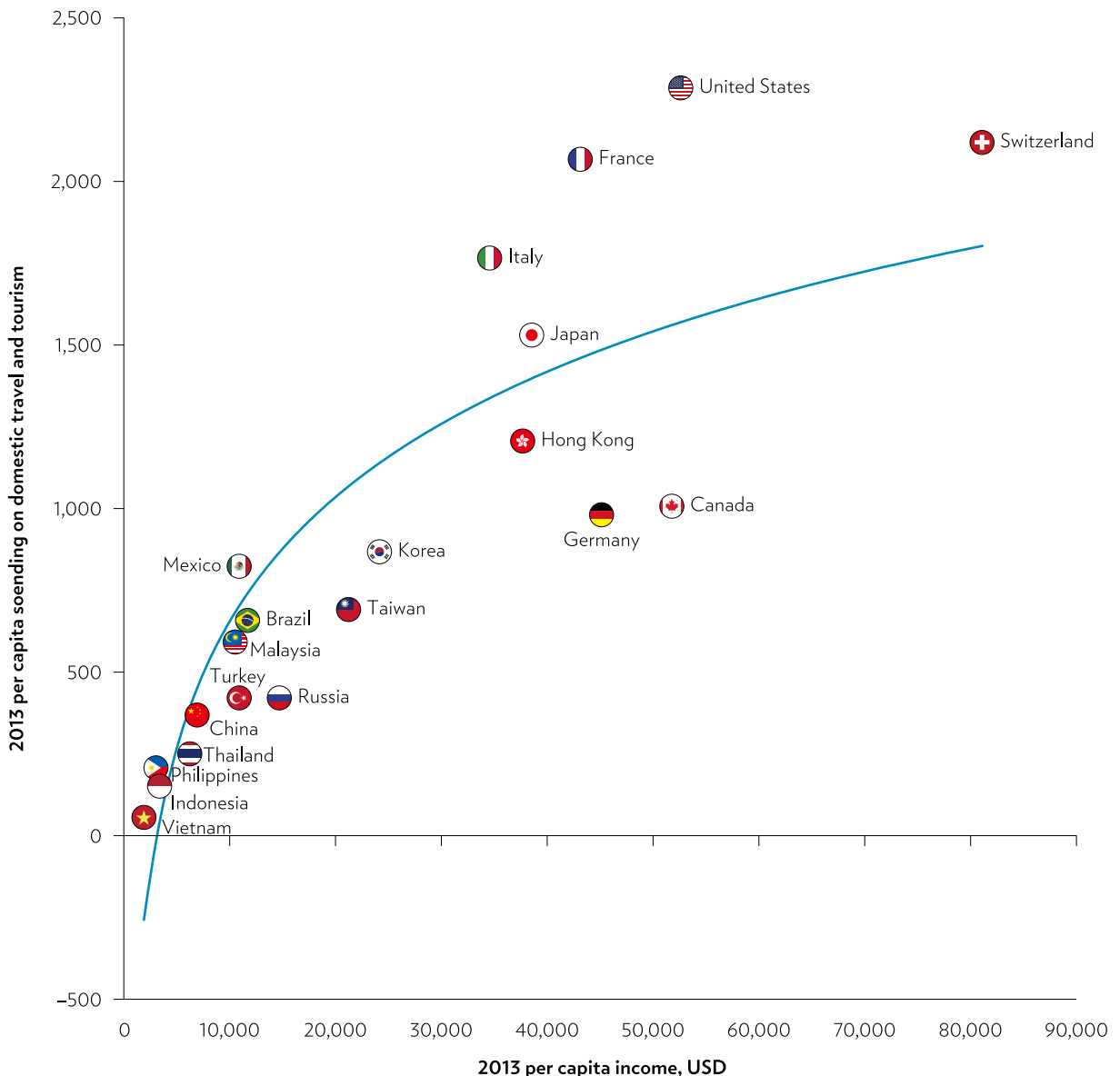
出所: マコーリー、ジュリアス・ペア

What echoes throughout the aforementioned are the high growth rates of ASEAN nations and the relevance for corporate Japan and the Japanese economy in a broader sense. While absolute numbers as related to M&A and FDI remain lower than established overseas investment destinations such as Europe and North America, structural arguments speak in favour of ASEAN taking greater prominence in the future. In particular, Malaysia, Thailand, Indonesia and the Philippines (ASEAN-4) stand out in this regard.

First, the economic performance of the ASEAN-4 in recent years speaks for itself: based on International Monetary Fund (IMF) data, over the past decade,

gross domestic product of the ASEAN-4 has almost tripled to close to USD 1.9 trillion. In per capita terms, these four nations have seen their average income rise from USD 1,615 in 2004 to over USD 4,000 this year. Such increases, if sustained, mean that the ASEAN-4 in particular are nearing the 'take off' stage in terms of private consumption. The below example relates specifically to tourism spending, but similar trends can be freely extrapolated to a broad range of discretionary and essential items. If per capita incomes continue to rise at such rates, the opportunities for Japanese businesses to continue to expand their presence and gain new customers in the ASEAN-4 are compelling.

Chart 15: Wealthier ASEAN should see increased discretionary spending



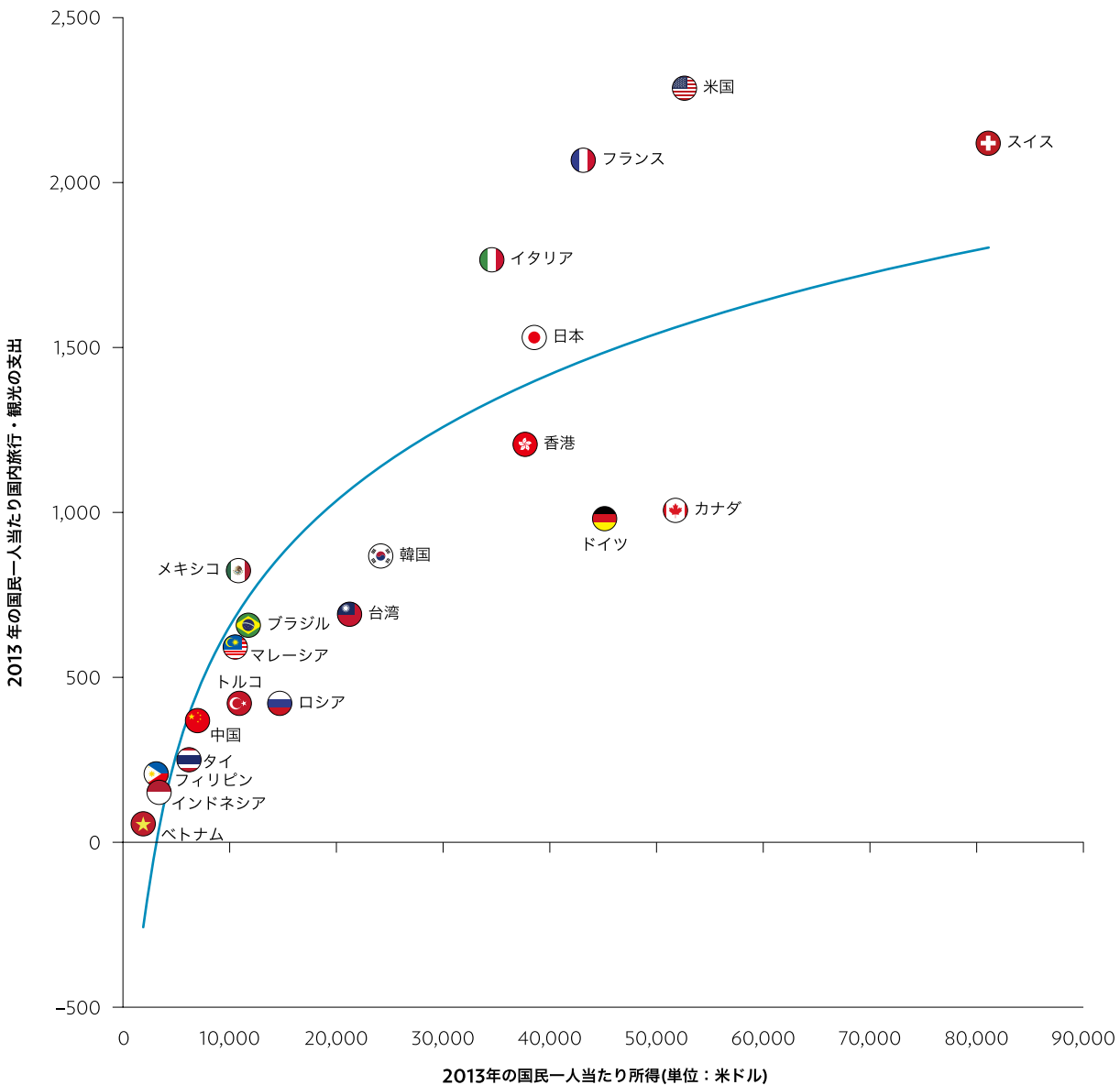
Source: HSBC, World Travel and Tourism Council, IMF, Julius Baer

上述した点に共通するものは、ASEAN加盟国の高い経済成長率とそれが日本企業や、広い意味で日本経済にもたらす意義です。M&AやFDIに関する絶対値は欧米など従来からの投資先を下回るものの、構造面を考慮した場合、将来的にASEANの重要性が高まるものと思われます。なかでもこの点に関しては、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン(ASEAN4)の存在が目立ちます。

第一の理由として、ASEAN4の近年の経済発展には目覚ましが挙げられます。国際通貨基金(IMF)の統計による

と、ASEAN4の国内総生産は過去10年間に3倍近く増加し、今や1.9兆米ドルに迫っています。これら4カ国の国民一人当たりの平均所得は、2004年の1,615米ドルから今年は4,000米ドル台まで増加しました。こうした傾向が維持されれば、ASEAN4は個人消費の面でもまもなく「離陸」する段階に到達すると思われます。下記の例は旅行支出に関するものですが、その解釈を一般消費財や生活必需品に広く当てはめても差支えありません。国民一人当たりの所得がこの割合で増加し続ければ、日本企業がASEAN4で存在感を増し、新規顧客を獲得し続ける可能性も大いに高まります。

図表 15: 豊かになったASEANでは一般消費財の支出が増えるはず



出所: HSBC, 世界旅行ツーリズム協議会, IMF, ジュリアス・ベア

ASEAN-4 wealth creation on track

Previously published work by Julius Baer, researching wealth trends in Asia, forecast that by 2015, the ASEAN-4 would be home to over 300,000 HNWI, representing a compounded average annual growth rate of 21%.⁸ Indonesia's growth rate of wealthy individuals surpasses even that of China, at 24%, over the period 2010 to 2015. We believe the ASEAN-4 are on track to meet these forecasts, if not to exceed them well into the medium term. While as a percentage of the total population, the numbers of HNWI remain small, the rapid increase in wealth is a testament to the overall economic dynamism and opportunity that the ASEAN-4 represent.

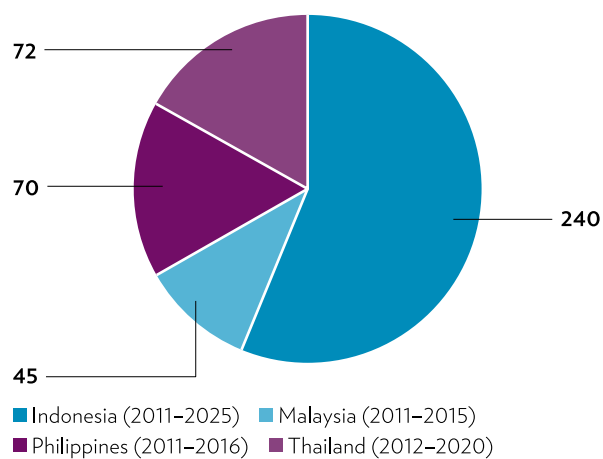
What is the crucial element to keep the ASEAN-4 on track, both in terms of wealth creation and rising per capita incomes? Academic work into this area of study points strongly to one factor: boosting the quality and quantity of infrastructure in the ASEAN-4. For Asia overall, the challenge to deliver infrastructure is substantial. According to the Asian Development Bank, the region requires USD 8 trillion in spending through to 2020.⁹ It argues that infrastructure deepening is needed to offset demographic drags on growth. While Japan is perhaps the most prominent nation in terms of an aging population, it is by no means alone in Asia – it is simply ahead of others.¹⁰

In a seminal 2013 study, the IMF Staff concluded that based on data from 76 different nations, there is a statistical link between improvements in infrastructure and rising incomes¹¹. With access to better communications and transportation, new businesses can emerge faster and existing businesses

can become more productive. This supports the broader population in becoming more 'connected' as producers and consumers. Where we take comfort is that within the ASEAN-4, respective government plans are for USD 427 billion in infrastructure spending over the coming years, mostly in the areas of transportation and power.

Tying the above elements together, what we expect to see is the positive confluence of corporate Japan already having started an investment push into the ASEAN-4, just as these economies embark on structurally higher growth rates. Provided that infrastructure spending in the ASEAN-4 is sustained, Japanese firms and investors should stand to benefit as wealthier consumers and more efficient suppliers join together.

Chart 16: Infrastructure spending, USD billions



Source: Goldman Sachs, Julius Baer

⁸ 'Julius Baer Wealth Report: Asia, September 2012, Stefan Hofer, CAIA.

⁹ 'Infrastructure for a seamless Asia', Asian Development Bank, 2009.

¹⁰ 'Future of Asia's Finance: How it can meet challenges of demographic change and infrastructure needs?' Ding, Lam, and Peiris, IMF Working Paper, July 2014.

¹¹ 'Infrastructure and Income Distribution in the ASEAN-5: What are the links?' Seneviratne and Sun, IMF Working Paper, February 2013.

順調に進むASEAN4の富の創造

以前発行されたアジアの富のトレンドに関するジュリアス・ベアの調査では、2015年までにASEAN4で30万人以上の富裕層が誕生し、年平均成長率は21%に上ると予想しています⁸。2010年から2015年にかけてのインドネシアの富裕層の増加率は24%と、中国さえも上回る勢いです。ASEAN4は中期的には予想を超えることはないまでも、予想された数字の達成に向けて着実に進歩を遂げていると考えられます。総人口に占める割合で見ると富裕層の人数は少ないものの、富の急激な増加はASEAN4の経済全体の力強さとASEAN4がもたらす機会を浮き彫りにしています。

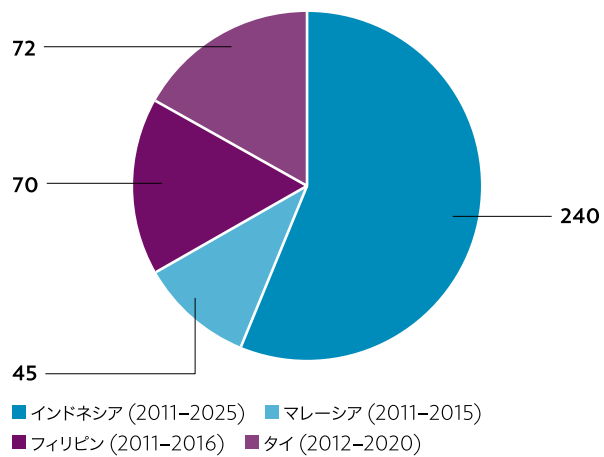
ASEAN4が富の創造と国民一人当たりの所得の増加を順調に進めるために不可欠な要素は何でしょうか？ この分野の学術研究によると、ASEAN4のインフラの質と量の拡充が強調されています。アジア全域を見ても、インフラ整備が大きな課題として浮かび上がっています。アジア開発銀行によると、アジアでは2020年までに8兆米ドルのインフラ関連支出が必要とされています⁹。人口動態が経済成長に及ぼす悪影響を相殺するにも、インフラ整備が必要と指摘されています。日本は高齢化という点では一番突出している国ですが、アジアで唯一高齢化が進んでいる国という訳ではなく、他国の先頭を切っているに過ぎません¹⁰。

IMFが2013年に発表した76カ国のデータに基づく独自の研究によると、インフラ整備と所得の増加には統計的な関連性があると結論づけられています¹¹。通信や輸送手段が改善されれば、新規事業者の参入が加速し、既存のビジネスの生産性も上

がります。この結果、生産者と消費者として国民全体の「つながり」が深まります。ASEAN4に関しては、各国政府が主に輸送手段と電力に今後数年間で4,270億米ドルのインフラ支出を計画している点が心強い材料となります。

上記の要因を考え合わせると、ASEAN4が構造的に高い経済成長を達成し始めるのと並行して、日本企業がASEAN4への投資を推進するプラスの重層効果が期待されます。ASEAN4のインフラ支出が継続されれば、現地消費者がより豊かになり、サプライヤの効率も上がるにつれて、日本企業と日本の投資家に対する恩恵も大きくなるはずです。

図表 16: インフラ支出(単位:十億米ドル)



出所: ゴールドマンサックス、ジュリアス・ベア

⁸ ジュリアス・ベアウェルスレポート: アジア, 2012年9月, Stefan Hofer, CAIA.

⁹ 'Infrastructure for a seamless Asia', アジア開発銀行, 2009年.

¹⁰ 'Future of Asia's Finance: How it can meet challenges of demographic change and infrastructure needs?' Ding, Lam, and Peiris, IMF ワーキングペーパー, 2014年7月.

¹¹ 'Infrastructure and Income Distribution in the ASEAN-5: What are the links?' Seneviratne and Sun, IMF Working Paper, 2013年2月.

What does a post-deflation Japan look like?

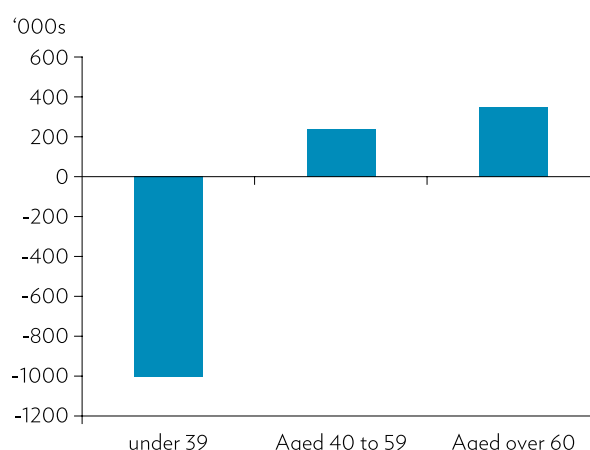
To end this chapter, we return to the outlook for a post-deflationary Japan, whose population will continue to age and what this could mean for growth and wealth creation. The central argument is that aging is associated with the de-accumulation of savings. This is intuitive as generally speaking, as individuals pass the age of retirement, they turn to their nest eggs to finance consumption. In Japan's case, even prior to the onset of deflation in the mid 1990's and early 2000's, savings rates by individuals over the age of 60 were in decline. This peaked in 1995 at 22.6%, according to the Japanese government, and by the mid-2000's, had dropped below 10%.¹²

The Japan Cabinet Office maintains that the marginal propensity to consume for older Japanese will rise further, because of the advent of inflation. Considering the profile wealth distribution in Japan, this could indeed have powerful implications. If Japanese over the age of 55 ramp up their expenditure (rather than have inflation diminish their purchasing power), then we could be at the cusp of a very significant change in growth drivers for the economy at large.

A major shift in spending patterns

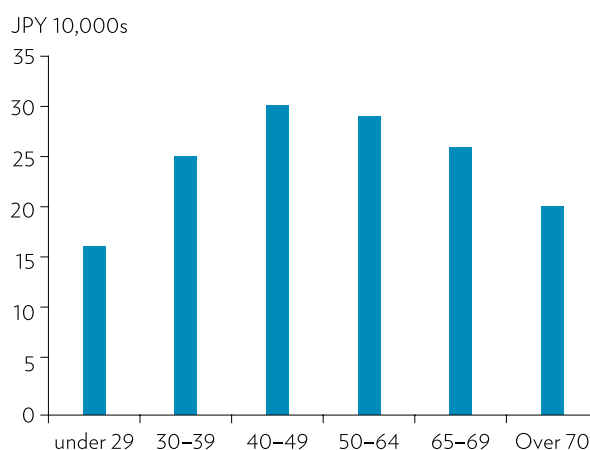
The distribution of Japan's approximate JPY 1.645 trillion in household financial assets are, according to UBS Investment Bank and the Bank of Japan, 84% held by citizens over the age of 50.¹³ This is significantly more than the United States, where the closest similar estimate is 70%. Moreover, with the aging population, those over 60 in Japan are the age bracket that is expanding the fastest. According to the Cabinet Office, average consumption spending by Japanese over the age of 50 is JPY 250,000 per month, with over 70's spending JPY 200,000 per month. In our view, it is a straightforward argument that Japan will see a renaissance in the consumer spending, due to the onset of inflation which leaves savers with a binary choice: spend or invest, but do not remain passive or else lose out in terms of purchasing power.

Chart 17: Estimated population change, 2013–2017



Source: Cabinet Office, UBS Investment Bank, Julius Baer

Chart 18: Monthly consumption by age bracket



Source: Cabinet Office, UBS Investment Bank, Julius Baer

There is evidence already that these binary choices are being made. Based on government data, the spending on services, both discretionary (travel) and essential (healthcare) far outweighs changes in spending on durables, after the age of 60.

¹² The (dis)saving behavior of the aged in Japan, Horioka, National Bureau of Economic Research, December 2009.

¹³ Q-series Structural change in Japanese consumption, Daiju Aoki et al, UBS Investment Bank, July 2014.

デフレ脱却後の日本の姿

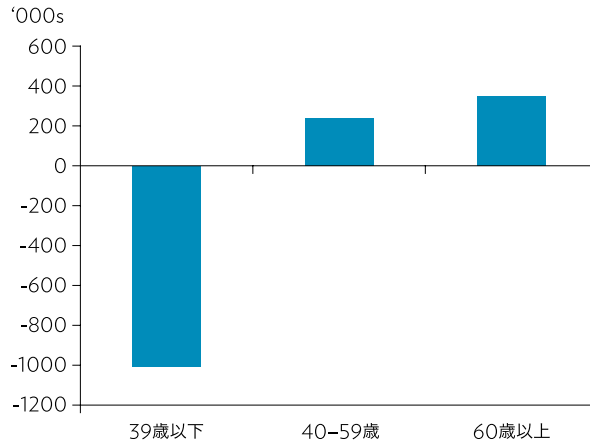
この章を締めくくるにあたり、デフレ脱却後の高齢化が続く日本の見通しとそれが経済成長や富の創造に与える影響を取り上げます。論調の中心にあるのは、高齢化と貯蓄の切り崩しとの結びつきです。退職年齢を過ぎた個人は貯蓄を切り崩して消費にまわすことから、この説は直観的なものです。日本の場合、1990年代半に始まり2000年代初めにかけて続いたデフレ以前にも、60歳以上の個人の貯蓄率は低下していました。日本政府によると、貯蓄率は1995年に22.6%でピークを打ち、2000年代半ばには10%を下回りました¹²。

内閣府はインフレに転じれば、日本の高齢者の限界消費性向は一段と上昇すると主張しています。日本における富の配分を考えると、これには重大な意義がありそうです（インフレによって購買力が低下する状況に代わり）。55歳以上の日本人が支出を増やせば、経済全般の成長の原動力が大きく変化する時代も近いかもしれません。

支出パターンの大転換

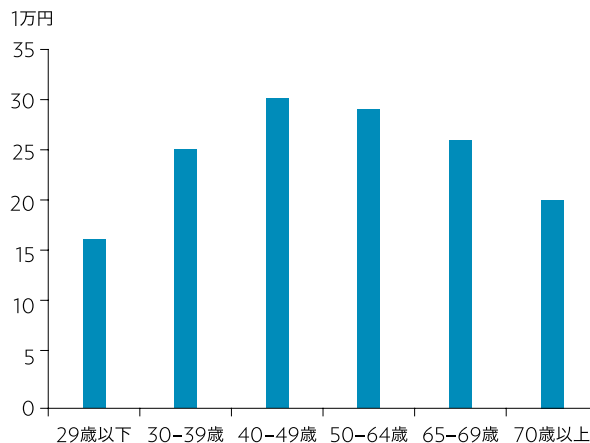
UBSインベストメント・バンクと日銀によると、日本の家計が保有する金融資産およそ1.645兆円のうち、84%は50歳以上が保有しています¹³。米国に関する同様の推計では、50才以上の米国国民が保有する割合は70%とされており、日本は米国を大きく引き離していることがわかります。さらに、高齢化とともに、日本では60才以上の年齢層が最も急速に増加しています。内閣府によると、50歳以上の日本人の平均月間消費支出は25万円、70才以上では20万円です。インフレが始まればそのままにしていると購買力が低下するため、貯蓄のある人は支出するか投資するかの二者択一を迫られ、日本では個人消費が回復するという展開が予想されます。

図表 17: 2013年 – 2017年の人口推移予測



出所: 内閣府、UBSインベストメント・バンク、ジュリアス・ベア

図表 18: 年齢層別月間消費

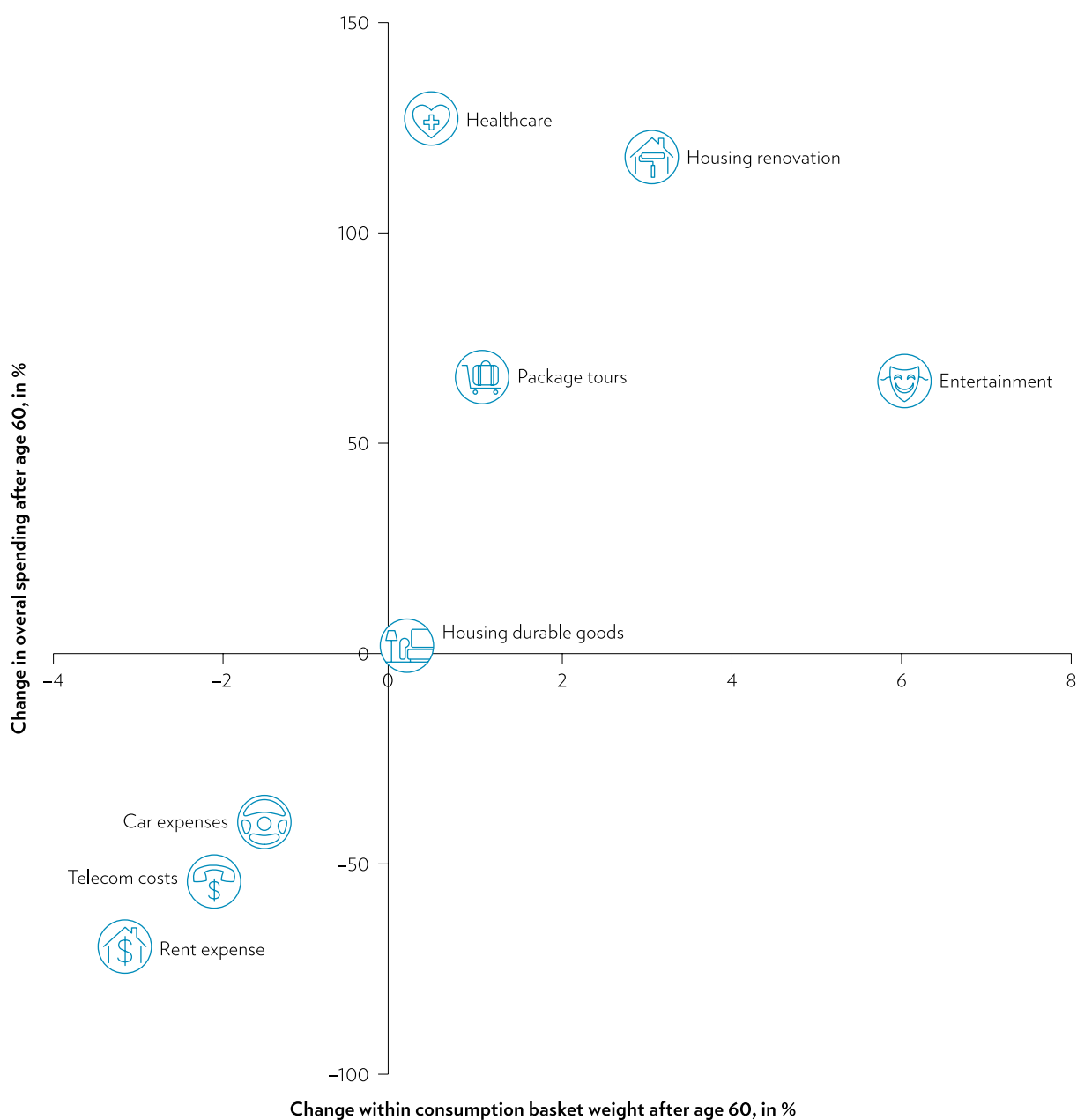


出所: 内閣府、UBSインベストメント・バンク、ジュリアス・ベア

二者択一は既に始まっている証拠があります。政府統計によると、60才以上のサービス支出は一般消費財・サービス（旅行）と生活必需品（医療）ともに、耐久財の支出の推移を大幅に上回っています。

¹² The (dis)saving behavior of the aged in Japan, Horioka, 全米経済研究所, 2009年12月.

¹³ Q-series Structural change in Japanese consumption, Daiju Aoki et al, UBS インベストメント・バンク, 2014年7月.

Chart 19: Change within consumption basket weight after age 60, in %

Source: Cabinet Office, UBS Investment Bank, Julius Baer

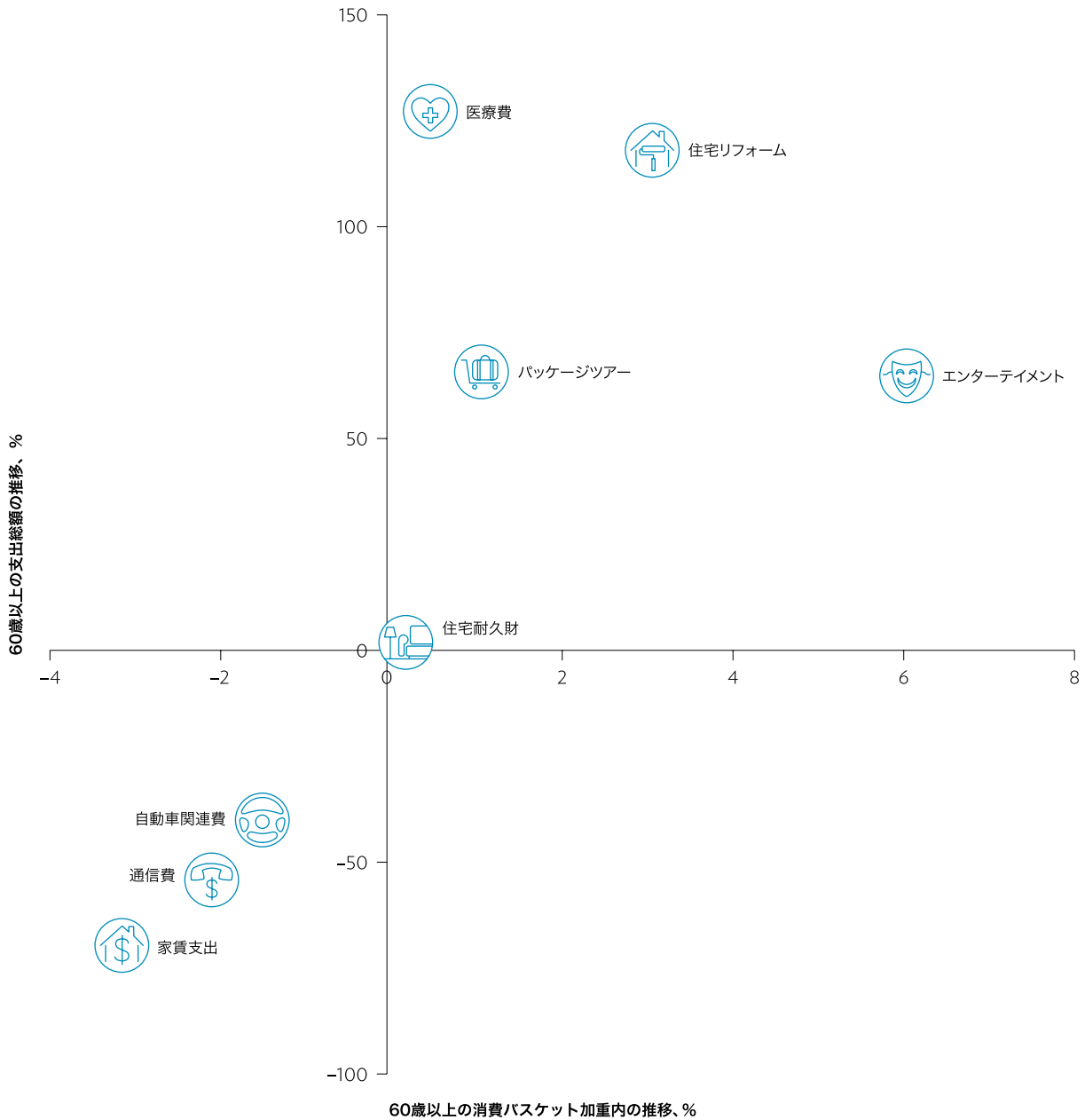
More work ahead

There does not exist, however, a strong consensus that higher spending will be uniformly good for Japan under any circumstance: the IMF Staff raises the point that dis-saving may see a repatriation of assets held abroad, which in turn could exert upward pressure on the yen, once again raising the spectre of deflation returning to Japan. In this context, the policy advice from the IMF Staff is that only further economic liberalisation and continued assertive policy easing by

the Bank of Japan, plus fiscal consolidation to reign in the high level of sovereign debt will help Japan steer clear of these risks¹⁴. In other words, for deflation to be defeated and Japan to continue to enjoy the ongoing revitalisation of growth, a continuation of the current policy framework appears to be the best way forward. Following through with domestic structural reforms and deeper financial and economic integration with the ASEAN-4 in particular should bolster broader growth prospects in Japan.

¹⁴ 'Is Japan's Population Aging Deflationary?', Anderson, Botman and Hunt, IMF Working Paper, August 2014.

図表 19: 60歳以上の消費バスケット内の推移(単位:%)



出所: 内閣府、UBSインベストメント・バンク、ジュリアス・ペア

今後に向けて

しかし、支出の拡大はどのような状況においても日本にとって一様にプラスであるという強力なコンセンサスは存在しません。IMFは貯蓄の切り崩しによって、海外に保有している資産が国内に還流すれば、円に上昇圧力がかかり、日本が再びデフレに陥る可能性もあると警告しています。こうした中、IMFからの政策助言では、経済の一段の自由化と日銀による大胆な金融

緩和の継続、さらには巨額の政府債務を抑制する財政再建以外に日本をこうしたリスクから守る道はないとされています¹⁴。換言すれば、デフレを解消し日本が経済の活性化を今後も享受していくためには、現在の政策の枠組みの維持が最善の策であると考えられます。国内の構造改革に加え、特にASEAN4を中心とした他国との金融や経済面での統合が進展すれば、日本経済全体の成長見通しも押し上げられることになるでしょう。

¹⁴ 'Is Japan's Population Aging Deflationary?', Anderson, Botman and Hunt, IMF ワーキングペーパー, 2014年8月.



PROFILE OF DKSH

Enabling Japanese companies to grow by expanding into South East Asia

DKSH and Japan: nearly 150 years of common history

As the industry leader in Asia, DKSH has for many decades been the first choice for clients and brands seeking a trustworthy partner to facilitate their growth in new or existing markets. By blending Swiss reliability, professionalism and best practice corporate governance with nearly 150 years of uninterrupted business presence in Asia, as well as 710 business locations across the region, DKSH is literally woven into the fabric of the countries it serves.

Established and operating in Japan since 1865, DKSH has acquired the trust of a wide network of suppliers and customers within and between Asia Pacific, Europe and the Americas. The unique business model is based on an unrivalled market expertise and time-proven ability to build bridges between East and West.

Since its inception, DKSH's development has been closely connected with the history of Japan. Hermann Siber and Caspar Brennwald founded their trading company in Yokohama in 1865. Their company soon established itself at the heart of Japan's silk trading. The company later went on to help set up the gas light system for Yokohama and Ginza, and to import watches and machinery from leading Swiss manufacturers.

The company was renamed Siber Hegner & Co. in 1910 and its reputation as a trading company grew rapidly despite setbacks and historical events: for example a warehouse fire and the Great Kanto Earthquake of 1923. The company continued to grow, opening branches throughout the world. In 1965, it celebrated its 100th anniversary and after joining the DKSH Group in 2002, the company changed its name to DKSH Japan K.K. in 2009. In the present day, DKSH Japan K.K. offers highly specialised services in the fields of Luxury & Lifestyle, Performance Materials and Technology in Japan.



DKSHのプロフィール

東南アジアへの進出を通じて日本企業の成長を可能に

150年近い歴史を共有するDKSHと日本

DKSHは業界のリーダーとして長年にわたりアジア市場を牽引し、お客様にとって信頼できるパートナーとして選ばれ、成長を支えてまいりました。スイスが誇る信頼性、プロフェッショナリズム、コーポレートガバナンスのベストプラクティスとアジアで150年近く事業を継続してきた実績に加え、アジア全域に710の拠点を擁するDKSHは、事業を展開する各国で文字通り根を下ろしています。

日本では1865年の設立以来事業展開をしているDKSHは、アジア太平洋地域と欧米の幅広い企業や消費者から信頼を得ています。その独自のビジネスモデルの背景には、他社の追随を許さない市場の知見と、長年培った東西の架け橋となる能力があります。

創業以来、DKSHの発展は日本の歴史と密接に結びついてきました。ヘルマン・シイベルとカスパー・ブレンワルドが1865年に横浜に貿易会社を設立すると、この会社はたちまち日本の生糸貿易の中心的存在としての地位を確立しました。この会社は後に横浜と銀座のガス灯設置に貢献したほか、スイス大手メーカーの時計や機械の輸入も行いました。

同社は1910年にシイベルヘグナーと改名され、倉庫の火災や1923年の関東大震災といった苦難や災害にもかかわらず、商社としての評判を一気に高めました。会社は拡大を続け、支店を世界中に開設しました。1965年には創立100周年を迎え、2002年にDKSHグループの傘下に入った後、2009年に社名をDKSHジャパンに変更しました。今日、DKSHジャパンはラグジュアリー&ライフスタイル、パフォーマンス・マテリアル、テクノロジーの3分野を柱として、高い専門性を活かしたサービスを提供しています。

Understanding Market Expansion Services in the context of 'Abenomics'

Previously, many Japanese companies preferred to focus on domestic growth. Driven by the policy platform of Prime Minister Abe ('Abenomics'), today corporate Japan is considerably more interested in developing growth opportunities outside their home market by establishing a presence in countries like Thailand, Cambodia, Myanmar or Vietnam. The rising middle classes in these markets, with their growing consumer sophistication, are increasingly demanding and appreciating the excellent quality of Japanese products – with 'Made in Japan' being deeply trusted and sought after.

Many Japanese firms therefore rely on specialist service providers, so-called 'Market Expansion Services' providers, to establish and expand markets, while focusing on their core competencies. Combined

with its capillary distribution network and vast experience in working with smaller and medium-sized enterprises in the ASEAN region, DKSH is therefore ideally positioned to support Japanese firms to expand into South East Asian markets. DKSH thereby offers a comprehensive portfolio along the entire value chain, ranging from market entry studies, marketing, merchandising and sales, to capillary distribution across Asia, cash collection and after-sales services.

Given this increasing demand for market expansion services from Japanese companies seeking to expand their business into the emerging markets of Asia, DKSH Japan launched its 'Japan Outbound Business' service in 2013. As a unique feature, DKSH established a specialised team of local, Japanese-speaking experts who support such companies step by step in their expansion plans, both in Japan's domestic market and in South East Asia.



「アベノミクス」を背景とするマーケットエクспанションサービスを理解する

かつて、日本企業の多くは国内における成長を重視していました。安倍首相のいわゆる「アベノミクス」に触発されて、今日の日本企業の間ではタイやカンボジア、ミャンマー、ベトナムなどの国々に進出して海外市場に成長の機会を見出そうとする機運が高まっています。これらの国々では中流階級の台頭により消費者が洗練され、日本製品の優れた品質を求めてその真価を認めるようになりつつあります。そこでも「メイド・イン・ジャパン」には強い信頼が寄せられ、人気を博しています。

そこで日本の企業の多くはコアコンピテンシーに注力しつつ、一方で市場の確立と拡大のために、いわゆる「マーケットエクспанションサービス」という専門的なサービスを提供する会社に対する依存度が高まりつつあります。細部にまで行き届いた

流通網と、ASEAN地域の中小企業との協働で豊富な経験を有するDKSHは、日本企業の東南アジア市場進出を支援する絶好のポジションにあります。その強みは市場調査、マーケティング、マーチャンダイジング・セールス、アジア全域にわたるきめ細やかな流通、代金回収からアフターサービスに至るまで、バリューチェーン全体にわたる包括的なサービスポートフォリオを提供できるところにあります。

アジアの新興国市場進出を模索している日本企業からのマーケットエクспанションサービスへの需要が拡大していることを受けて、DKSHジャパンは2013年に「日本アウトバウンド・ビジネス」サービスを開始しました。このサービスのユニークな特徴は、日本の国内市場と東南アジアの両方でお客様の拡大プランを段階的にサポートするために、日本語を話す現地エキスパートの専門チームを立ち上げたことです。



The following two case studies highlight the success of this program and DKSH's long-term partnerships in Asia.

KAMEDA SEIKA – helping Japan's largest manufacturer of rice crackers and snacks to expand into Thailand

KAMEDA SEIKA is an excellent example of a Japanese company on the way to further developing its international business. Japan's largest manufacturer of rice crackers recognised the potential growth of Thailand's snacks market. To enter the Thai market, the company chose DKSH to help with its market expansion. In 2013, KAMEDA SEIKA and DKSH entered into a long-term strategic cooperation to establish the company's wide range of rice crackers in all trade channels in Thailand. KAMEDA SEIKA outsourced a range of services to DKSH such as marketing and sales, distribution and logistics, as well as merchandising and back office support, resulting in a successful market entry into Thailand and new product developments outside of Japan.

Takasago – bringing high-quality flavors and fragrances to the Philippines

Another fine example of a Japanese company expanding into Asia's growing markets is Takasago, a leading specialty chemicals distributor in Japan. Takasago develops flavours and fragrances for some of the world's most successful food, beverages, fine fragrance, household and personal care products. DKSH has been supporting Takasago in their new phase of international expansion in Asia since 2014, with DKSH thereby providing marketing and distribution services to enable Takasago to enter the Philippines. Thanks to the partnership established, more high-quality Japanese flavors and fragrances were brought to the customers in the Philippines.

DKSH's outlook for Japan and South East Asia remains promising

DKSH still sees substantial growth potential in Asia. The drivers behind this growth are the growing middle class in the emerging economies, stronger trade flows within Asia and the rising need of companies for outsourcing solutions. Over the years, DKSH has recognised these emerging growth drivers and effectively positioned ourselves to help both Western and Asian companies, such as Japanese firms, to enter and expand in Asia.

Fact box DKSH

DKSH is the leading Market Expansion Services provider with a focus on Asia. As the term "Market Expansion Services" suggests, DKSH helps other companies and brands to grow their business in new or existing markets.

Publicly listed on the SIX Swiss Exchange since March 2012, DKSH is a global company headquartered in Zurich. With 735 business locations in 35 countries – 710 of them in Asia – and 27,200 specialized staff, DKSH generated net sales of CHF 9.6 billion in 2013.

The company offers a tailor-made, integrated portfolio of sourcing, marketing, sales, distribution, and after-sales services. It provides business partners with expertise as well as on-the-ground logistics based on a comprehensive network of unique size and depth. Business activities are organized into four specialized Business Units that mirror DKSH fields of expertise: Consumer Goods, Healthcare, Performance Materials, and Technology.

With strong Swiss heritage, the company has nearly a 150-year-long tradition of doing business in and with Asia, and is deeply rooted in communities and businesses across Asia Pacific.

次の2つの事例は、このプログラムの成功とDKSHのアジアにおける長期のパートナーシップに関するハイライトです。

亀田製菓 – 日本最大手の米菓メーカーのタイ進出を支援

亀田製菓は、国際事業拡大を目指す日本企業の良い例となりました。日本最大の米菓メーカーである亀田製菓は、タイのスナック市場の潜在的な成長力に着眼しました。DKSHは同社のタイ進出にあたり、市場拡大の支援役として選ばれました。タイのあらゆる通商ルートを通じて様々な米菓を流通させるため、亀田製菓様とDKSHは2013年に長期の戦略的提携関係を結びました。マーケティングやセールス、流通とロジスティクス、マーチャンダイジングとバックオフィスのサポートなどの様々な業務がDKSHにアウトソースされた結果、タイ市場への参入と日本国外での新製品の開発に成功しています。

高砂香料工業 – 高品質のフレーバーとフレグランスをフィリピンへ

アジアの成長市場に進出している日本企業のもう1つの成功例として、特殊化学品大手の高砂香料工業をご紹介します。高砂香料は世界の有名な食品、飲料、香水、家庭用品、パーソナルケア製品に使用されるフレーバーやフレグランスを開発しています。DKSHは2014年より新たな段階を迎えた高砂香料の国際進出を支援しており、同社のフィリピン進出にあたり、マーケティングと流通に関する業務を手がけました。提携関係が確立されたおかげで、質の高い日本のフレーバーとフレグランスがフィリピンの消費者の元に届くこととなりました。

日本と東南アジアにおけるDKSHの見通しは依然として明るい

DKSHは、アジアに大きな成長の可能性が残されていると考えています。この成長は、新興国市場で増加している中流階級、アジア域内の活発な貿易、企業間に高まっているアウトソーシングの必要性によって牽引されています。DKSHは早期よりこの新たな成長要因の存在を認めそれに効果的に対応し、日本企業をはじめ欧米とアジアの企業がアジア各国に参入し事業を拡大するお手伝いをしてきました。

DKSHについて

DKSHはアジアに重点を置くマーケットエクспанションサービスのリーダーです。「マーケットエクспанションサービス」という言葉が示すように、DKSHは企業やブランドが新規市場や既存市場で事業を拡大するお手伝いをいたします。

2012年3月にスイス証券取引所に上場したDKSHはチューリッヒに本社を置くグローバル企業です。DKSHはアジアの710ヵ所を含め、世界35ヵ国に735の拠点と27,200名の専門スタッフを擁し、2013年の純売上高は96億スイス・フランに上りました。

DKSHは調達、マーケティング、セールス、流通、アフターサービスの包括的なポートフォリオをお客様に合わせて提供しています。独自の規模と奥行きを誇る総合的なネットワークを基に、ビジネスパートナーに専門知識と民間物流サービスを提供します。事業活動はDKSHの専門分野である消費財、ヘルスケア、パフォーマンス・マテリアル、テクノロジーに沿った4つの事業単位に編成されています。

DKSHにはスイスの伝統にしっかりと支えられながらアジアで150年近く事業を展開してきた歴史があり、アジア太平洋のコミュニティとビジネスに深く根付いています。

JULIUS BAER LIFESTYLE INDEX

Luxurious living

Since the first Julius Baer Wealth Report on Asia in 2011, we have tracked the cost of luxurious living in Asia, via the Julius Baer Lifestyle Index. This index originally comprised twenty luxury goods and services, whose prices are recorded on an annual

basis, in Hong Kong, Singapore, Shanghai and Mumbai. The index constituents are listed below, some of which have international supply and demand forces which determine their price, whereas other notable non-tradable local services are a pure reflection of local price determination.

Julius Baer Lifestyle Index – goods and services

Items	Specifications
University	Average annual full tuition of Oxford and Harvard business schools
Boarding school	Annual full tuition of Eton College
Cigar	Box of 25 Cohiba 6 ring guage: 52
Hotel suite	Four Seasons, Ritz Carlton and Shangri La or equivalent brand
Piano	Steinway & Sons Grand Piano
Ladies' shoes	Christian Louboutin simple 85 mm pump
Residential property	Signature luxury property in preferred area
Wedding banquet	500 person wedding banqueting cost at high end hotel*
Hospital	Overnight stay in private high end facility, for simple fever
Facial aesthetics (Botox)	High end private clinic, single treatment
Car	Mercedes Benz SL 550, black
Tooth implant	High end private dental practise
Watch	Yellow gold Day Date II Oyster Rolex
Ladies' handbag	Miss Dior bag, black lambskin
Wine	Lafite Rothschild 2000
Jewellery	Tiffany Platinum diamond engagement ring or approximate 2.0 carat diamond ring
Golf club membership	One year membership fee
Business-class flights	Business class flights, average prices over set time period, from respective cities to New York and London
Men's suit	Giorgio Armani, 2 button black suit
Lawyer	Simple will, one hour initial consultation

* Tokyo price is limited to 250 persons

Source: Julius Baer

In 2013, the index was expanded to eleven cities across Asia, including Taipei, Jakarta, Manila, Kuala Lumpur, Seoul, Bangkok and Tokyo. This enables the Julius Baer Lifestyle Index to form a more complete picture of the cost of living changes as relevant to High Net Worth Individuals based in Asia. In this chapter of the Julius Baer Wealth Report: Japan, we outline some of the key findings of our work in this area and how it relates to Japan.

Japan, Singapore and Hong Kong, as a sub set

The three highest per capita countries or regions in the Index (Japan, Singapore and Hong Kong) have an average 2013 US dollar per capita income that is more than double the next highest income country in the Index, Korea. Within the top three, Japan dwarfs Hong Kong and Singapore, in terms of overall economic size.

ジュリアス・ベアライフスタイル指数

ラグジュアリーな生活

ジュリアス・ベアは2011年に発表したアジアのウェルスレポート第一号以降、ジュリアス・ベアライフスタイル指数を通じて、アジアで豊かな生活を送るために必要なコストを追跡してきました。この指数は香港、シンガポール、上海、ムンバイの高級品

やサービスの20項目で構成され、それぞれの価格は年に1度記録されています。指数の具体的構成品目は以下の通りです。この中には、国際的な需給関係によって価格が決定するものもあれば、貿易品ではない現地サービスなど、地域内の価格決定要因だけが純粋に反映されるものもあります。

ジュリアス・ベアライフスタイル指数 – 財・サービス

品目	内容
大学	オックスフォードとハーバードビジネススクールの1年間の平均授業料
寄宿学校	イートン校の1年間の授業料
葉巻	コヒバのリングゲージ52の25本入りボックス
ホテルのスイートルーム	フォーシーズンズ、リッツカールトン、シャングリラまたは同等のブランド
ピアノ	スタインウェイのグランドピアノ
婦人靴	クリスチャン・ルブタン シンプルな8.5cmパンプス
住宅用不動産	一等地の高級物件
結婚式の披露宴	高級ホテルでの招待客500人の披露宴*
病院	発熱で民間の高級病院に1泊
フェイシャル（ボトックス）	民間の高級クリニックでの1回の施術
自動車	メルセデスベンツの黒のSL 550
歯科インプラント	民間の高級クリニック
時計	ローレックスのイエローゴールドのデイトイトII オイスター
女性用ハンドバッグ	ミス・ディオールラムスキン製の黒のバッグ
ワイン	2000年産ラフィットロスチャイルド
ジュエリー	ティファニーのプラチナダイヤモンドのエンゲージメントリングまたは約2.0カラットのダイヤモンドリング
ゴルフ場の会員権	1年間の会員権料
ビジネスクラス航空券	ある一定期間における、個々の都市からニューヨークやロンドンまでのビジネスクラス航空券の平均価格
男性用スーツ	ジョージ・アルマーニ、2つボタンのブラックスーツ
弁護士	単純な遺言状についての最初の1時間の相談料

*東京は招待客250人に限定

出所: ジュリアス・ベア

2013年にこの指数は拡大され、台北、ジャカルタ、マニラ、クアラルンプール、ソウル、バンコク、東京を追加した、アジア全11都市が対象となりました。これを受けて、ジュリアス・ベアライフスタイル指数は、アジアの富裕層の生活コストの推移をより実態に近い形で反映出来るようになりました。ここでは、この分野での発見と、日本との関係性について取り上げます。

サブセットとしての日本、シンガポール、香港

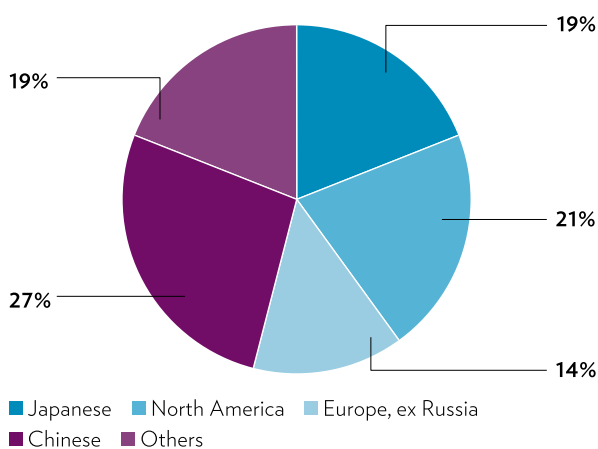
指数の中で一人当たり所得が高い国3か国(日本、シンガポール、香港)の2013年米ドルベースの国民一人当たりの平均所得は、4位韓国の倍以上となっています。上位3か国の中では、日本が全体的な経済規模で香港とシンガポールを大きく引き離しています。

Japanese annual consumer spending in a league of its own

Based on the International Monetary Fund (IMF) data, Japan's economy in 2013 totaled JPY 525 trillion, or approximately USD 5 trillion. Private consumption represents about 60% of national income, which in effect means that in 2013, Japan's consumers equaled the entire economic output of France, at just below USD 3 trillion. This simple statistic demonstrates the importance of how a country, while representing only 2% of the world's population simultaneously generates close to 9% of total global private consumption. In terms of luxury goods, global sales equaled JPY 26 trillion in 2013, with Japan capturing 20% of the market, according to Deutsche Bank. Given the differential in growth rates in luxury spending, Japan's share has slipped from 24% in 2010 and may decline further. However this underscores the double digit increases in luxury sales that are being registered in emerging markets, which are coming from a low base of comparison.

As previously discussed in the opening section of the Julius Baer Wealth Report: Japan, however, we maintain that there are widespread misconceptions with regards to the resilience and direction of Japan's economy, as growth rates tend to steal the spotlight, especially in the shorter term. This applies equally to the luxury goods market in Japan, where growth rates are to remain in the low single digits, but the absolute size is on par with the United States and significantly larger than European luxury spending.

Chart 1: Global luxury sales by nationality, 2014 estimates

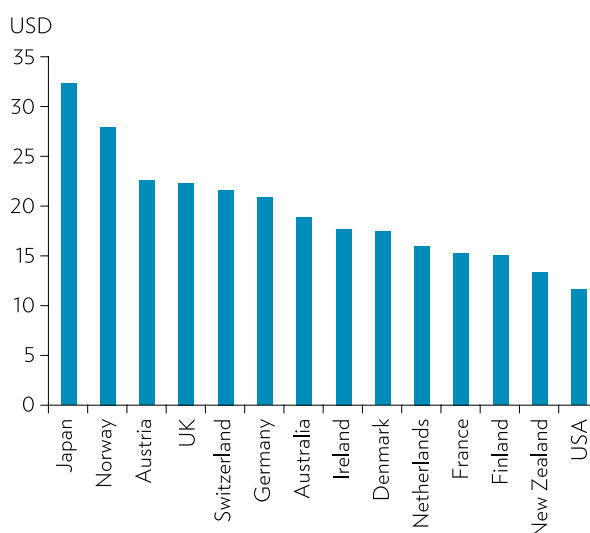


Source: Deutsche Bank, Julius Baer

Mainstream consumption warrants a mention too

Echoing the same themes introduced earlier, Julius Baer believes that Japan will yet surprise the world in terms of its dynamism and unique characteristics with regards to consumption; both in terms of basic and luxury items. For example, it may come as a surprise that smartphone penetration in Japan, while showing rapid growth, is relatively low at somewhere around 50% of the mobile phone users, according to company reports. At the same time, Japan is home to the highest per capita spending on music, equating to USD 32 dollars per year. Putting these two facts together highlights the enormous potential of smartphone-based spending in the years ahead, as consumers take their strong propensity to buy music onto smartphone platforms.

Chart 2: Per capita expenditure on music, 2010 USD



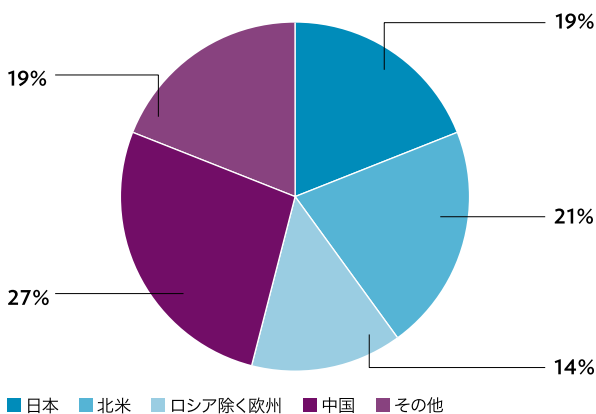
Source: Macquarie, Julius Baer

群を抜いている日本の年間消費支出

国際通貨基金(IMF)のデータによると2013年の日本経済の規模は525兆円、米ドル換算で約5兆米ドルでした。個人消費がGDPの60%程度を占めていることから、2013年に日本の消費者が生み出した経済生産高は、3兆米ドル弱と概算されます。これは、フランスの国内生産総額に相当します。この単純な統計から、世界の人口の2%に過ぎない日本が、同時に世界の個人消費全体の9%近くを生み出していることの重要性が浮き彫りになります。ドイツ銀行によると、2013年の世界の高級品売上高は26兆円に達しましたが、その内20%を日本が占めていました。高級品の消費成長率には差があり、日本の割合は2010年の24%から低下し、今後、更に低下する可能性もあります。一方で、この事実は新興国市場での高級品売上の2ケタ台の伸びを際立たせており、いずれも低い比較ベースからの伸びとなっています。

ジュリアス・ベアの日本ウェルスレポートの序章で述べたように、世間の注目は特に短期的な成長率に集まる傾向があるため、日本経済の回復力と方向性については誤解がまかり通っているという見方を我々は変えていません。このことは日本の高級品市場についても当てはまり、売上の伸び率は1ケタ台前半に留まっているものの、絶対的な規模では米国と肩を並べ、欧州の支出額を大きく上回っています。

図 1: 世界の高級品の国別売上高、2014年推定

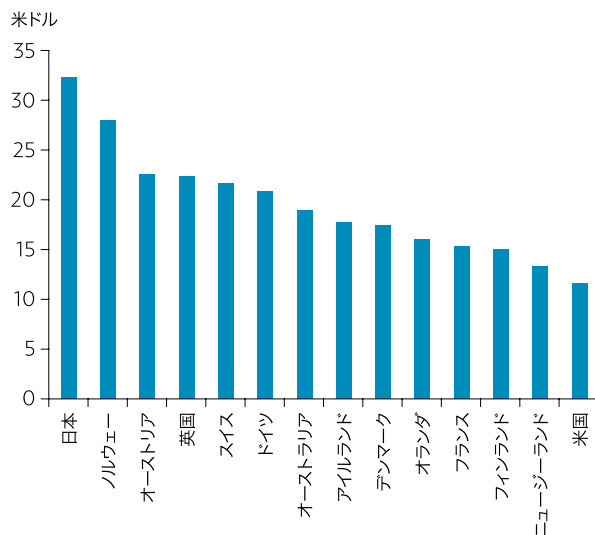


出所: ドイツ銀行、ジュリアス・ベア

注目すべき消費の主流

上述したテーマに呼応するように、ジュリアス・ベアは、今後も日常品と高級品の両方で、日本の消費ダイナミズムとユニークさは、世界を驚かすと考えています。例えば、企業の各レポートによると、日本のスマートフォン普及率は急速に上昇しているとはいえ、意外なことに携帯電話市場の50%程度と比較的に低水準に留まっております。一方で、日本は国民一人当たりの音楽に対する支出が年間32米ドル相当で、世界最高となっています。この2つの事実を突き合わせると、購入した音楽をスマートフォンプラットフォームへ取り込む消費者の傾向も高まっており、今後はスマートフォンベースの支出に大きな可能性が期待できます。

図 2: 国民一人当たりの音楽に対する支出、2010年、単位:米ドル

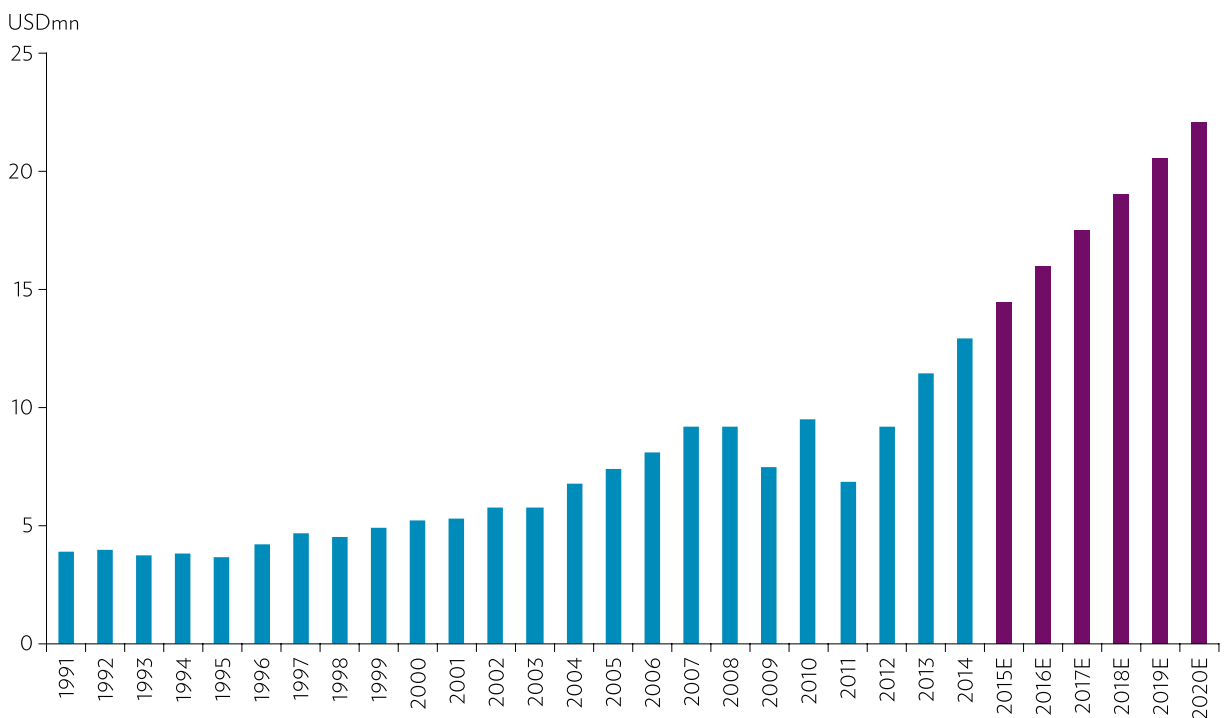


出所: マコーリー、ジュリアス・ベア

Another example is tourism. Under the ‘Abenomics’ umbrella, tourism is turning into a new growth driver, with a target of achieving 20 million tourists visiting Japan by 2020. While outbound Japanese tourism equates to around 17 million border crossings per year, a number that has been broadly stable since the mid-1990s, inbound foreign tourism exceeded 10 million visitors in 2013, a 300% increase over the same period. To achieve the 2020 target, tourist arrivals would need to grow on average by 10% per

year from 2013 through 2020; a significant increase from the 6% average achieved from 1992 to 2013. We believe this is possible, based in part on strong global trends in travel, which in 2013 reached 1.09 billion cross border visits made, according to the World Tourism Organisation. This means that private consumption as a percentage of GDP in Japan is set to rise even further, driven in part by non-resident spending.

Chart 3: Annual tourist visits to Japan, with government targets to 2020



Source: Datastream, Julius Baer

How does Tokyo compare?

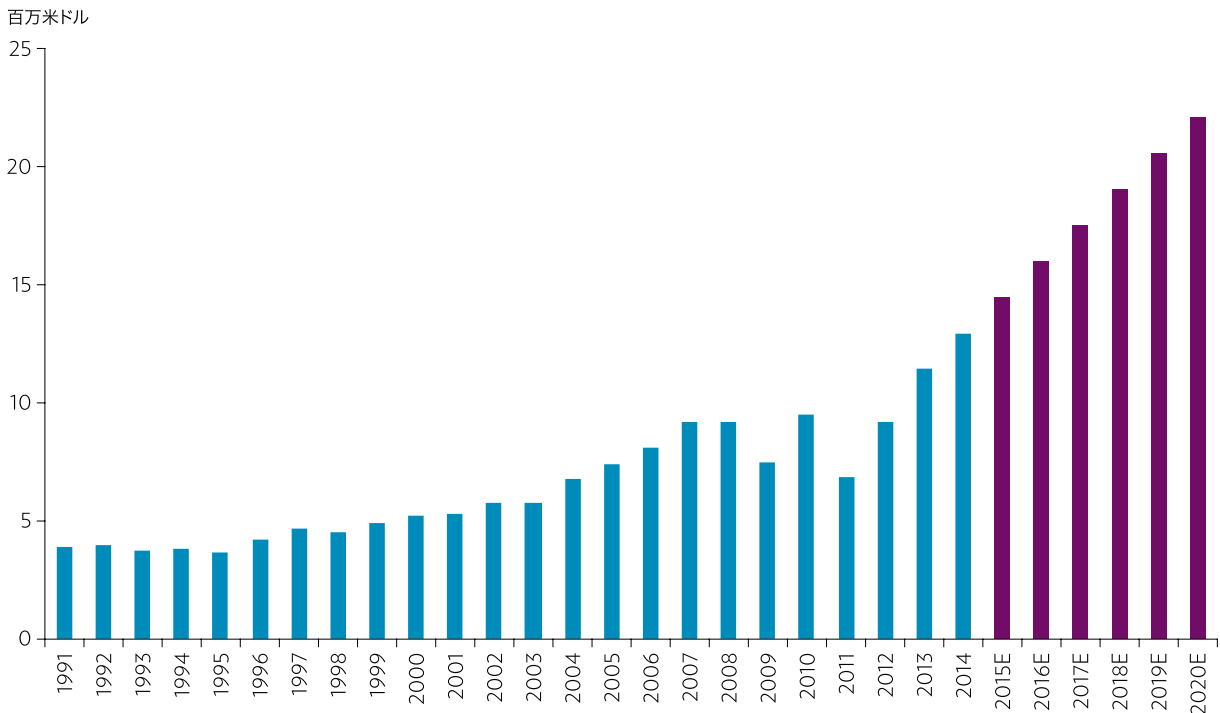
In our following analysis, we focus on how Tokyo compares to Singapore and Hong Kong in particular, over the course of 2012 to 2014. This period marks the start of ‘Abenomics’, which in turn has had a pronounced effect on the yen. Therefore we pay particular attention to luxury goods and service prices changes in yen and harmonised US dollar terms –

after all, for the measurement periods under consideration, the yen fell from 86.23 to 102.20 against the US dollar, a 19% fall. Furthermore, since the start of 2012, Japan’s nationwide core inflation (inflation that excludes volatile food and energy components) has migrated from negative territory to positive price increases – as of the middle of 2013.

もう一つはツーリズムです。「アベノミクス」の下、ツーリズムが新たな成長の起爆剤として掲げられ、日本は海外からの旅行者数を、年間2000万人に増やす目標を2020年までに達成する計画です。日本から海外への旅行者数は年間1700万人程度と、1990年代中盤からほぼ変わっていませんが、海外からの旅行者は同期間に3倍に増加し、2013年には1000万人の大台を突破しました。2020年の目標を達成するためには、2013年から2020年まで外国人旅行者を毎年10%増やす必要があります。

ますが、1992年から2013年までの伸び率が平均6%だったことを考えると、かなり強気の数字です。世界観光機関によると、2013年の海外旅行者数は10億9000万人に達し、世界的に旅行が好調なこともあり、我々は目標達成が可能であると考えています。このように、非居住者による支出にも後押しされて、日本のGDPに占める個人消費の割合は一段と上昇する見通しです。

図 3: 日本に対する年間観光客入込数と2020年の政府目標



出所: データストリーム、ジュリアス・ベア

東京の現状

次の分析では、東京に焦点をあて、2012年から2014年の期間をシンガポールと香港と比較します。この期間は「アベノミクス」の開始時期にあたり、円にも大きな影響を及ぼしました。そこで高級品とサービス価格について、円建てと米ドルに換算した

価格変動について特に注目します。結果、対象期間中に円相場は1ドル=86円23銭 から102円20銭へと19%も円安に振れました。また、日本全国のコアインフレ率(変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたインフレ率)は2012年初めにマイナス圏を脱出し、2013年中盤にはプラス圏内に移行しました。

Chart 4: Luxury goods and services 2014 prices based on USD (with 2014 vs 2013 price change %)

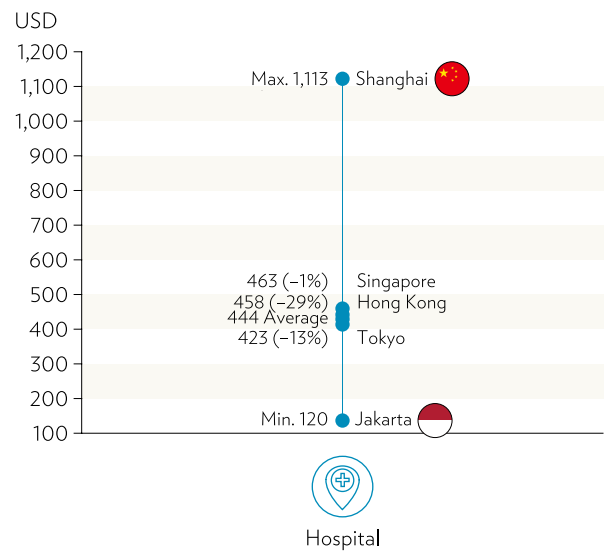
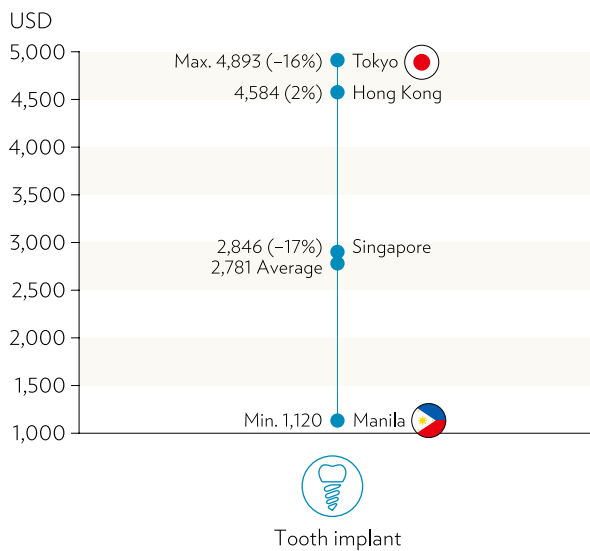
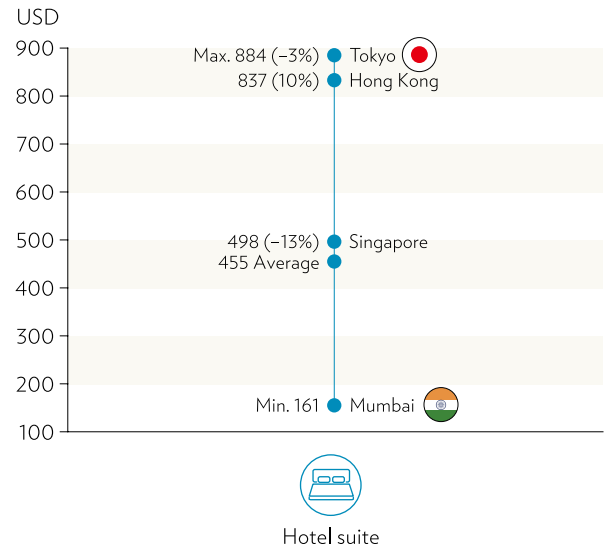
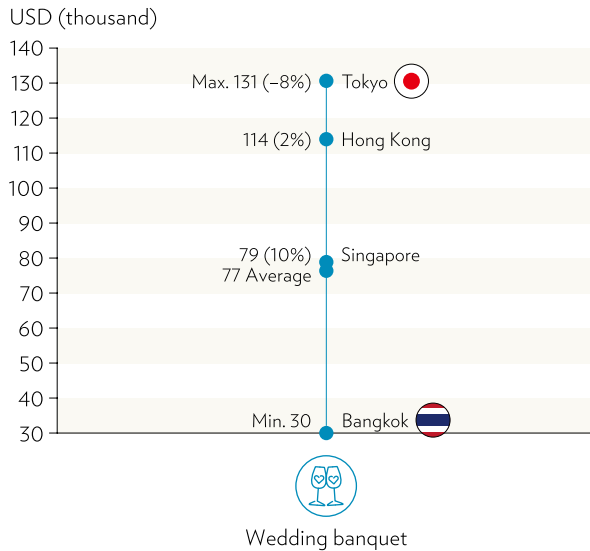
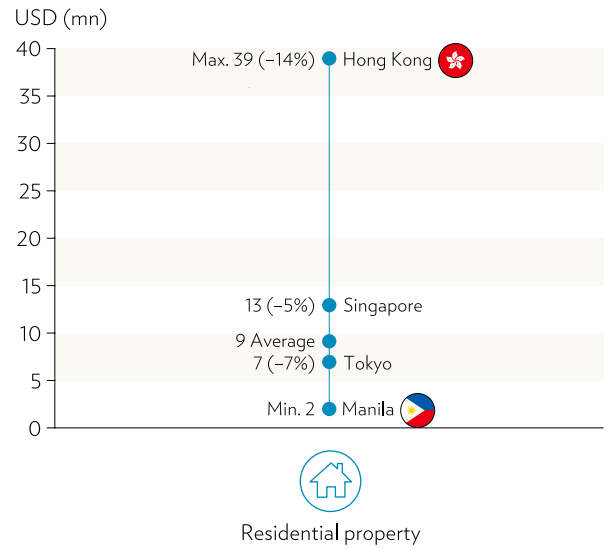
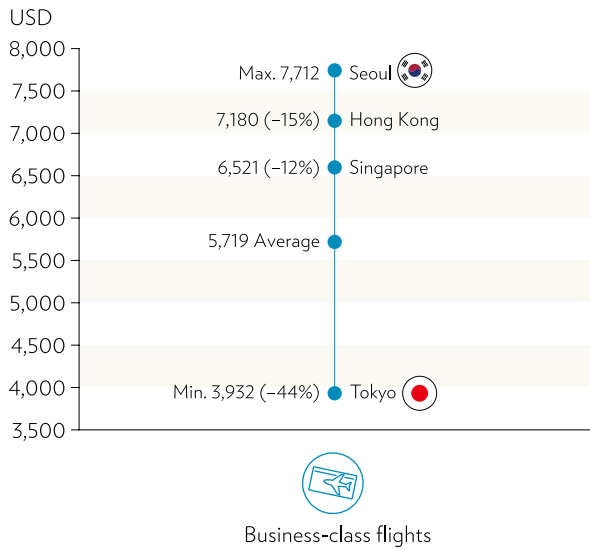


図 4: 2014年における米ドル建ての高級品とサービスの価格(2013年と比較した推移%)

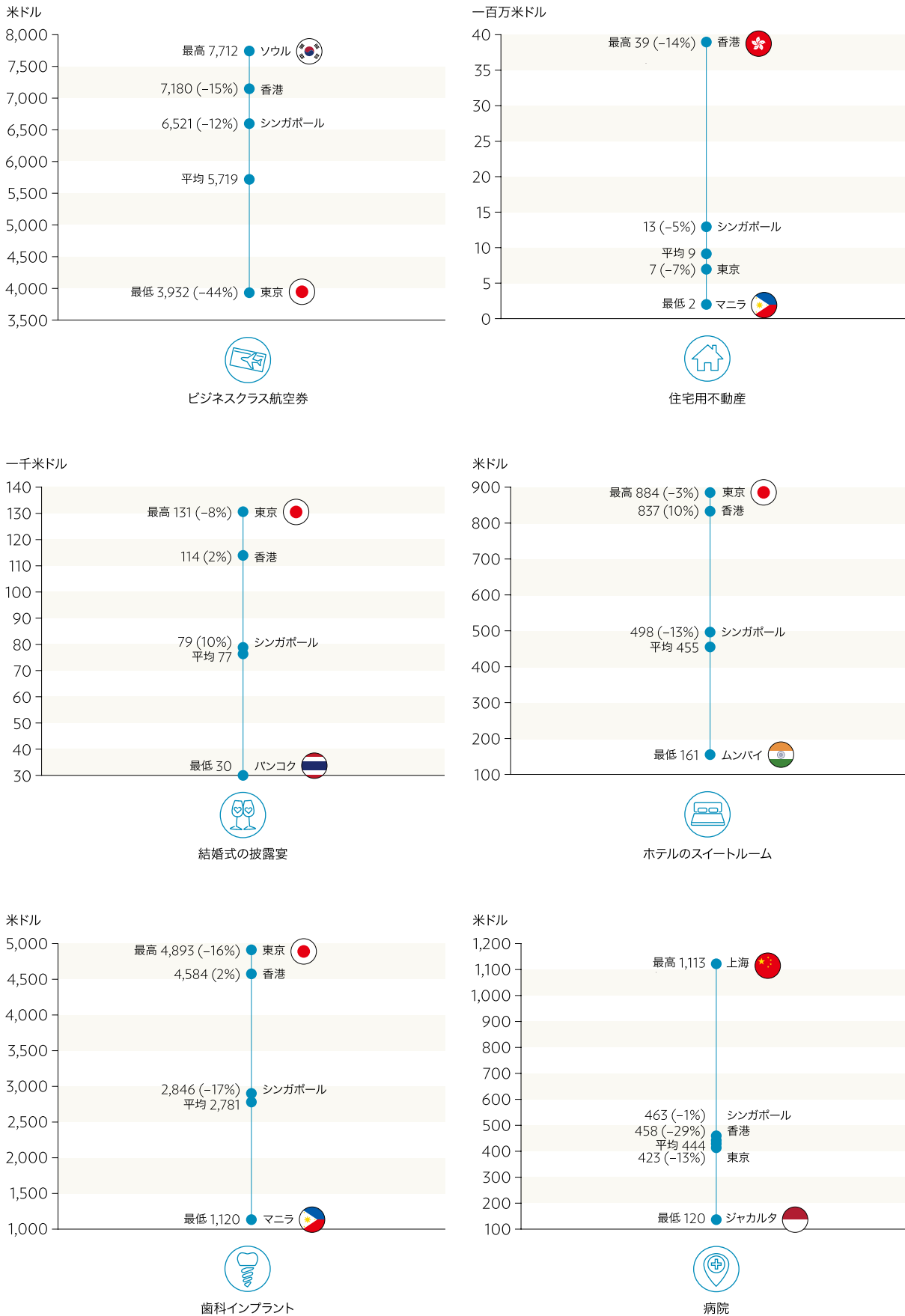


Chart 4: Luxury goods and services 2014 prices based on USD (with 2014 vs 2013 price change %)

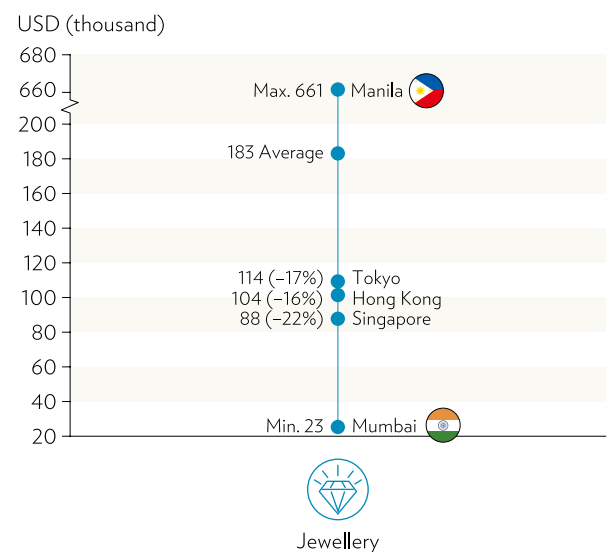
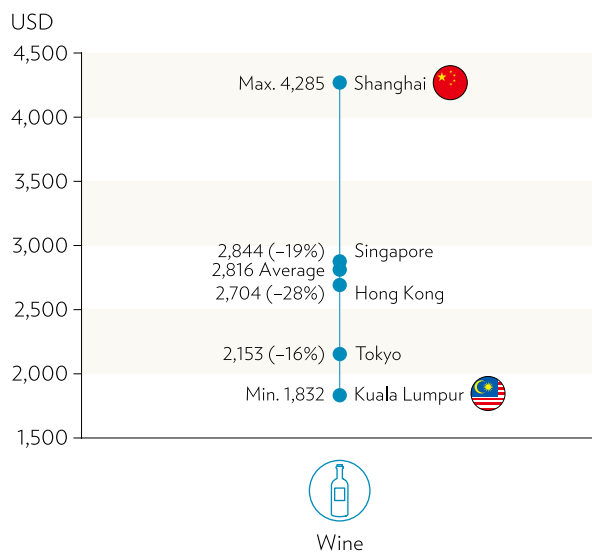
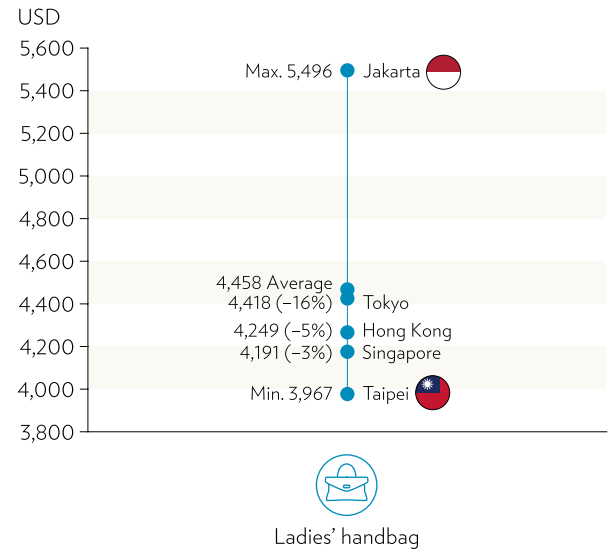
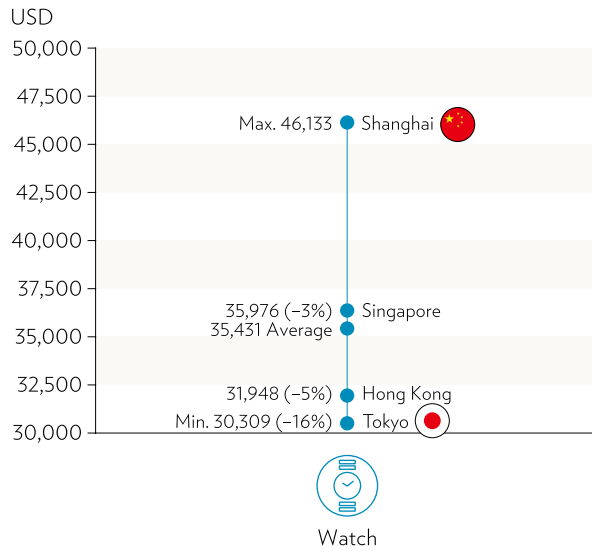
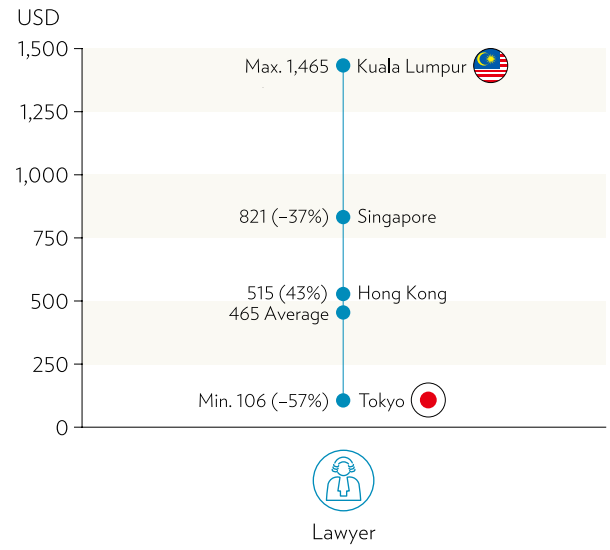
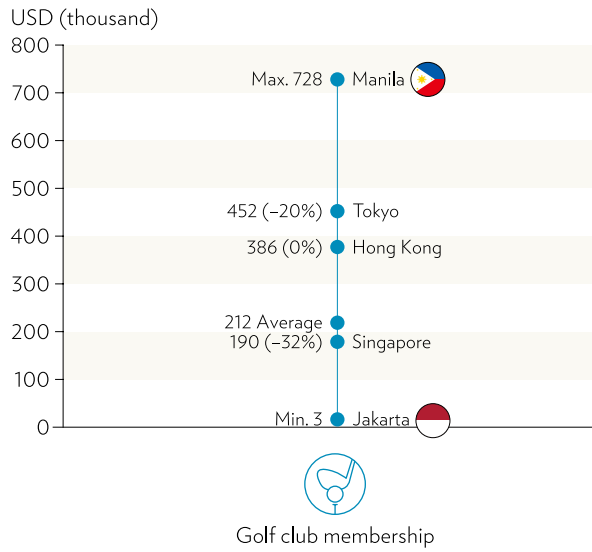


図 4: 2014年における米ドル建ての高級品とサービスの価格(2013年と比較した推移%)

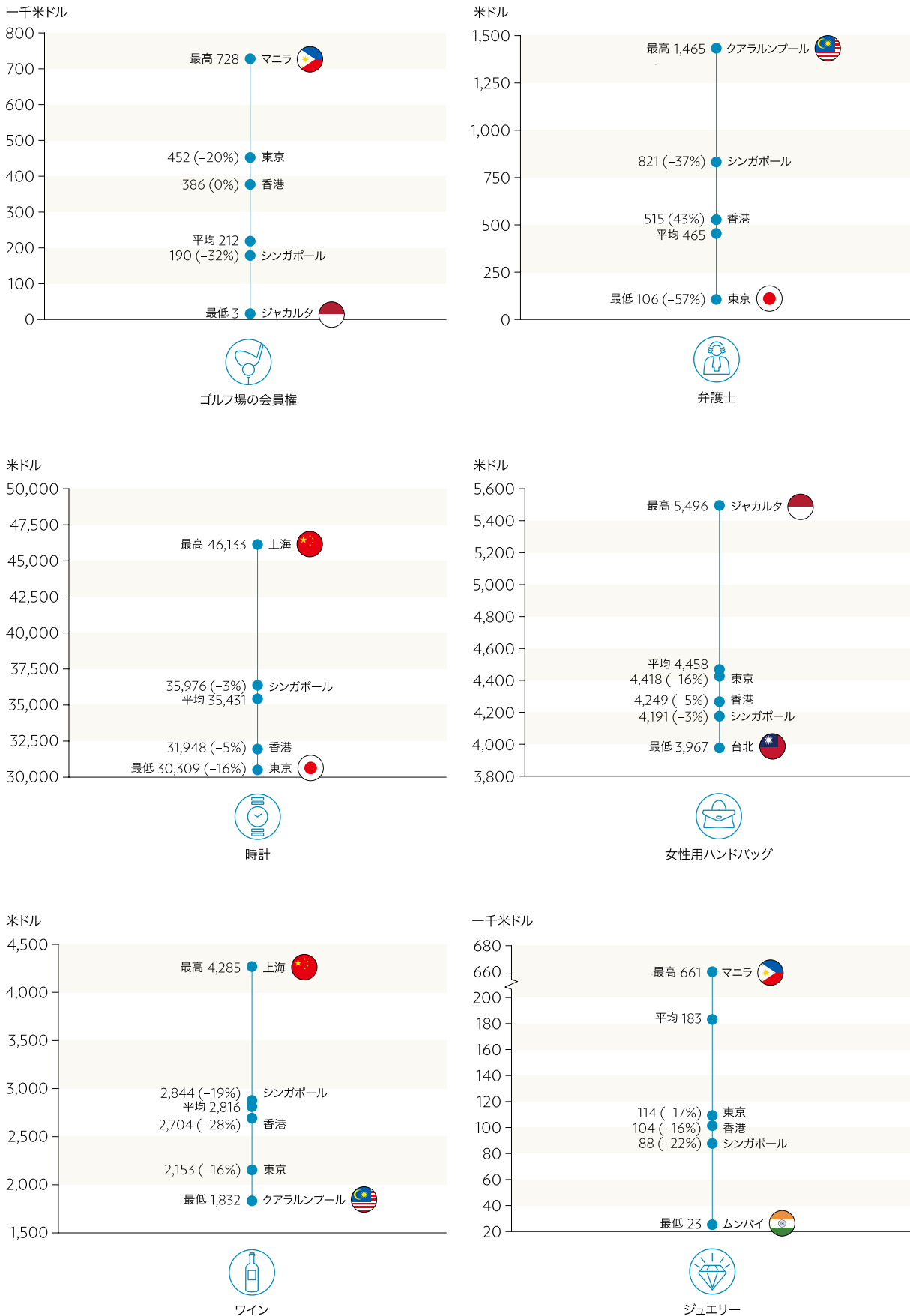
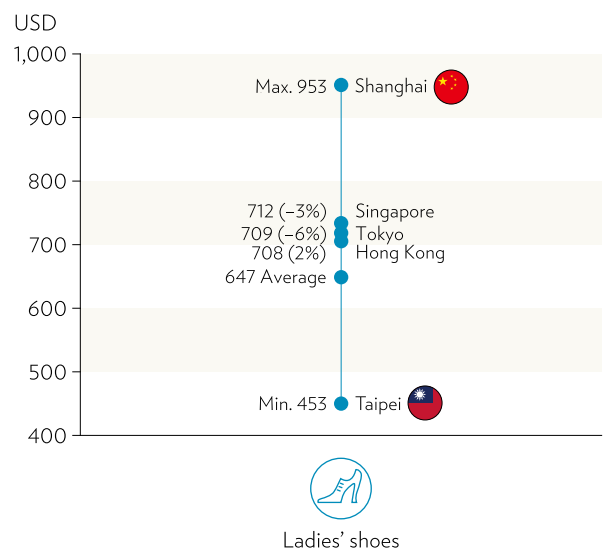
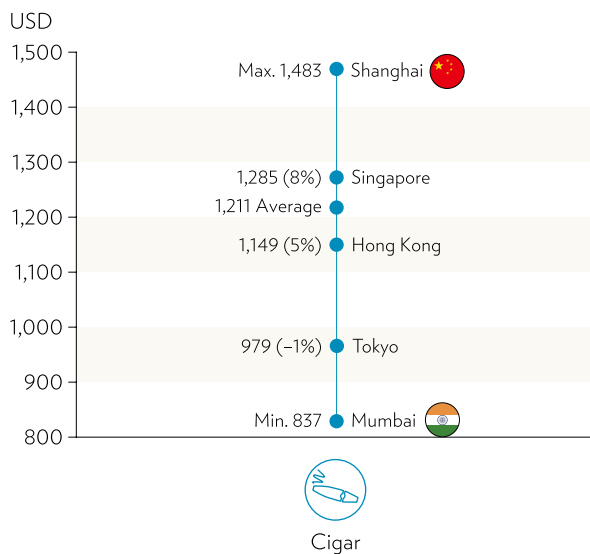
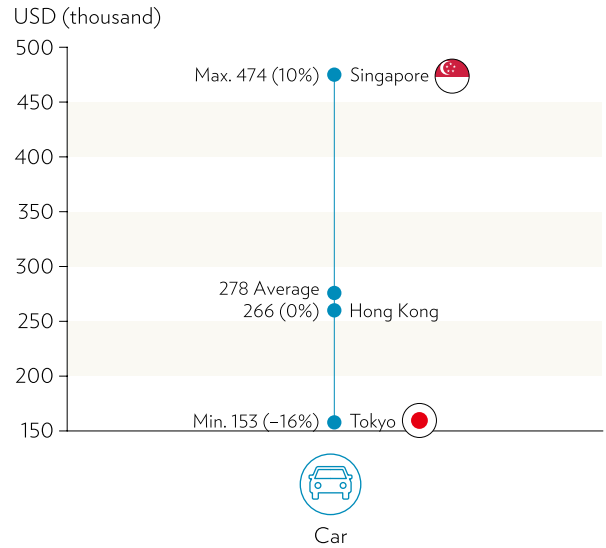
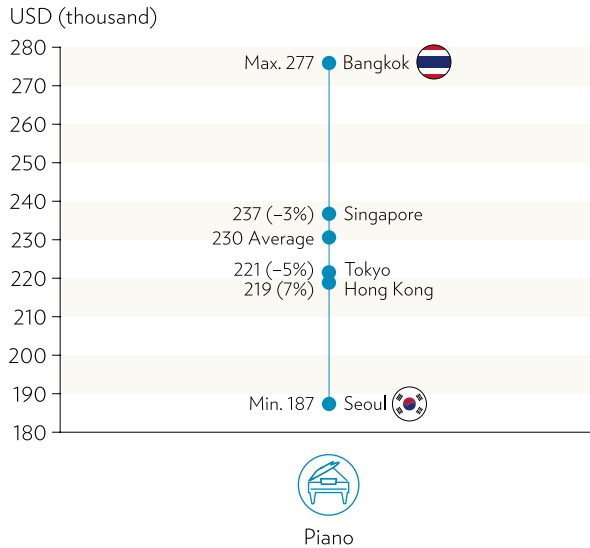
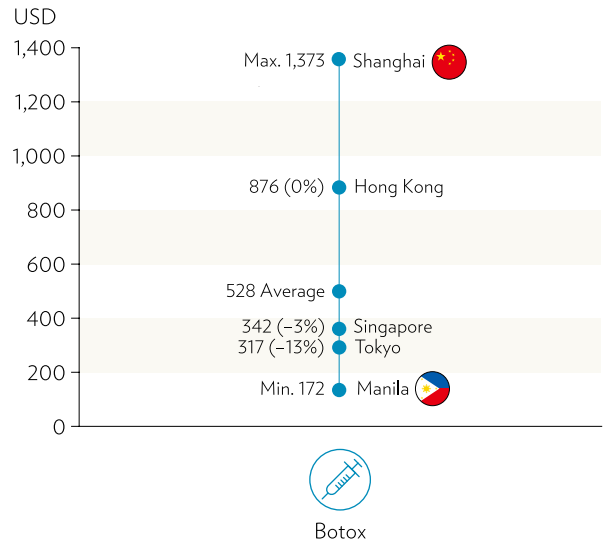
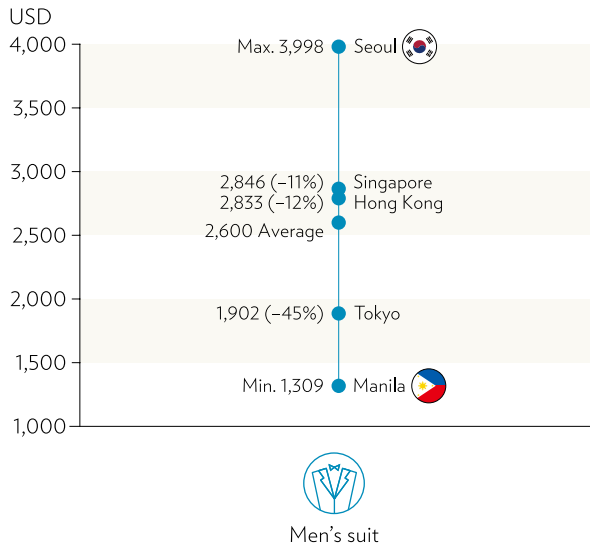
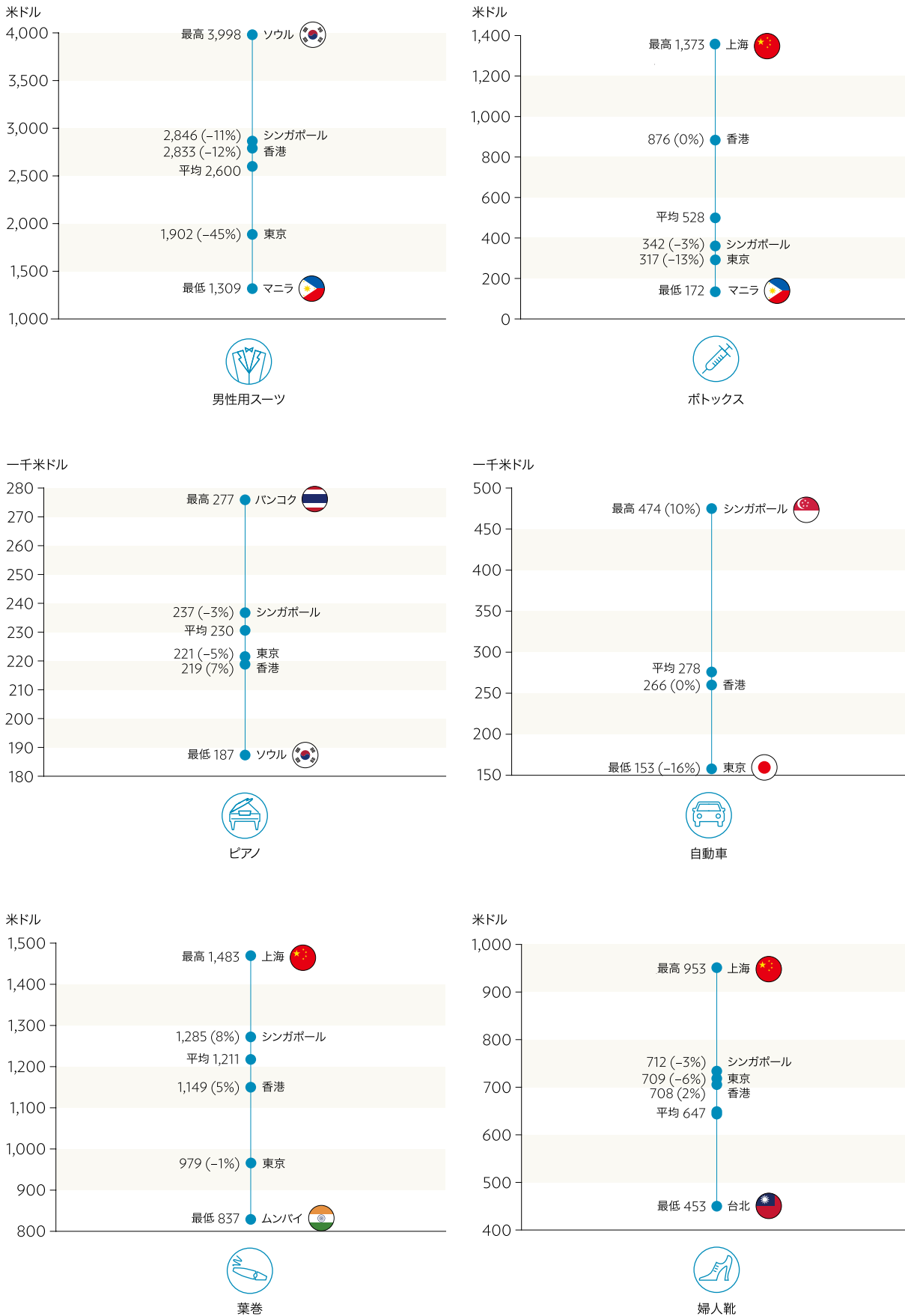


Chart 4: Luxury goods and services 2014 prices based on USD (with 2014 vs 2013 price change %)



Source: Julius Baer

図 4: 2014年における米ドル建ての高級品とサービスの価格(2013年と比較した推移%)



出所: ジュリアス・ペア

Japan's Lifestyle Index rising in line with mainstream inflation

In yen terms, the average price increase for the Tokyo subset of the Lifestyle Index from 2013 to 2014 is 1.6%. Singapore recorded a 3.1 % decline in prices, whereas Hong Kong, whose currency is tied to the US dollar, saw a 1% drop. For Hong Kong, the major theme is that while twelve of the twenty items rose or were stable, luxury property prices had declined about 15% since 2013. At HKD 300 million (or approximately JPY 4 billion), luxury housing in the Special Administrative Region is five times as expensive for the closest equivalent property in Tokyo. In contrast, high end housing in Japan is showing an increase in values, rising 11% from the 2013 price,

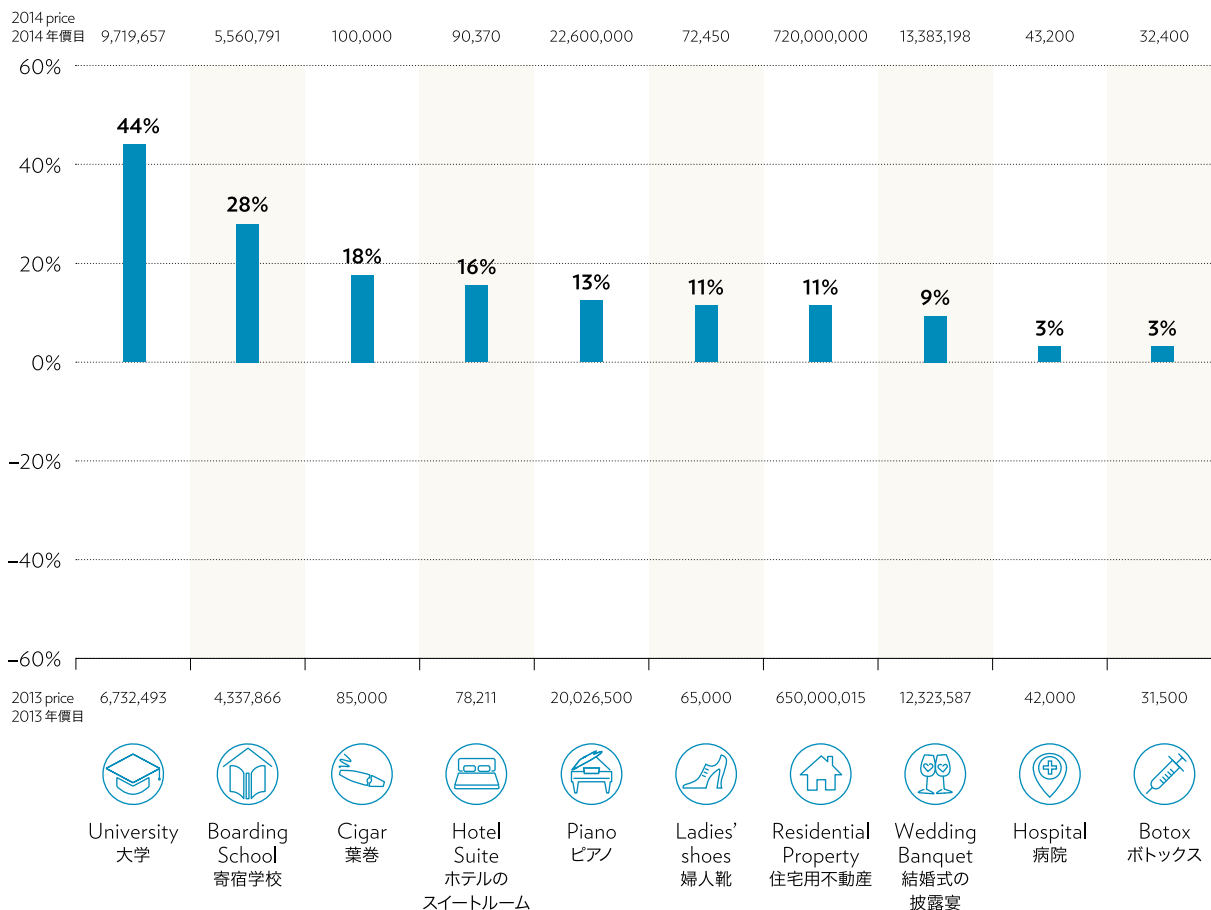
to JPY 720 million, for a 500 square metre home in Minato-ku.

Education, no matter the cost

For the sake of consistency and ease of comparison, we have opted to keep the cost of international education in the index discussion for Japan, notwithstanding the fact that Japan is home to some of the best universities in the world. That said, since the Index's inception in 2011, education costs have consistently risen at double digits. For this reason, we dedicate the next section of the report to findings based on surveys done with high net worth individuals in Japan, to gain broader insights into this topic.

Chart 5: Lifestyle index – 2014 vs 2013 price change % (based on JPY)

図 5: ライフスタイル指数 – 2013年と比較した2014年価格の推移(円建て)



Source: Julius Baer

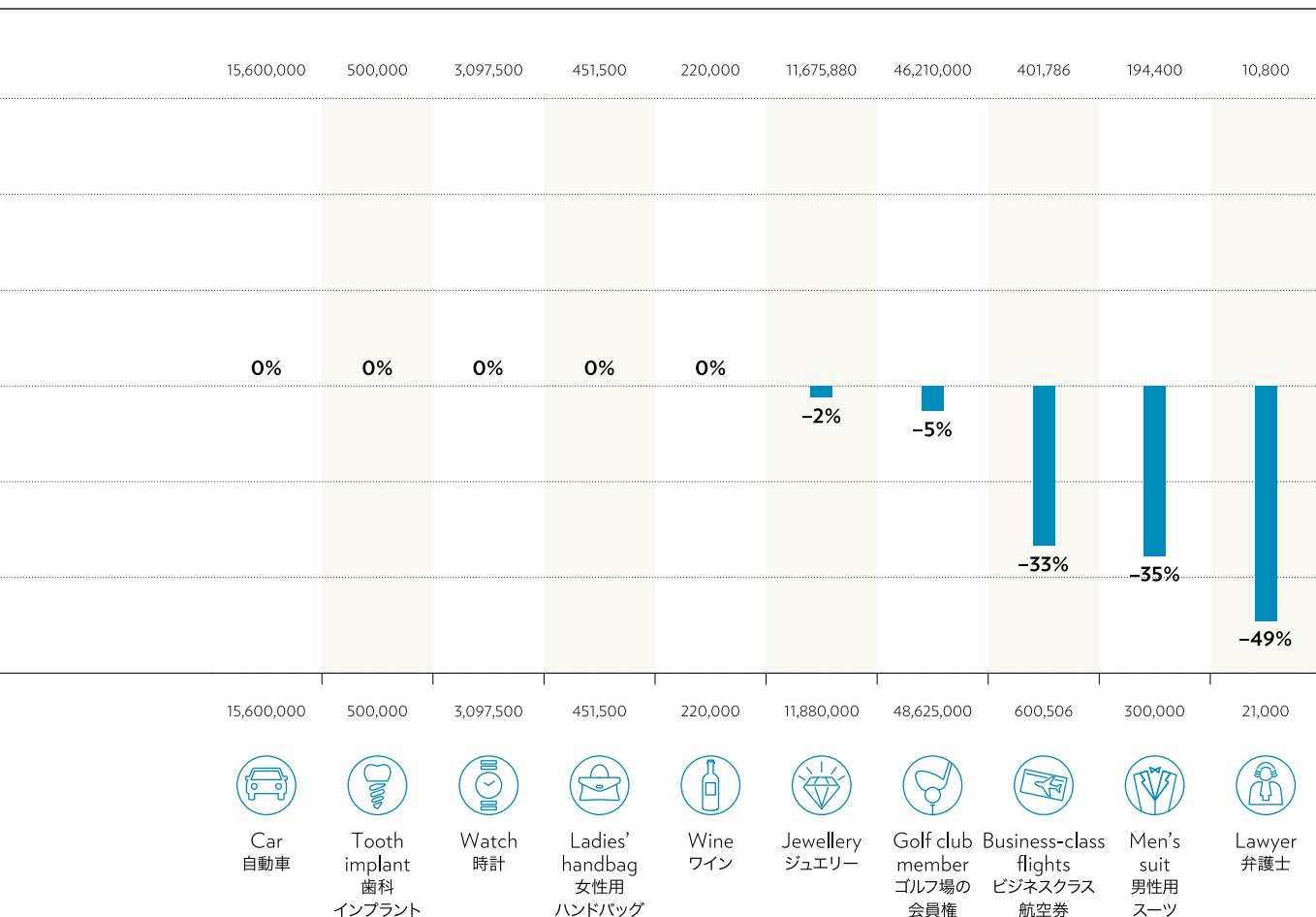
出所: ジュリアス・バア

日本のライフスタイル指数は主流のインフレ率と共に上昇

円建てで見ると、2013年から2014年にかけての東京のライフスタイル指数の平均上昇率は1.6%となっています。シンガポールは3.1%の低下、通貨が米ドルに連動している香港は1%低下しました。香港で着目すべきは、20項目のうち12項目が上昇したか横ばいだったことに対し、高級不動産の価格が2013年から約15%も下落した点です。香港の高級住宅は3億香港ドル（約40億円）と、東京の類似の物件の5倍もします。対照的に、日本の高級住宅は価値が上昇しており、港区にある500平米の住宅は2013年の価格と比べて11%増の7億2000万円まで上昇しています。

教育費には糸目は付けない

日本国内には世界有数の大学が存在しており、一貫性と比較のし易さを重視して、日本の指数算出に海外留学費用を引き続き残すこととしました。これを踏まえると、2011年の指数創設以来、教育費は2ケタの伸びを見せています。そこで、この問題への洞察を深めるために、次の章では日本の富裕層への調査から明らかになったことを取り上げます。

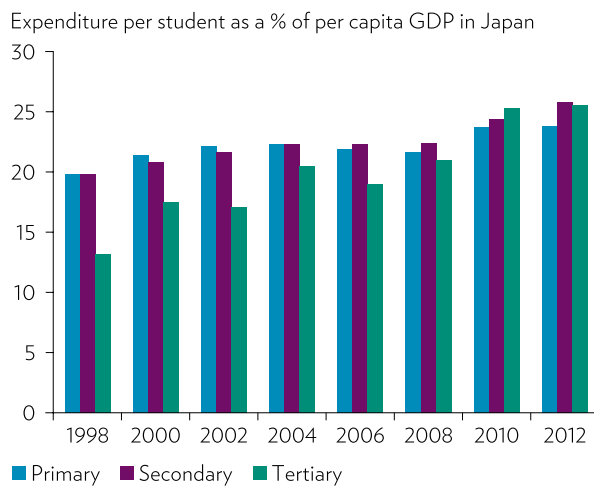


INVESTING IN THE EDUCATION OF THE NEXT GENERATION IN JAPAN

Education in Japan

Education is an extremely important topic in Japan, and this is backed up by an array of impressive statistics. Japan's demography is such that the overall population size appears to be past its zenith. In contrast, attainment levels, research and development (R&D) and overall spending on education, on a per capita basis, continue to increase. This investment focus on education is yielding results.

Chart 1: Japan's educational spending per capita on the rise



Source: Datastream, Julius Baer

One clear outcome of this focus is attainment levels. According to the Ministry of Education, Culture, Sports, Science and Technology of Japan (MEXT), 2012 saw a record number of universities (783) conferring over 16,000 doctoral and over 78,000 masters degrees. Employment levels of Japan's

advanced degree holders are rebounding sharply, making up for the ground lost since 1992. As per 2012, close to 1.7 million people in Japan are employed in a host of institutions that perform R&D; a record number and a rise of 12% from 2002. This bodes very well, sustaining Japan's reputation as leader in technological advancements, to say the least.

Parental aspirations in Japan

Education is, by definition, a longer term investment. For the purpose of this report, we interviewed affluent parents in Tokyo regarding their aspirations for their children in terms of education. We then compared these results to similar questions conducted as part of the 2014 Julius Baer – Bank of China Wealth Report: Asia to not only explore Japanese beliefs and values, but also compare and contrast them to other mature markets in Asia (specifically Hong Kong and Singapore). Our other reasoning is that since the launch of the Julius Baer Wealth Report: Asia series in 2011, education costs have repeatedly shown the strongest increases, year after year. Taking a longer term perspective, we expect education costs to continue to rise. Hence this topic warrants close attention.

By way of background in terms of our survey, the average income of the families interviewed was approximately USD 120,000 per year, or roughly JPY 13,000,000. To be selected, they had to have a child currently enrolled in primary or secondary level education. In our sample the majority (over 70%) of parents attained a bachelor degree level of education, or higher. This population is comparable to those in Hong Kong and Singapore. We found the following interesting trends when exploring Japanese parental expectations.

日本の次世代の教育に投資する

日本の教育

日本では教育が極めて重要なトピックであることはよく知られており、このことをしっかりと裏付ける統計も多くあります。日本の人口動態を見ると、総人口はピークを過ぎていると考えられますが、その一方で最終学歴、研究開発(R&D)、教育全般に関する支出は国民一人当たりで見ると上昇が続いています。教育への投資は成果も上がっています。

最終学歴は教育の成果の一つとして挙げられます。文部科学省によると、2012年には過去最高の数の大学(783校)で16,000名以上が博士号を授与され、78,000人以上が修士号を修了しました。日本の修士号以上の学位保有者の雇用水準は急回復し、1992年以前の水準まで持ち直しました。2012年現在、日本では170万人近い人が研究開発機関に勤務していますが、これは2002年と比較して12%多く、過去最高の数字となっています。この数字は少なくとも、技術進歩のリーダーとして知られる日本の立場を十分に支えていくものと思われる。

図表 1: 日本の国民一人当たりの教育費は増加している

日本の国民一人当たりGDPに占める生徒一人当たりの支出の割合



出所: データストリーム、ジュリアス・ベア

日本の親の願い

教育とは長期投資です。本稿執筆に当たり、当社では東京在住の富裕層夫妻に教育面で子供に望むことの聞き取り調査を行いました。その後、日本人の考えや価値観を探るだけでなく、アジアの他の成熟市場(香港とシンガポール)と比較するために、2014年にジュリアス・ベアとバンク・オブ・チャイナと共同で執筆した『ウェルスレポート: アジア』の一環として実施した同様の調査結果と比較しました。2011年に『ジュリアス・ベア・ウェルスレポート: アジア』シリーズに着手して以来、教育費は幾度となく、前年の記録を更新する伸びを示してきました。長期的に見ても、当社では教育費の増加は続くものと予想しているため、このテーマを重要視しています。

本調査の対象に関しては、聞き取りを行った家庭の平均年収はおおよそ12万米ドル、日本円ではおおよそ1300万円でした。聞き取り調査の対象は、現在小学校または中学校に在学中の子供がいる家庭に限定しました。今回のサンプルでは、両親の大半(70%以上)が大卒以上となりました。この数字は香港やシンガポールと同等です。日本の親の子供への期待を調査した結果、次のような興味深い傾向が明らかになりました。

Taking a broad view

Japanese parents appear to take a broad view of education, with less emphasis on the purely quantitative, academic outcomes. Relative to the other countries in our survey, Japanese parents expressed stronger interest in ensuring that their children have a well-rounded foundation, to equip them in a competitive, globalised economy. In our view, this is an interesting parallel to the macroeconomic themes we have explored earlier in the Julius Baer Wealth Report on Japan, which embodies the idea that Japan is accelerating the pace of change under Abenomics. In this regard, that Japanese parents are taking an open approach to education is consistent with other changes taking place on the ground.

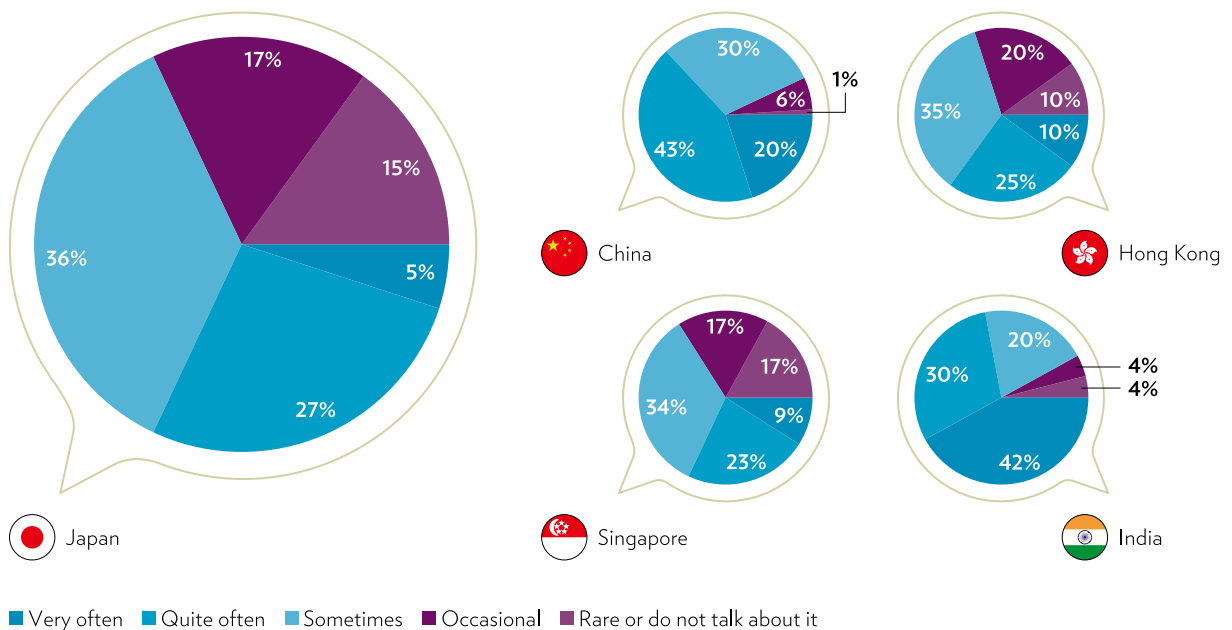
Japanese parents obviously believe in their children's ability to achieve even without financial assistance (60% say this is possible). But because they desire well rounded individuals, for example, Japanese parents believe it is important to invest in their children's

ability to pursue a broad range of interests (36% Tokyo vs 16% Hong Kong and 12% Singapore), that extends beyond the classroom setting. This finding is unique to Japan among the markets we surveyed.

Quietly confident

Whilst Japanese parents clearly value their children's achievements, they appear reserved in terms of how these topics are discussed. Similar to parents in Hong Kong and Singapore, they do talk with family and friends about their children's educational achievements, but this is less frequent. Only 32% said that they spoke often or very often to family and friends about their children's educational achievements, like those in HK (35%) and Singapore (32%). When we compare to other Asian nations these parents are relatively self-effacing. For example 63% Chinese parents spoke quite or very often to family and friends about their child's achievements, and 72% of parents in India said they talked this much.

Chart 2: Frequency that parents talk about their children's achievements (data rounded to the nearest digit)



Source: Julius Baer

幅広い視点で捉える

日本の親は単に数字で示される成績はさほど重視せず、幅広い視点から教育を捉えていると考えられます。当社が調査した他の国と比較すると、日本の親は競争が激化する経済のグローバル化に備えて、子供がバランスの取れた基礎教育を受けることに強い関心を示しました。これは当レポートで先に検討したマクロ経済的テーマ、すなわち、アベノミクスの下で日本は変化のスピードを速めているという見方が、具体的に表れた興味深い結果です。この意味で、日本の親の子供の教育に対する姿勢がオープンになってきていることは、他の点での変化と矛盾していません。

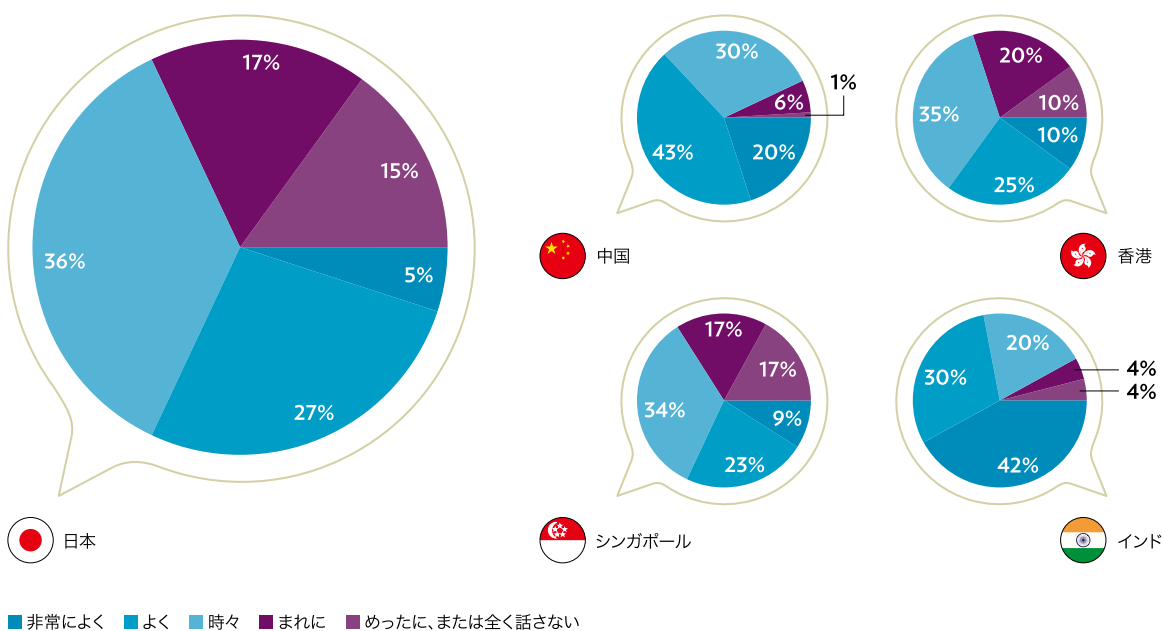
日本の親は、子供の能力に期待を寄せていて、経済的援助がなくとも子供の教育目標は達成できると考えていることが明らかになりました(可能と答えた回答者は60%)。また、バランスの取れた人物になることを願っており、日本の親は様々な興味を

満たすことに投資することも重要だとしています(東京の36%に対し、香港は16%、シンガポールは12%)。この結果は、当社が調査した市場の中で日本特有のものとなりました。

表に出さない自信

日本の親が子供の最終学歴を重視していることは明らかですが、成績について話すことには遠慮があるようです。香港やシンガポールの親と同様に、日本の親も家族や友人と子供の成績について話をしますが、その頻度は限られています。子供の成績について家族や友人とよく、または非常によく話すとは回答したのは、香港(35%)やシンガポール(32%)と同様に32%に留まりました。他のアジア諸国と比較すると控えめです。例えば、中国の親の63%は子供の成績について家族や友人とよく、または非常によく話をするとし、こうした親の割合はインドでは72%にのぼりました。

図表 2: 子供の成績について親が話す頻度(四捨五入)



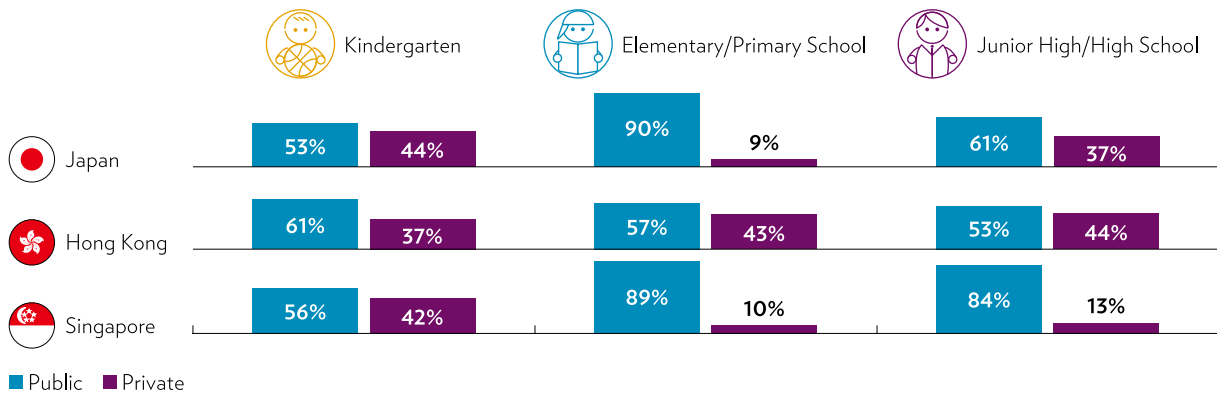
出所: ジュリアス・ペア

Educational investment during the school years: Private vs Public

Regarding schooling, respondents in Japan demonstrated confidence in the public school system, across the school lifespan from kindergarten through the primary levels and also in the high school levels.

This pattern is similar to what we see in Singapore where there is also support for the public education system (except at kindergarten level). By comparison, parents in Hong Kong appear evenly split between private and public education systems as their children get older.

Chart 3: Use of public vs private educational sources



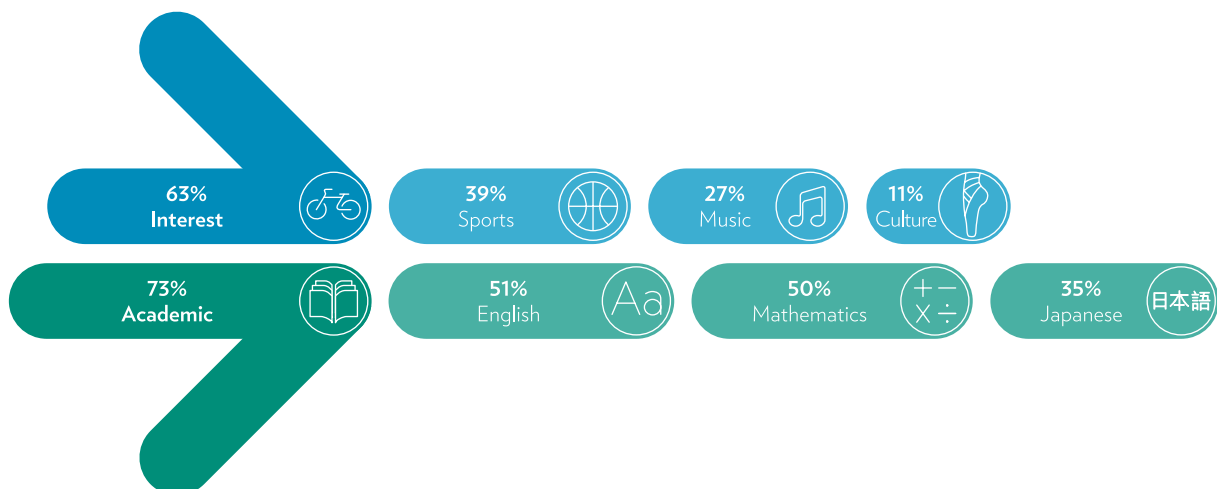
Source: Julius Baer

Afterschool activities

More than half of the families we spoke with had their children actively enrolled in afterschool programmes. The parents who use these extra lessons focus on opportunities to explore interest activities (63%) and

academic programmes (73%). The most popular interests are sports (39%) and musical training (27%), whilst the most popular academic subjects are English (51%), Maths (50%) and Japanese (35%).

Chart 4: Consumption of extra-curricular activities



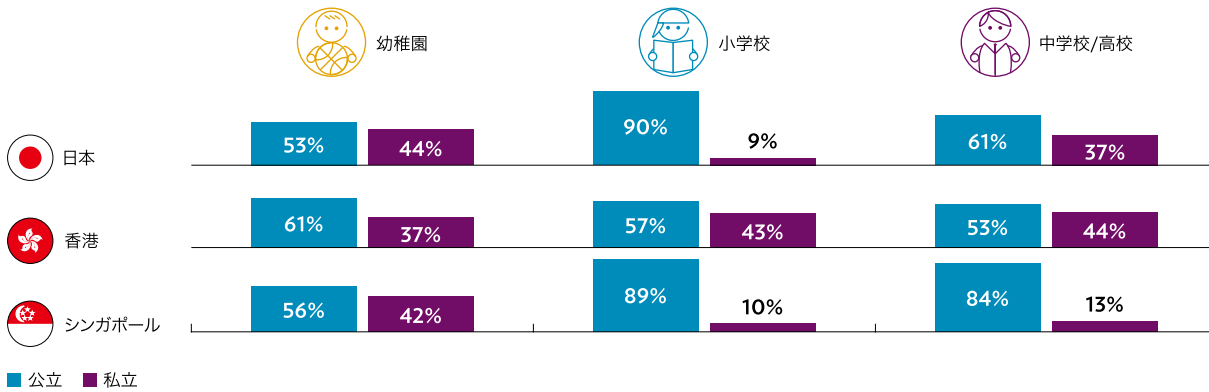
Source: Julius Baer

学齢期の教育投資：私立vs公立

学校に関しては、日本の回答者は幼稚園から小学校、さらには高校のレベルでも公立学校に信頼を寄せていました。この傾向

は(幼稚園を除いて)公立学校への支援があるシンガポールと類似しています。これとは対照的に、香港の親は子供の年齢が上がるにつれ、私立派と公立派に二極化するようです。

図表 3: 公立学校と私立学校に通う割合



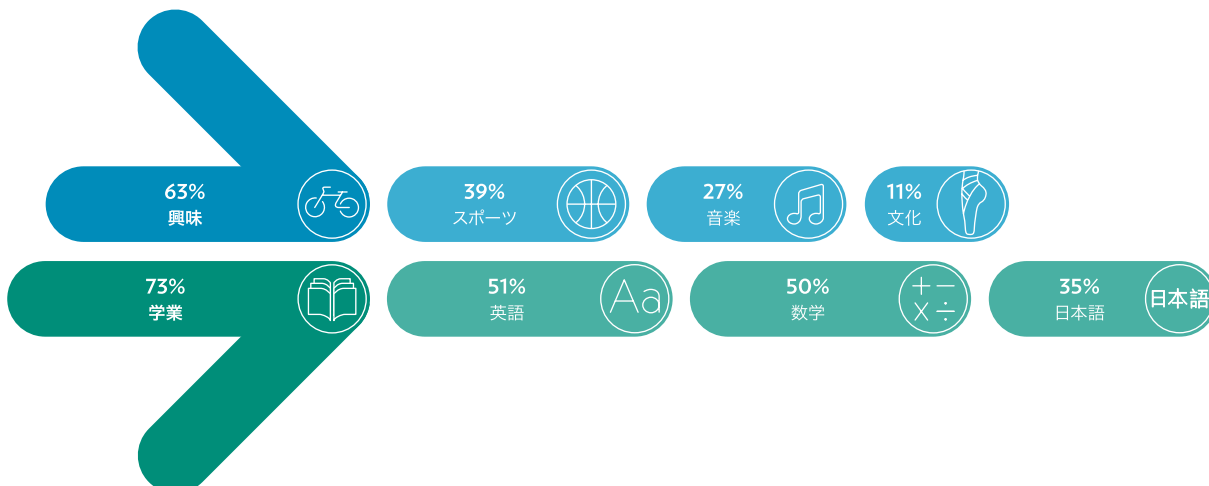
出所: ジュリアス・ベア

課外活動

聞き取り調査を行った家庭の半数以上の子供は課外活動に積極的に参加していました。課外活動を利用する親は、勉強以外の活動(63%)と授業科目(73%)を重視しています。勉強以外

で最も人気があるのはスポーツ(39%)と音楽(27%)、授業科目で最も人気が高いのは英語(51%)、数学(50%)、国語(35%)でした。

図表 4: 課外活動への参加



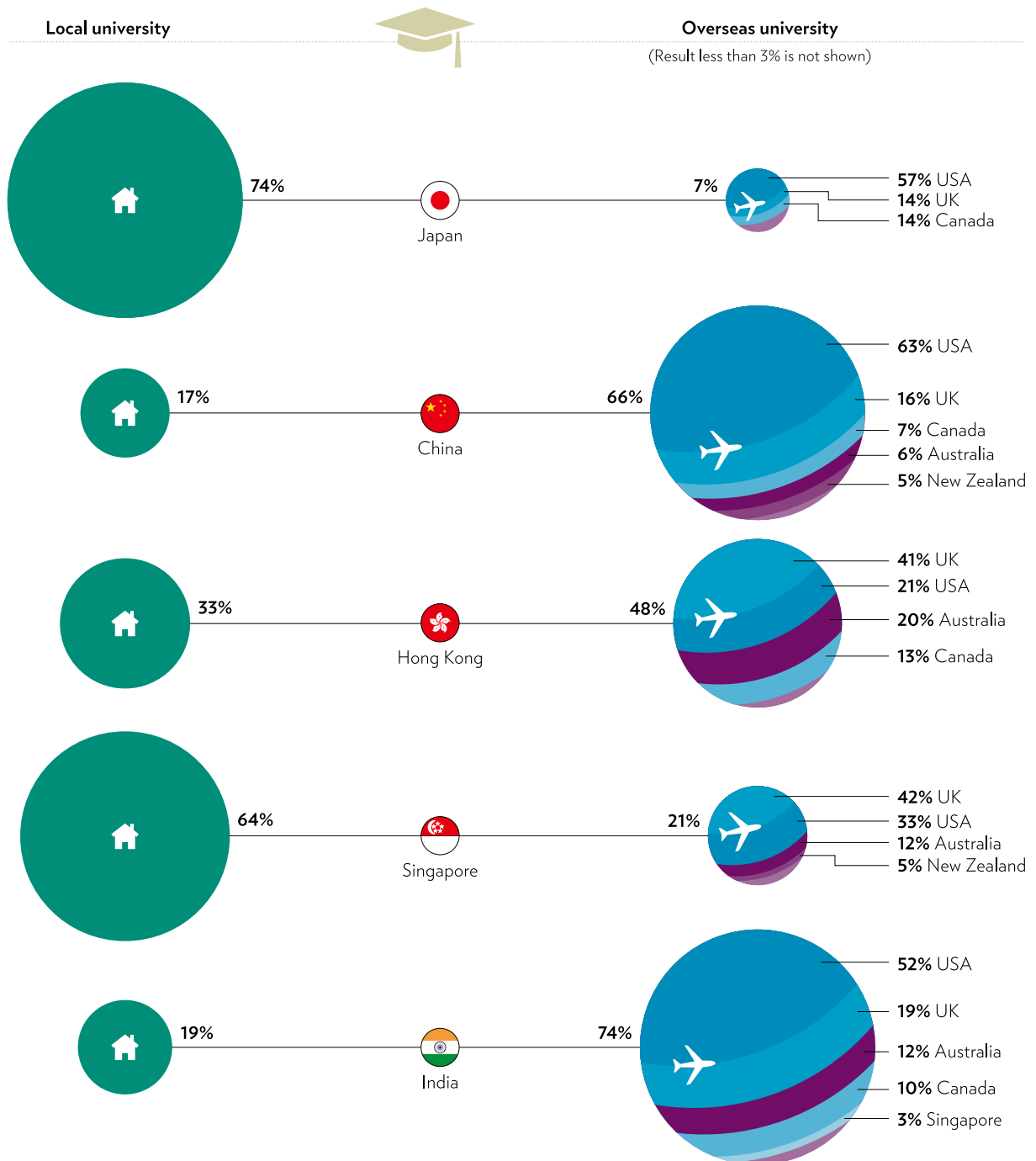
出所: ジュリアス・ベア

Beyond the school years: University selection and beyond

We asked parents across Asia regarding their preference in universities, starting with the basic question of their preference of local versus overseas higher education.

Respondents to our Japan survey overwhelmingly (74%) prefer local universities to overseas schools. If they do prefer overseas universities, they are attracted to schools in the United States (57%), United Kingdom (14%) and Canada (14%). These results echo our findings in Singapore.

Chart 5: Asia wide comparisons of types of universities parents expect their children to study



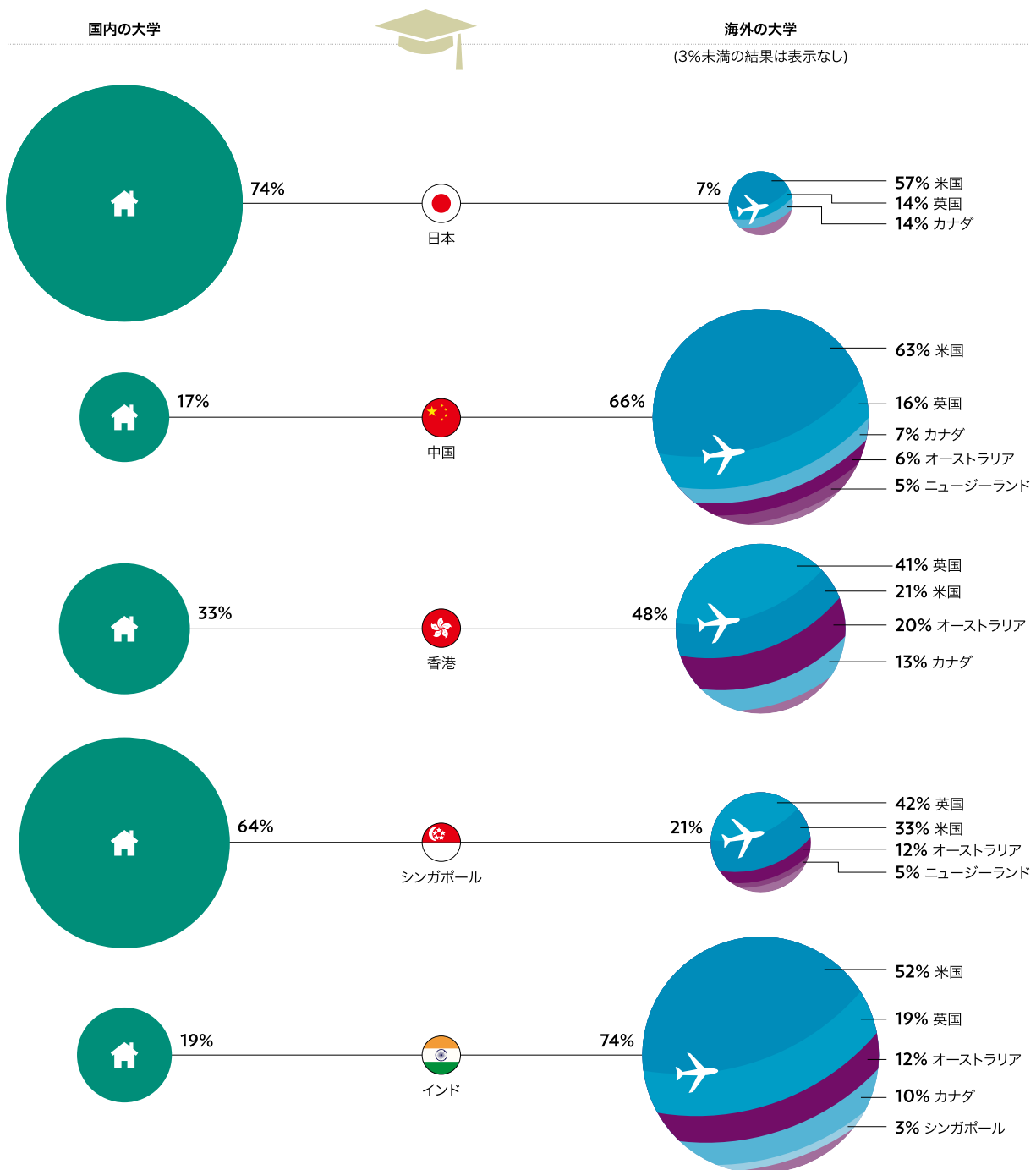
Source: Julius Baer

中等教育以後:大学以後の選択

アジアの親に希望の大学について尋ね、まずは国内の大学と海外の大学のどちらを望むかという基本的な質問をしました。

日本では回答者の過半数(74%)が海外の大学よりも日本の大学を希望しています。海外の大学を希望する場合は、米国(57%)、英国(14%)、カナダ(14%)に人気がありました。この結果はシンガポールの調査結果と一致しています。

図表 5: アジアの親が子供に進学させたいと思う大学の比較



出所: ジュリアス・ペア

The respondents to our Japan survey expressed open expectations towards their children. Most of whom have bachelor degrees (70%) and expect their children to obtain such a degree level themselves (81%), but they don't have firm expectations for their children to continue to collect degrees beyond this point. Only 13% had an express wish that their children attain an advanced degree.

Parents hold a collaborative view on their children's professional lives as well. More than half of the Japanese parents said that they had no firm preference of their children's career, in terms of field or sector. The second most popular statement was a professional career (25%) but this was much lower than those who stated a less instructive attitude.

Sources of information: Straight to the source

When looking for sources of information about future schools and universities, Japanese parents tend to go straight to the source, often contacting the school directly (49%). They also consult directly with teachers from their child's current school (43%), and then consider friends as a source (35%).

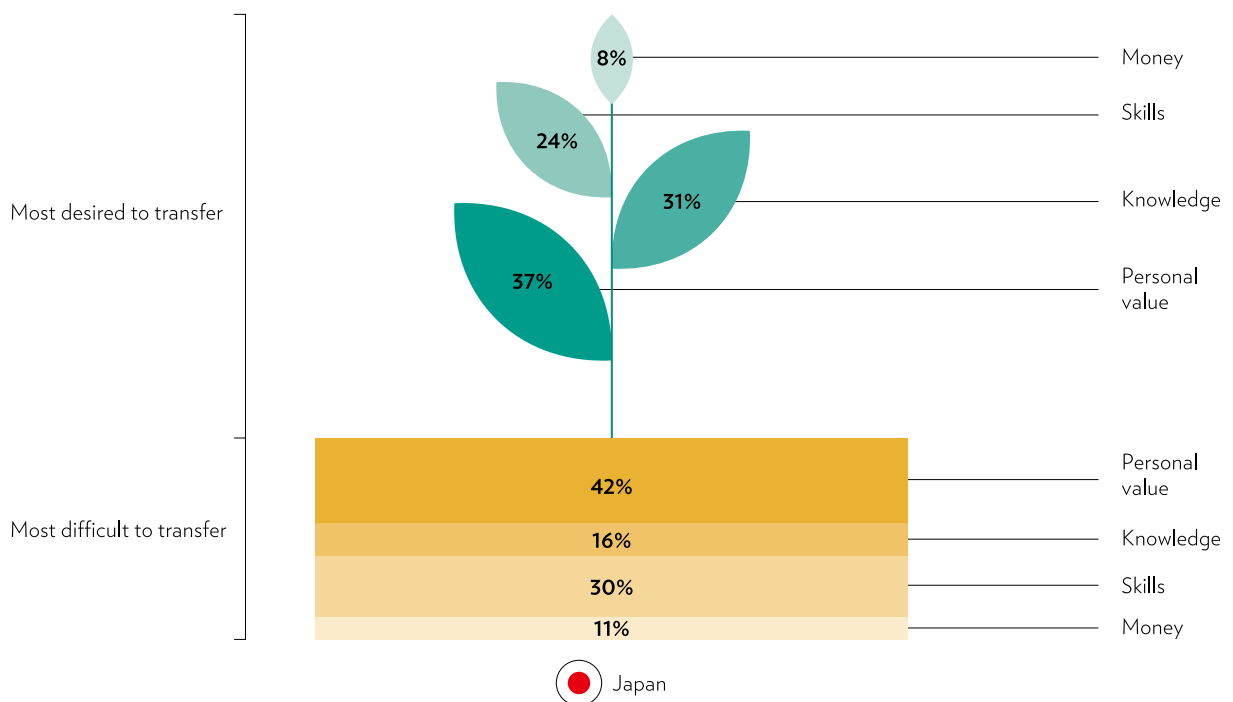
Compared to Hong Kong parents they very rarely consider using educational consultants (10% for Tokyo compared to 62% for Hong Kong). Within the region, Japanese parents show the least interest in these services.

Preparing the next generation – transferring skills, money, knowledge or values

Among Ultra High Net Worth families in general the continual transfer of wealth is often unsuccessful. US research by Williams and Preisser¹ highlighted that 70% of families in their study failed to transfer their wealth successfully to the next generation.

With this in mind, we asked Japanese parents about their ambitions for transfer. Looking at the elements which they could transfer when preparing the next generation for future success, what is most important – transferring, skills, money, values or knowledge. Japanese parents rated personal values as the most desirable element and also rated this as more difficult than other elements to transfer.

Chart 6: Elements most desired and most difficult to transfer



Source: Julius Baer

¹ Williams R and Preisser V, 2003, Preparing Heirs, Robert Reed Publishers, Oregon USA.

今回調査を行った日本の回答者は、子供に寛容な姿勢を示しました。その大半は大卒(70%)で、子供にも大学を卒業することを期待していますが(81%)、それ以上の学位については強い期待は持っていません。修士号以上の取得を望んだ回答者は13%に留まりました。

日本の親は子供の職業についても理解を示しています。半数以上は子供のキャリアについて、分野や職種の面で特に強い希望を持っていません。2番目に多かった回答は専門職に就いてほしいというものでしたが(25%)、これは特に希望はないとした回答者の数を大きく下回りました。

情報源: 直接あたる

将来の学校や大学に関する情報を得る際、日本の親は学校に直接コンタクトを取る(49%)など、当事者に直接連絡する傾向があります。また、子供が通っている学校の教師(43%)に相談し、その次に友人を情報源と考えています(35%)。

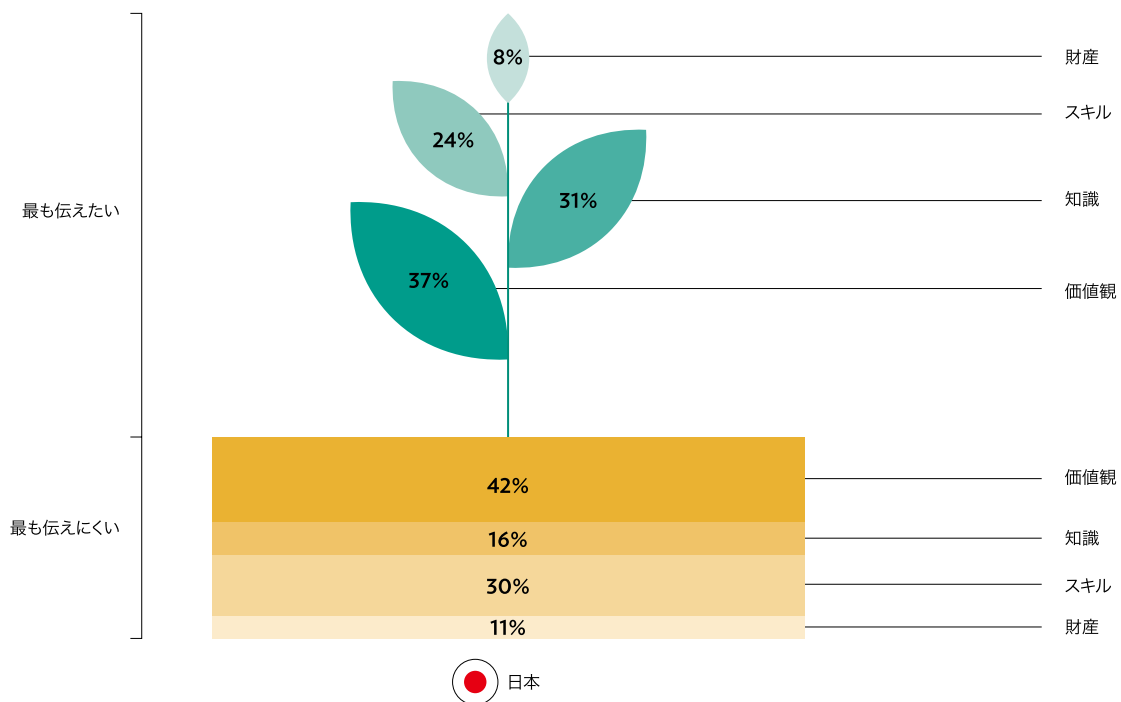
香港の親と比べると、日本の親が教育コンサルタントを利用する機会は非常に少ないです(東京は10%、香港は62%)。アジア地域において、日本の親はこうしたサービスに最も関心が低いという結果になりました。

次世代を育てる – スキル、財産、知識、価値観を伝える

超富裕層全体を見ると、財産の承継で失敗するケースが多く見られます。ウィリアムズとプライサー¹が米国で実施した調査によると、調査対象の家庭の70%が次世代への相続で失敗していることが明らかになりました。

このことを念頭に、日本の親に対して何を遺したいかを尋ねました。将来の成功に向けて次世代を育てる際に遺すことができるものとして、スキル、財産、価値観、知識のうちでどれが最も重要かを質問しました。日本の親は価値観を最も伝えたい要素として挙げましたが、これについては他の要素より伝えにくいとも考えています。

図表 6: 次世代に最も伝えたい要素と最も伝えにくい要素



出所: ジュリアス・バア

¹ Williams R and Preisser V, 2003, Preparing Heirs, Robert Reed Publishers, 米国、オレゴン.



Conclusion

In summary – a well-rounded investment in the future.

When we compare the attitudes towards education of Japanese parents to other nations explored in the Julius Baer – Bank of China Wealth Report: Asia, we see that Japanese parents are interested in their children's education but are focused on developing well-rounded educated children, with an emphasis on their extra circular education, including Japanese, in addition to their school studies.

The parents are relatively humble and do not brag about their kids achievements. Their preferences for both public schools and local universities seem to support a strong belief in the Japanese education system. Additionally they tend to contact schools directly for information, rather than seeking third party opinion, reinforcing their belief and understanding in their local system.

Japanese parents seek to transfer both personal values and their knowledge onto their children and acknowledge that personal values are particularly difficult to transfer, despite their strong investment in the next generation.



結論

ポイントは、将来に備えたバランスの取れた投資です。

ジュリアス・ベアとバンク・オブ・チャイナが共同執筆した『ウェルスレポート：アジア』で取り上げた他の国と日本の親の教育に対する姿勢を比較すると、日本の親は子供の教育に熱心なことはもちろんですが、人間性も考慮した全人教育に重点を置いており、学校の勉強に加え、母国語を含め、学校以外での教育に力を入れていることがわかります。

日本の親は比較的謙虚で、自分の子供のことを自慢しません。公立の学校や国内大学への進学志向が強いことは、日本の教育制度への信頼の表れだといえます。さらに、日本の親は第三者の意見を求めるよりも、学校に直接コンタクトを取って情報を得る傾向が強く、この点も日本の教育制度への理解と信頼の裏付けとなっています。

日本の親は価値観と知識の両方を子供に伝えたいと考えていますが、次世代に対して多額の投資をしたとしても、価値観というものはなかなか伝わらないものであることを認識しています。

CONCLUSION: STRUCTURAL VERSUS CYCLICAL

In our view, the consensus stance held by mainstream economists is that Japan's economy is beset by a host of structural factors that encourage low growth and close to little inflation, if not deflation itself. Underpinning such positions is a host of long term data, for which Japan is joined in parallel by structural developments in other high income nations like the United States and Europe. For example, in the United States, the percentage of the labour force working in agriculture has been in persistent decline since 1850, with the share of services employment growth looking unstoppable. Likewise, in concert with rising wealth, Japan is today undoubtedly a services-driven economy, in terms of employment¹. As such statistics are taken for granted, economists often then determine that deflation is embedded, because it is believed that wealthy economies change very slowly, simply pointing to Japan's demographic profile as another unstoppable determinant for deflation.

We challenge this view and believe that the changes witnessed in the Japanese economy over the past two

years will accelerate. Deflation can be overcome and new growth drivers are emerging for the Japanese economy. Key among these is tapping the enormous potential that the ASEAN-4 nations offer as part of a globalised network of consumers and producers alike. Separately, the deployment of vast savings into the economy, no longer shielded by deflation to preserve their purchasing power, will likely give a further boost to growth over the coming years. Given the enormity of both these factors, it seems imprudent to risk underestimating Japan's new potential today.

Asia is Julius Baer's second home market, in our view the most economically dynamic region in the world. The prospects for change and wealth creation over the medium and longer term are compelling indeed. As a firm, we are committed to creating an awareness of the region and what it means for the rest of the world with our clients. Japan's evolution is at the forefront of these discussions and we look forward to having more in the years to come.

¹ Deindustrialization Redeploys workers to growing services sector, Sposi and Grossman, Dallas Federal Reserve, September 2014.

おわりに：構造的か、それとも循環的か

主流派の経済学者の共通スタンスとして、日本経済はデフレとまでは言わないものの、ゼロに近いインフレや低成長が進んでしまう多くの構造的要因によって凝り固まってしまっている、との見方があるようです。このような状況を支持する長期データも多数出されています。この点で、日本は米国や欧州といった他の高所得国と構造的な発達状況が同じだと言えます。例えば、米国では農業に従事する労働力の割合が、1850年以降減少の一途をたどる一方で、全雇用に占めるサービス産業の割合の増加は止まる所を知らないようにも見えます。同様に日本も、現在は富の増加に伴い、雇用という点ではサービス主導型経済となっていることに疑いの余地がありません¹。このような統計データが当たり前となった今、これを見てデフレが定着しているのだと判断する経済学者が多くなっています。それは、経済的に裕福な国では変化も非常にゆっくりと進み、そのような環境にある日本では人口動態的特徴が止めることのできない、もう一つのデフレ決定要素になるという考えが根強いからです。

私たちはこのような考え方に異議を唱えます。そして、これまで2年間にわたり日本経済で見られた変化は、むしろ加速していく

ものと考えています。日本経済のデフレは克服可能であり、実際に新たな成長要因も現れてきています。その中で最も重要なことは、消費と生産の両方の面からグローバル化したネットワークの一端を担うASEAN-4諸国が秘める大きな可能性に便乗することです。一方で、デフレにより抑えられていた消費は、巨額の貯蓄が消費に回り、経済が活性化することで、将来的に景気拡大が促進されるものと考えられます。この2つの要素が持つ効果の大きさを考えれば、日本が今持っている新たな潜在能力を過小評価するという危険を冒すことは軽率のようにも思われます。

アジアはジュリアス・ベアにとって第2のホームグラウンドであり、ここは世界でも経済的に最も動的な地域だと考えています。変化や富の創造に関して、中長期的な見通しは実に明るいと言えるでしょう。私たちはグループをあげて、お客様にこの地域の状況に気づいていただき、それが世界の各地にとって何を意味するのかを知っていただくために取り組んでまいります。日本の進化はこの過程で一番のテーマとなります。そしてこの進化が来年以降、さらに進んでいくことを期待したいと思います。

¹ Deindustrialization Redeploys workers to growing services sector, Spasi and Grossman, グラス連邦準備銀行, 2014年9月。

IMPORTANT LEGAL INFORMATION

This publication constitutes **marketing material** and is not the result of independent financial research. Therefore the legal requirements regarding the independence of financial research do not apply.

The information and opinions expressed in this publication were produced by Bank Julius Baer & Co. Ltd., Hong Kong branch, 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, Julius Baer to make any investments. Opinions and comments of the authors reflect their current views, but not necessarily 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. **Past performance is not a reliable indicator of future results. Performance forecasts are not a reliable indicator of future performance. The investor may not get back the amount invested.**

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. Bank Julius Baer & Co. Ltd., Zurich, its subsidiaries and affiliated companies do not accept liability for any loss arising from the use of this publication. **This publication may only be distributed in countries where its distribution is legally permitted.** 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 research 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 research publication the External Asset Managers or the External Financial Advisors confirm that they will make their own independent analysis and investment decisions.

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) 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 has been produced by Bank Julius Baer & Co., Ltd., Hong Kong and may have been distributed by or on behalf of, a member company of Julius Baer Group for the purpose of only advertisement of Julius Baer Group. This publication is intended for information purpose only and does not constitute any offer or an invitation by, or on behalf of, any member company of Julius Baer Group to make any investments in Japan.

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.

The word **‘independent’** as used in this report 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 Financial Advisers Act, Chapter 110 of The Statutes of the Republic of Singapore (including its subsidiary legislation and any directions, notices, codes and other guidelines issued from time to time by the relevant authority in Singapore). In particular, nothing in this report is to be construed or implied to mean that Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch or any person(s) or organisation(s) referred to or described in this report (a) is able to clearly demonstrate that it does not have financial or commercial links with product providers that are capable of influencing its recommendations; (b) operates with objectivity and impartiality, and does not have any potential conflict of interest when recommending an investment product as a result of commercial or financial links with a product provider; (c) does not receive any commission or other benefit from any third party that is likely to create a bias in favour of a particular investment product, class of investment product or product provider; and (d) does not pay any commission or confer other benefit upon its representatives which may create product bias.

Switzerland: in 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, 2014



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

BANK JULIUS BAER & CO. LTD.

Hong Kong branch

39/F, One International Finance Centre

1 Harbour View Street, Central

Hong Kong

Telephone +852 2899 4788

Fax +852 2899 4789

BANK JULIUS BAER & CO. LTD.

Singapore branch

8 Marina View

#43-01, Asia Square Tower 1

Singapore 018960

Telephone +65 6827 1999

Fax +65 6827 1995

www.juliusbaer.asia

The Julius Baer Group

is present in over

40 locations worldwide.

From Zurich (Head Office),

Dubai, Frankfurt, Geneva,

Guernsey, Hong Kong, Jakarta,

London, Lugano, Monaco,

Montevideo, Moscow,

Shanghai to Singapore.

11.2014 Publ. No. PU00329EN/JP

© JULIUS BAER GROUP, 2014