

Julius Bär

JULIUS BAER WEALTH REPORT: JAPAN

NOVEMBER 2016

MCI (P) 104/09/2016



TABLE OF CONTENTS

目次

Editorial はじめに	2
Introduction to Julius Baer Wealth Management Ltd. ジュリアス・ベア ウェルス マネジメントのご紹介	4
Japan's Economy in a Global Context マクロ的に見た日本	6
The Julius Baer Lifestyle Index ジュリアス・ベア ライフスタイル指数	24
Japan Investment Philosophy 日本投資の理念	34
Conclusions おわりに	46
Important Legal Information 重要なお知らせ	48

EDITORIAL

Dear Reader,

With the inaugural launch of the Julius Baer Wealth Report: Asia series in 2011, this year marks the third annual edition of a dedicated report on Japan and for Japan-based High Net Worth Individual investors. Since our first Japan report, the economy has undergone considerable change, as captured under the Abenomics umbrella of government and monetary policies. Tourism is booming and Japan is on the forefront of the digital economy. Indeed, the economy is growing and globally, investors are drawn to what Japan has to offer.

At the same time, the economic impacts of societal ageing are acutely felt and are arguably a reason why the Bank of Japan's inflation target has yet to be reached. That said, lower inflation is a global phenomenon and investors around the world can gain important insights by understanding how Japanese investors are positioned and why. For this reason we feature a section on the role of cash in investors' portfolios and how to best navigate uncertain times.

Echoing our work in the Julius Baer Wealth Report: Asia, we highlight our findings regarding this year's Julius Baer Lifestyle Index. Tokyo remains a global centre for luxury goods and services, doubtlessly garnering even more international attention as we get closer to the 2020 Olympics.

We invite you to share these insights offered by the 2016 Julius Baer Wealth Report: Japan and thank you for your longstanding interest.

はじめに

読者各位

「ジュリアス・ベア ウェルスレポート：アジア」シリーズは2011年に創刊されました。そして日本に在住する富裕層の個人投資家向けに日本版別冊レポートを発行して今年で3年目を迎えました。日本版別冊レポートの第1号発行以来、経済は大きな変貌を遂げ、その状況はアベノミクス政策の全貌や金融政策に見て取ることができます。観光は好調で、日本はデジタル経済の最前線に立っています。実際に経済は現在も成長を続け一層グローバル化しており、日本が今後世界に何をもたらすのか、投資家の熱い視線が注がれています。

同時に、高齢化社会の経済的影響の実感も高まっており、これは日銀のインフレターゲットがいまだに達成されていないことが理由ではないかとする声も上がっています。以上を踏まえ、低インフレは世界的な現象であることから、日本の投資家がどのようなポジション取りをしているのか、その理由も合わせて理解することにより海外の投資家は重要な洞察を得られると考えます。このことから、本書では投資家のポートフォリオにおける現金の役割と、不確実な時期の最善の乗り切り方についても取り上げています。

このウェルスレポートは、「ジュリアス・ベア ウェルスレポート：アジア」と同様、今年のジュリアス・ベア ライフスタイル指数に関する調査結果を掲載しています。東京はいまだに高級品やサービスの世界的中心地であり、2020年の東京オリンピックが近づくにつれて国際的な注目度もさらに高まっていくことは疑いの余地がありません。

2016年版「ジュリアス・ベア ウェルスレポート：日本」では、以上のような洞察を共有しております。この機会にご一読くだされば幸いです。



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



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



INTRODUCTION TO JULIUS BAER WEALTH MANAGEMENT LTD.

Building on the tradition of the Swiss financial market expertise and dedication to quality, Julius Baer Wealth Management (JBWM) offers discretionary investment management services to clients based in Japan. Headquartered in Switzerland, we have two decades of experience working with Japan-based clients.

Our bespoke discretionary mandate offering is based on understanding the individual needs and expectations of each client. After detailed analysis and consultations, our portfolio management team – based in Erlenbach on the shores of Lake Zurich – constructs a tailor made mandate with you in mind. While our Swiss team focuses on investment selection, our Tokyo-based Relationship Managers are close at hand to offer their support at your convenience.

Working in partnership with clients, our commitment at Julius Baer Wealth Management is to navigate the risks and opportunities that financial markets, delivering sustainable long term returns. With individualised reporting and client communication in Japanese, we combine the investment and service traditions of two countries to deliver a unique offering.

Julius Baer Wealth Management Ltd. is a member of the Julius Baer Group. With a history that goes back over 125 years, Julius Baer is Switzerland's leading private banking group with a presence in over fifty locations around the world. We focus on providing high-end services and in-depth advice to clients.



ジュリアス・ベア ウェルス マネジメントのご紹介

私たちジュリアス・ベア ウェルス マネジメントは、世界有数の金融センターであるスイス伝統の資産運用サービスを、日本の皆さまにご案内しております。

ジュリアス・ベア ウェルス マネジメントは、お客様お一人おひとりのニーズに合わせたオーダーメイドの「一任運用」サービスでお客様の資産管理・運用を行っております。「一任運用」は、お客様の資産の一定部分を弊社の専門チームにお任せいただくサービスです。私たちはこの専門チームを、スイス・チューリッヒ州エーレンバッハに設置することで国際的な金融市場へのアクセスを容易にしています。お客様のご要望は、日本のリレーションシップ・マネージャーがお伺いいたします。スイスの運用専門チームと日本のリレーションシップ・マネージャーが連携して、お客様の資産をお守りいたします。

私たちの強みは、お客様との徹底的な対話に基づいたニーズの理解、そして対話で築いたパートナーシップを礎にしたお客様お一人おひとりオリジナルのポートフォリオの構築にあります。顕在化しているニーズだけではなく、潜在的なご希望についてもお客様専任のリレーションシップ・マネージャーがきめ細やかにヒアリングします。この対話に総合的・専門的な分析が加わり構築されたお客様独自のポートフォリオは、慎重に運用されます。金融市場は時に予測不可能な動きをとることもあるので、チームは常にマーケットの動向を注視し、迅速な対応に当たっております。定期的なレポーティングでポートフォリオのリバランスにも適宜対応し、日本とスイスの2拠点での綿密なサポート体制をとっています。私たちは長期運用を心がけ、お客様とも継続的なパートナーシップを築いていきたいと考えています。

ジュリアス・ベア ウェルス マネジメントは、スイスのプライベートバンキンググループ・ジュリアス・ベア・グループの一員です。ジュリアス・ベア・グループはスイス・チューリッヒに本社を構え125年以上に渡り高品質な資産運用サービスを提供してきたスイス有数のプライベートバンキンググループです。1890年に創業し、現在ではプライベートバンキングを専業として全世界に50か所以上の拠点を構えて地域のお客様へのサービス提供に力を注いでおります。スイスのSIX取引所に上場している透明性の高い優良企業で、スイス国内の代表的株価指数SMIにも採用されており、プライベートバンキングの国際標準として認められています。

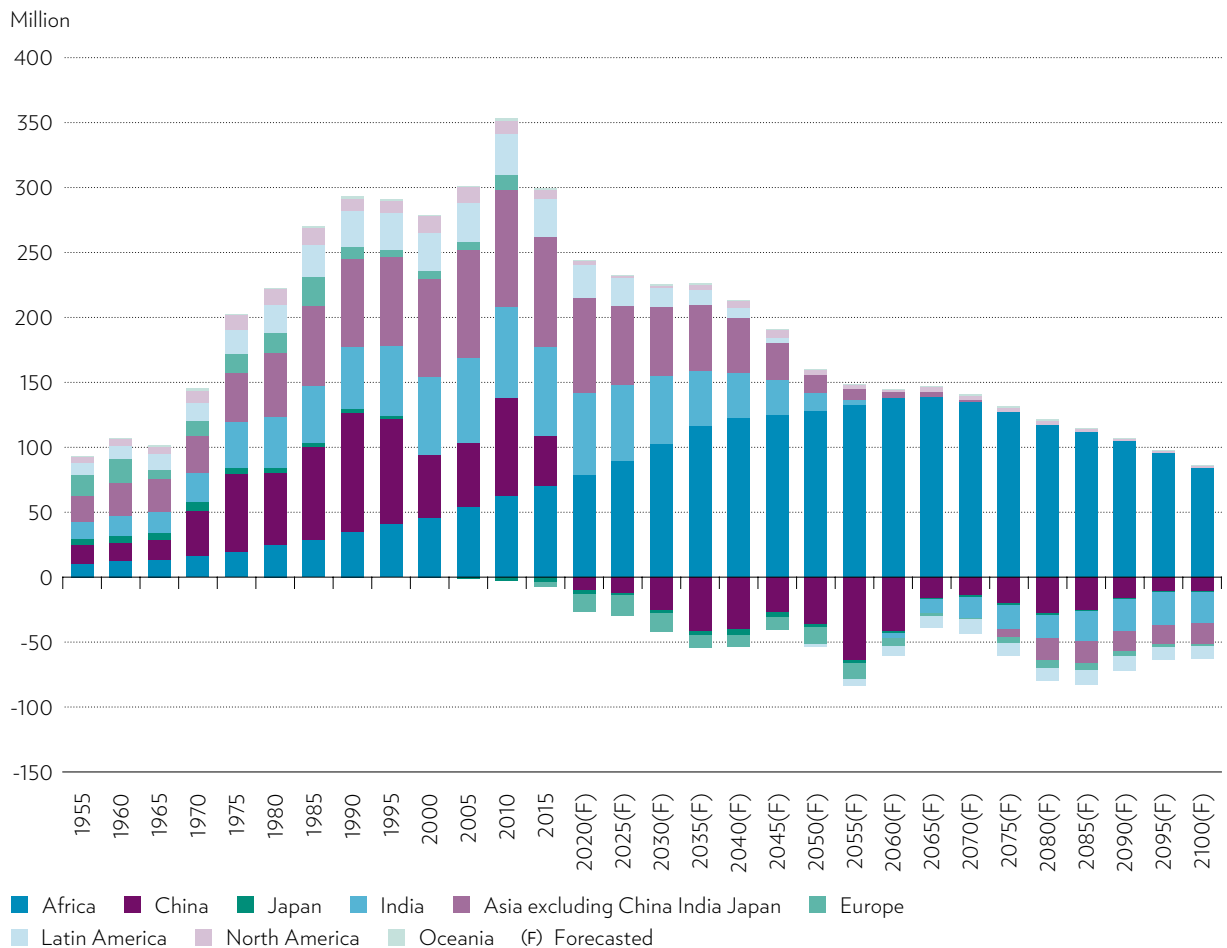
JAPAN'S ECONOMY IN A GLOBAL CONTEXT

Global demographics

Over the next decade, Japan's working age population is forecasted to decline by about five million. Over the same time period, however, China will likely see 22 million people leave the same age bracket of 20 to 64 year olds. What these forecasts by the United Nations

(UN) demonstrate is that societal ageing is a global phenomenon, despite focus often turning to Japan on this subject. Indeed, globally, the turning point occurred in 2010 when the peak growth in annual working age persons was reached, rising by about 350 million that year alone.

Chart 1: Change in working age population



Source: United Nations, Julius Baer

マクロ的に見た日本

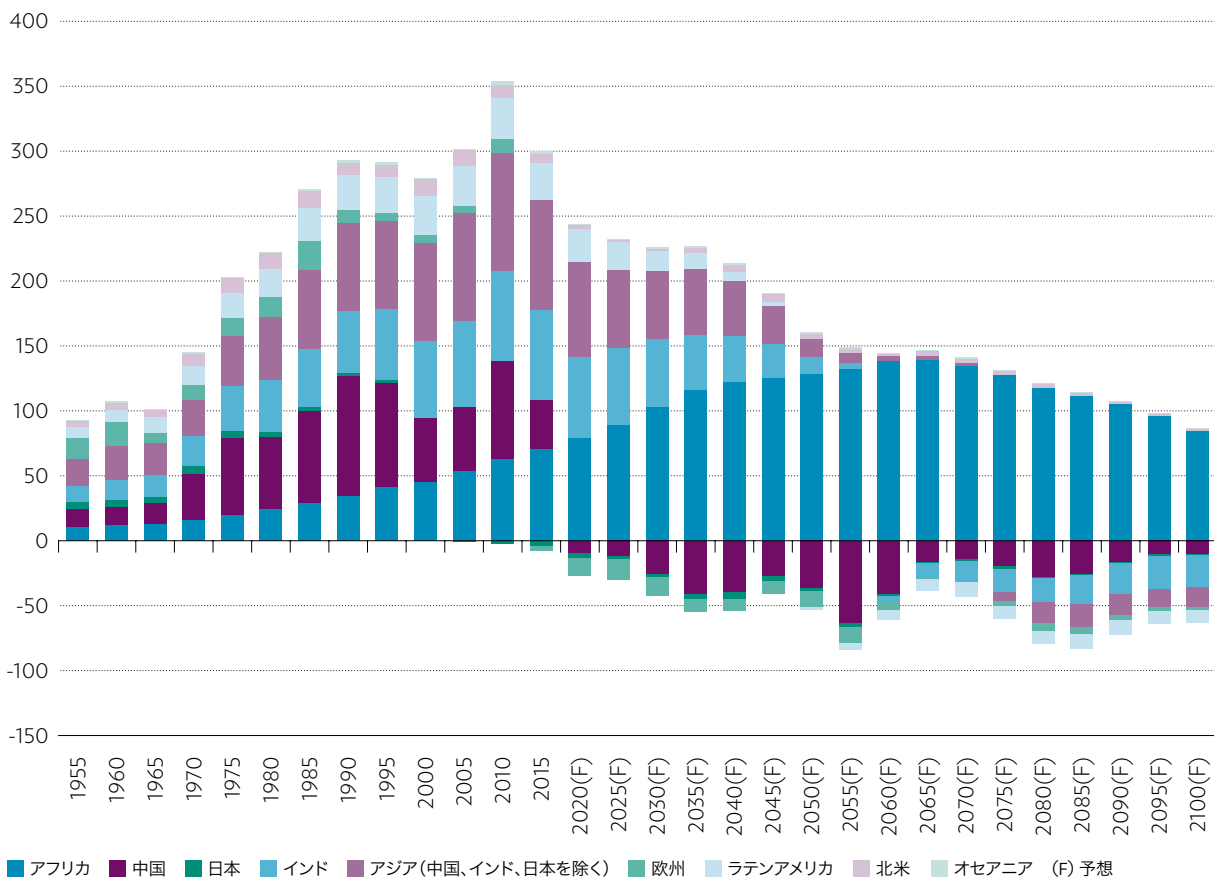
人口統計学的に見た世界

10年先を見通すと、日本の生産年齢人口はおよそ500万人減少すると予想されています。また、中国でも同じ期間に、2,200万人が20～64歳の生産年齢層から離脱すると見られています。この国際連合(UN)による予想は、社会の高齢化

については日本が注目されがちであるものの、実は世界的な現象であることを示しています。実際に、生産年齢人口は3億5,000万人増加した2010年がピークとなり、世界的なターニングポイントはすでに通り過ぎているのです。

図表 1: 生産年齢人口の変動

単位: 百万人

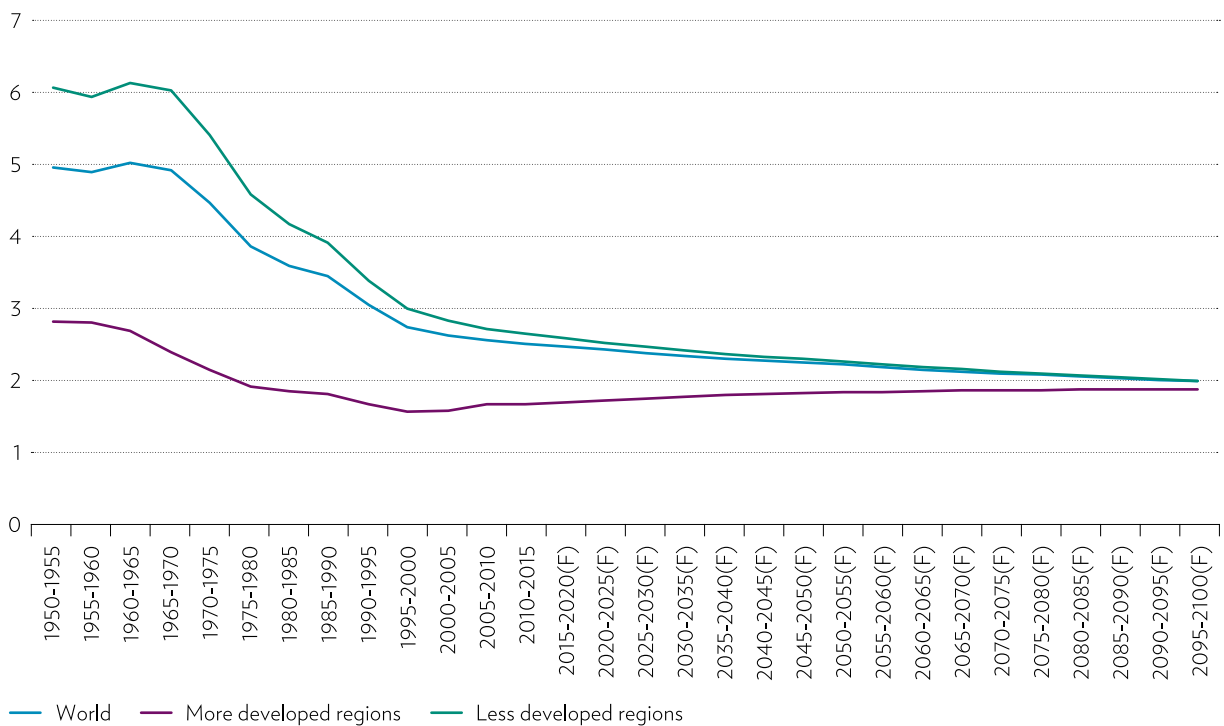


出所: 国際連合、ジュリアス・ベア

From this point onwards, the UN predicts every year will see a smaller expansion of the global working age population, by 2070 reaching increases last seen 115 years earlier. In addition to the world coming 'full circle' on the working age cohort, there are also clearly discernible waves in terms of regions. China has now passed the torch to India, which added about 60 million working age individuals last year. By 2020, however, the only region of the world with strong increases in this age cohort is forecasted to be Africa.

The trends in working age populations are shaped by a number of factors; most prominently the rise in life expectancy and falling fertility rates. Here too, these are largely a global phenomenon, with a remarkable convergence taking place between mature and developing economies alike. The 1950s saw not only the well-known 'baby boom' take hold in mature economies, but the surge in fertility rates actually took place in emerging markets as well.

Chart 2: Total fertility rate (child per woman)



Source: United Nations, Julius Baer

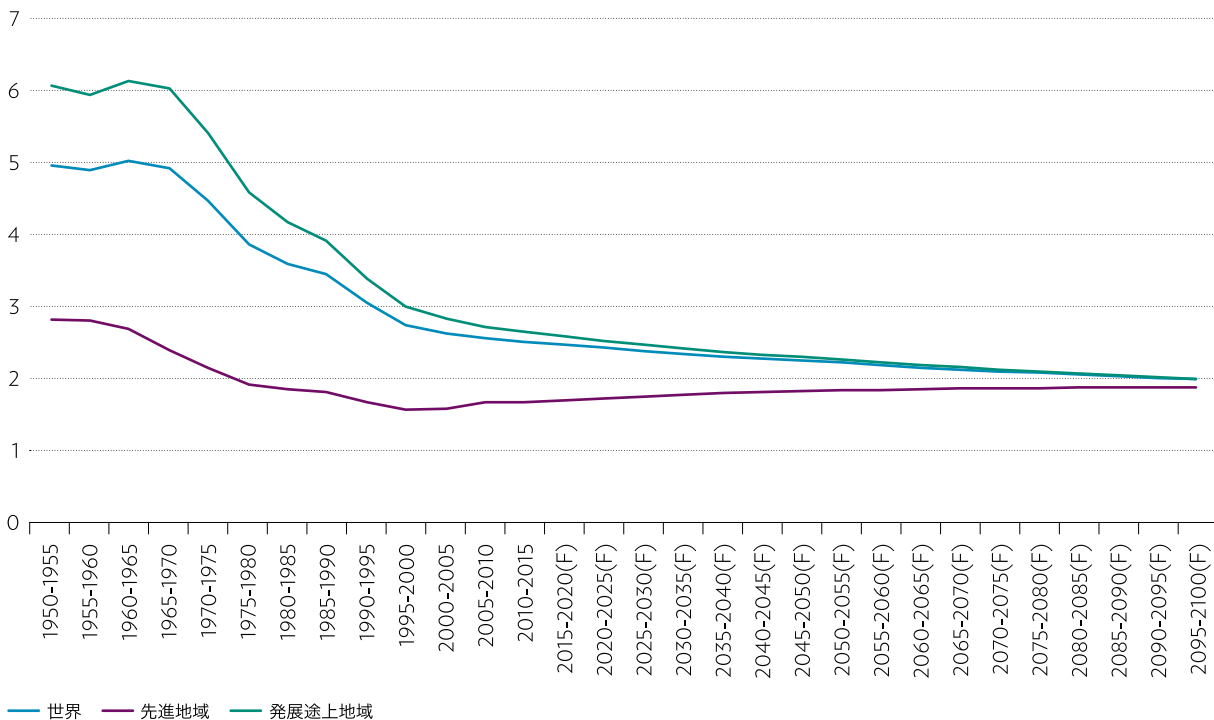
Since then the two have rapidly converged and are expected to continue to do so. Falling fertility rates and rising life expectancy have combined to yield increases in the dependency ratio, which measures the proportion of the population of working age individuals to those who are either too young to work or above a certain age. In this regard, 2010 also

marked a major turning point for the global economy whereby dependency ratios everywhere began increasing. On a country level, Japan is far from alone in having an increasing dependency ratio: Korea's rise is set to be steeper whereas Switzerland and Germany are not far behind.

2010年のピーク以降、生産年齢人口の増加率は低下していくと国連は予想しており、2070年までに人口の増加率は、その115年前の水準に戻ると見られています。世界的に見て、生産年齢人口増加の動きが元に戻ってしまうのに加え、地域的なサイクルもはっきりと確認できるようになりました。中国はすでに人口増加のバトンをインドに渡しており、インドは昨年、生産年齢人口をおよそ6,000万人増加させました。しかし2020年までに、この年齢グループが大きく伸びている地域はアフリカのみになると予想されています。

生産年齢人口の増減のトレンドは、いくつかの要因によって形成されます。最も重要なのは、平均余命の伸びと出生率の低下です。これら2つの現象が世界全体で起きており、成熟経済と発展途上経済の間で大きな収束を引き起こしています。1950年代にはご存じのとおり成熟経済で「ベビーブーム」がありましたが、実は新興国市場でも出生率の急上昇が起きていたのです。

図表 2: 総出生率(女性1人当たりの子供の数)

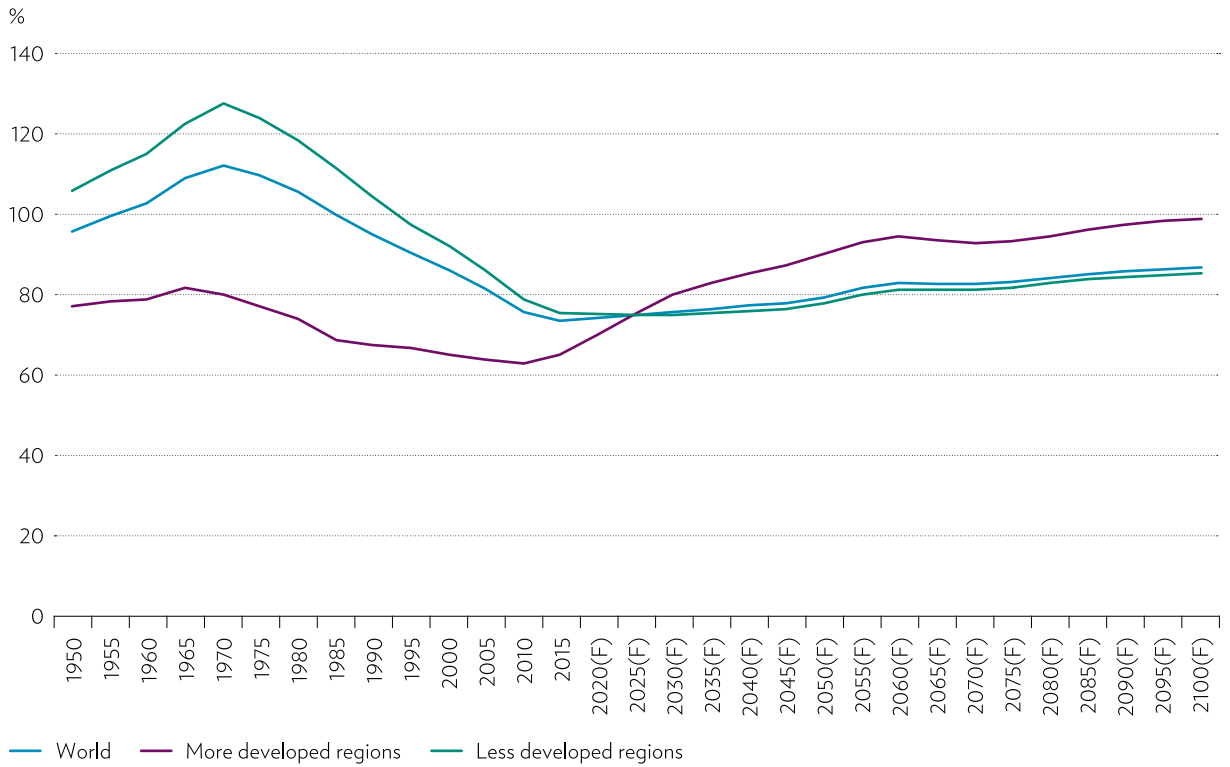


出所: 国際連合、ジュリアス・ベア

現在これら2つの経済圏は急速に収束し、これは今後も続くものと見られています。そして出生率の低下と平均余命の伸びは、相乗的に従属人口比率(従属人口とは14歳までの年少人口と65歳以上の老年人口の合計)の上昇をもたらします。この比率は、働くには若すぎるか特定の年齢を超えた人口に対する生産年齢人口の割合を測定するものです。

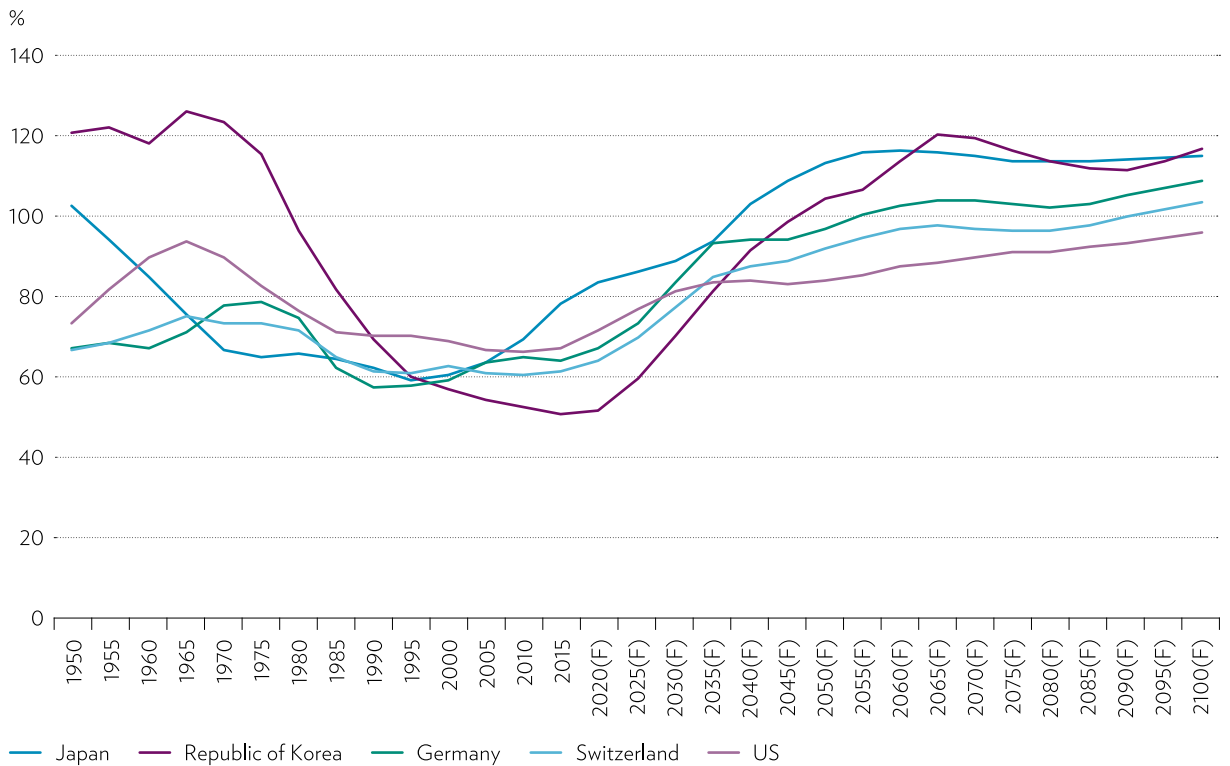
この点でも2010年は世界経済にとって大きなターニングポイントであり、この年を境に従属人口比率が各地で増加を始めています。国レベルでは、日本が従属人口比率の上昇が他を大きく引き離し1位となっています。韓国の増加も急こう配になりかけており、スイスとドイツはすぐその後を追っています。

Chart 3: Total dependency ratio, by nation groups



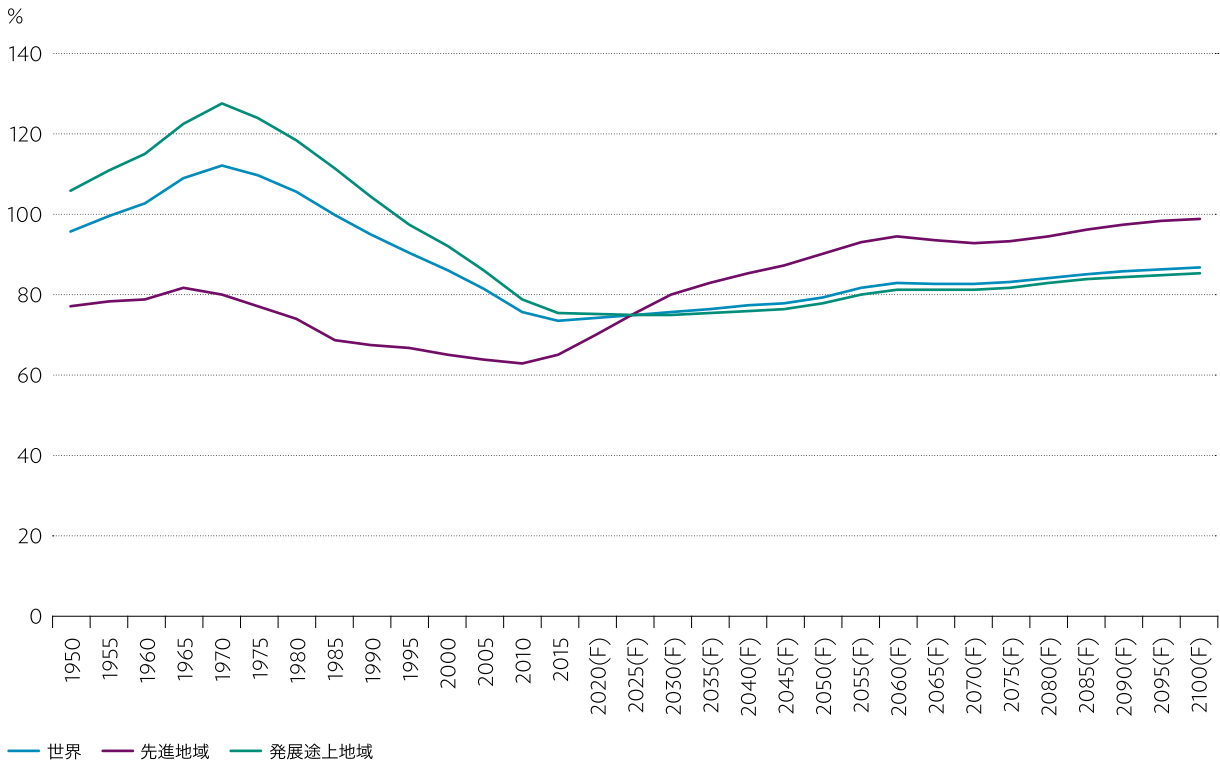
Source: United Nations, Julius Baer

Chart 4: Total dependency ratio, by individual nations

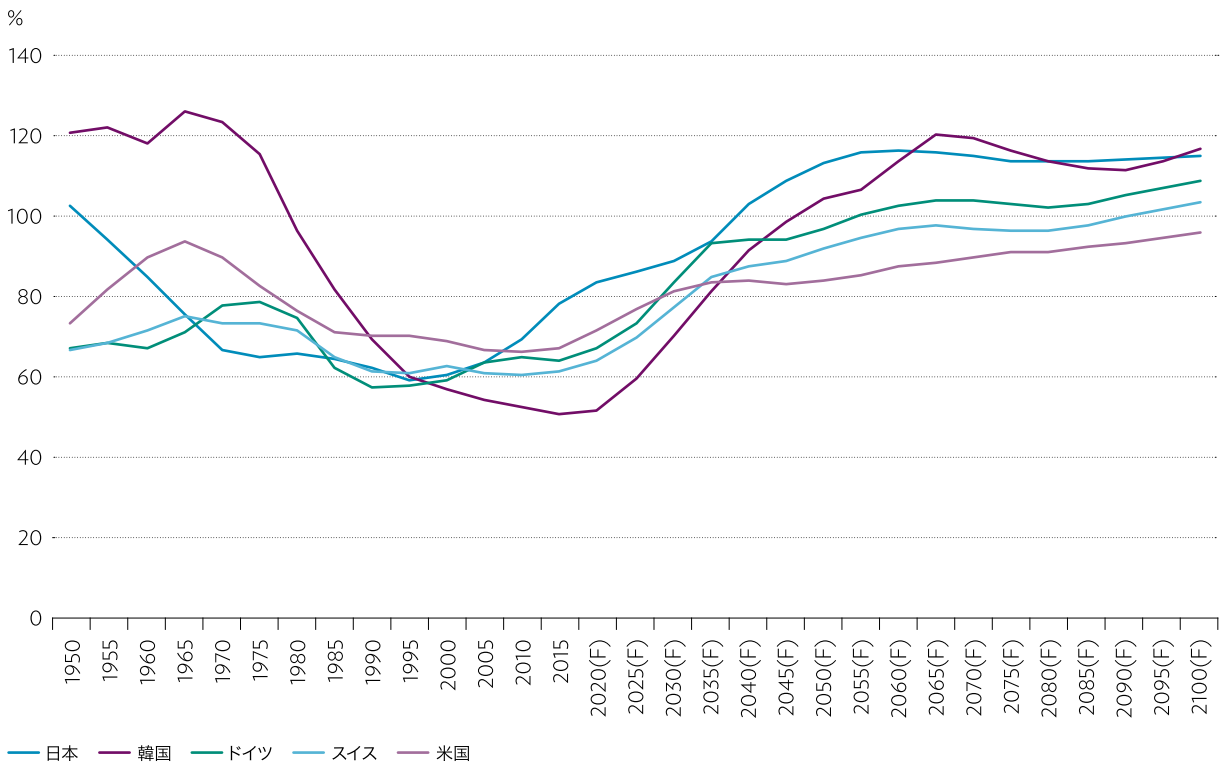


Source: United Nations, Julius Baer

図表 3: 国グループ別の総従属人口比率



図表 4: 個人グループ別の総従属人口比率

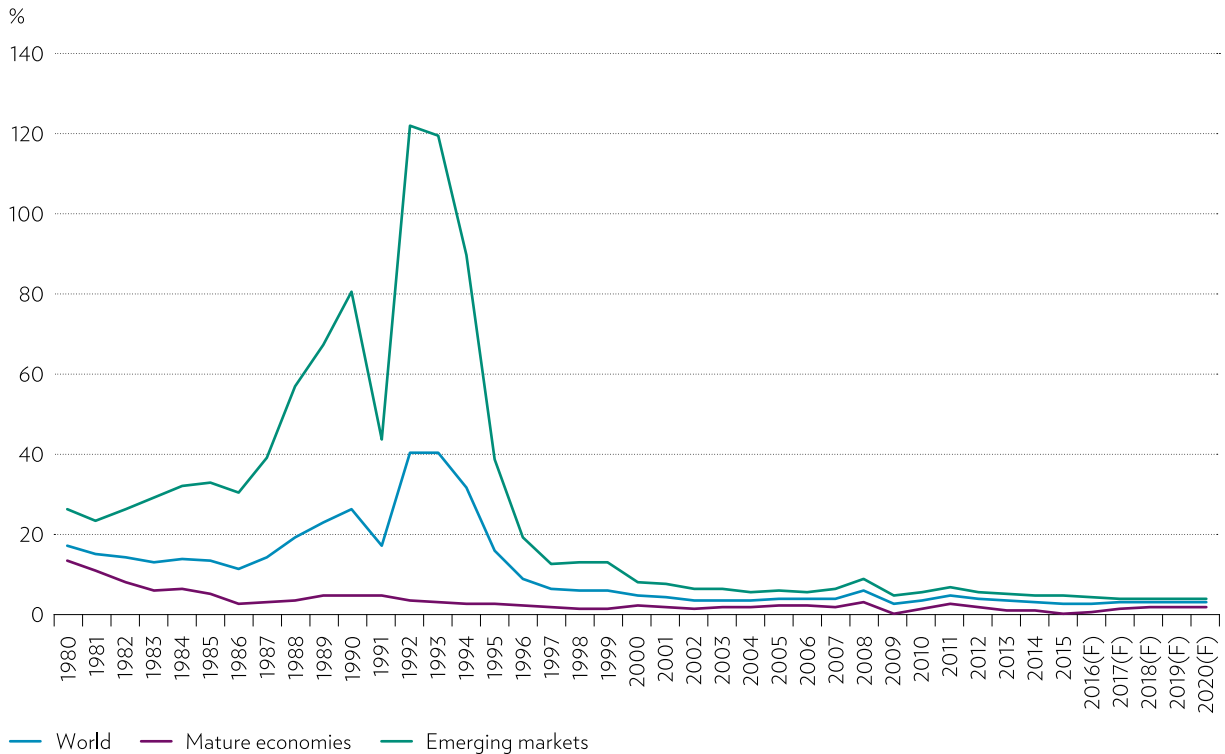


Inflation is on a convergence path

Convergence has occurred in other important areas as well, namely inflation. The elevated levels of inflation of the 1990s are a distant memory, punctuated by crises in emerging markets. Today, inflation is more or less low across the globe and the International Monetary Fund (IMF) forecasts suggest that we

are firmly in an era of structurally lower potential growth and inflation. If this view is correct, then investors should be considering Japan's growth and inflation mix in a global context, perhaps relying less on absolute targets and levels, but rather measuring these outcomes against peer economies, such as the Euro Area and the United States (US).

Chart 5: Inflation rates



Source: International Monetary Fund, Julius Baer

Indeed, looking at the times series that extend back into the 18th century, there is evidence to suggest that well before modern globalisation had taken hold, there was a substantial degree of co-movement between regions with respect to inflation. Japan experienced a low level of inflation between 1815–1850

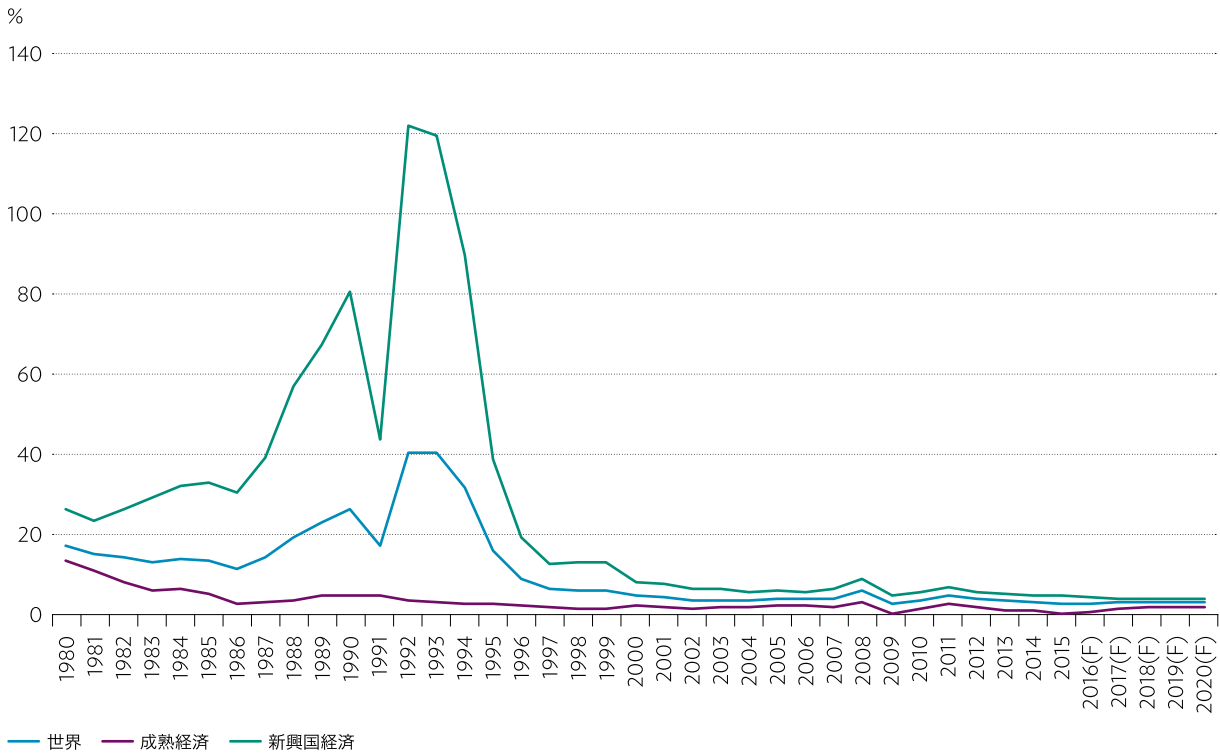
whilst peer economies were mired in deflation, whereas the following two decades showed much stronger prices in Japan relative to the same group. We also find that Japan escaped the massive deflation seen in Europe and the US in the 1920s.

収斂するインフレ

現在、世界の主要地域においてある収斂が起きています。それはインフレです。1990年代のインフレへの恐怖は、現在もうどこにもありません。新興国市場のインフレは経済危機によって中断されました。現在では新興国だけでなく世界全域でインフレ率は低い水準にあり、IMFは世界全体が構造的に、潜在成長

率の低下とインフレ率の低下が進行する時代に入っていると示唆しています。この見方が正しければ、投資家は日本の成長とインフレの組合せを世界的な背景で考えるべきであり、日本だけで絶対的な目標や水準を決定することなく、ユーロ圏や米国など対等な経済圏間との比較で成果を測定していくべきでしょう。

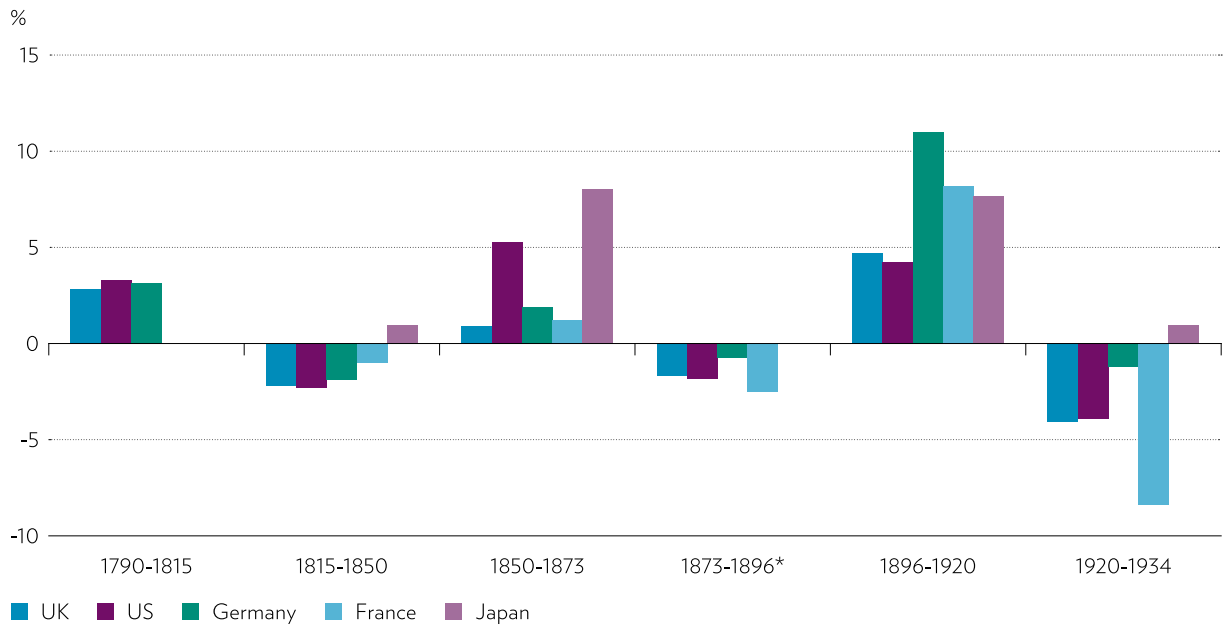
図表 5: インフレ率



出所: 国際通貨基金(IMF)、ジュリアス・ベア

実際に、時系列を18世紀まで戻して見てみると、現在のようなグローバル化が定着するかなり前から、インフレに関しては地域間での連動がかなりのレベルであったことを示すデータがあります。日本が低水準のインフレを経験している1815年から1850年の間、他の経済圏はデフレのぬかるみにはまりこみまし

た。その後約20年間は、同等のグループの中では相対的に日本の物価がかなり上昇しています。さらに、欧州と米国で1920年代に見られた重度のデフレを日本は回避に成功したことが分かります。

Chart 6: Historical inflation

* data missing for Japan

Source: Anna Schwartz, NBER (1987), Mitsui Bunko (1989), Julius Baer

The debate of inflation and demographics

The debate in policy circles over the role of demographics and inflation is controversial for several reasons. First and foremost, inflation (either too much or too little) impacts every household, company and government body in an economy. It is a tax on savers and consumers alike, but benefits borrowers as the real value of their debts fall over time when price levels fall. Second, 'inflation targeting' as a policy framework for central banks is arguably seen as a 'gold standard' and enshrined in different forms within the European Central Bank, US Federal Reserve and Bank of Japan (BoJ), among others. If demographics has an important influence on trend inflation, and we live in an era of globally ageing societies, then it is impossible to divorce the two topics. Lastly, there is gap between what theorists imagine the relation between inflation and demographics is and what can be observed empirically. In other words, notions that we may have regarding the right policies for ageing societies may not withstand close scrutiny, necessitating a re-think.

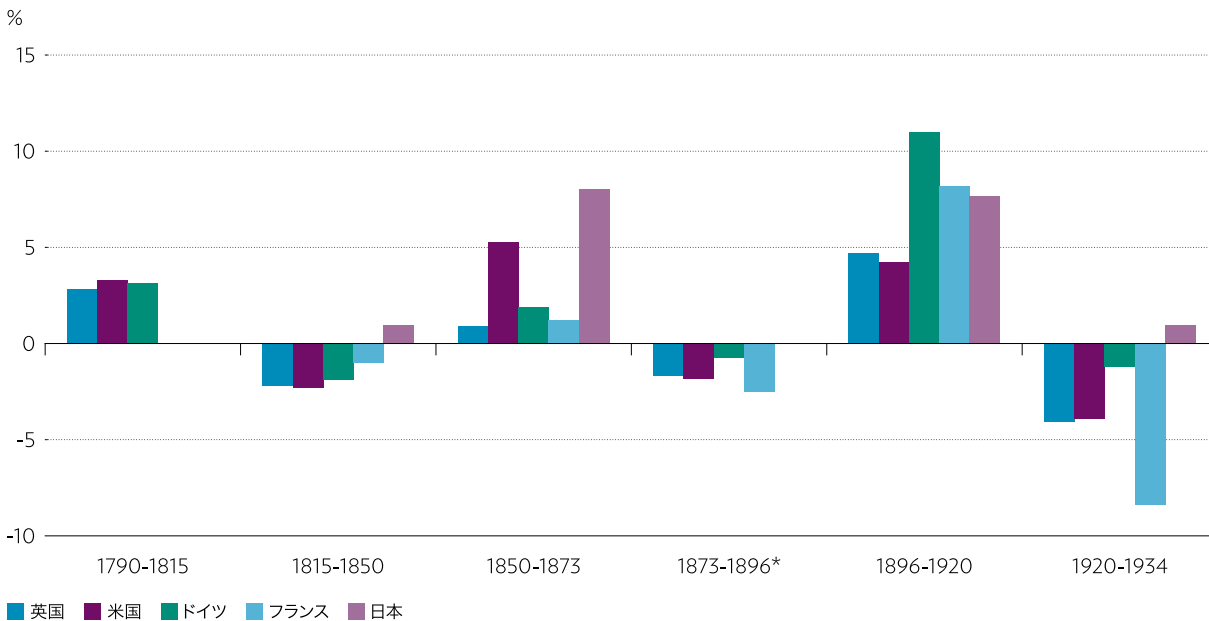
A landmark paper by academics at the US Federal Reserve Bank of St. Louis argued that the right prism

to view demographics and inflation is a political one¹. In short, there exists a tension between younger and older age cohorts in a society because the two groups desire different things. They posit that younger workers, who own little assets and derive most of their income from labour, benefit from a higher inflation environment and older or retired workers prefer deflation, as they rely more on accumulated financial assets. Deflation protects the purchasing power of those accumulated savings.

Bullard et al. point out that if policies are constructed to favour either a low or a high inflationary environment, tension is created as generations exist 'side-by-side'. Their first solution to this conundrum entails lump-sum taxes and transfers between generations to resolve the 'redistributional tensions'. In other words, society compensates the generation that 'loses' under the prevailing inflation or deflation culture. Alternatively, optimal levels of inflation or deflation are identified for the society as a whole, depending on which generational cohort has more say, in a steady state where the demographic profile is constant.

¹ 'Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation' Bullard, Garriga and Waller, Federal Reserve Bank of St. Louis, May 2012

図表 6: インフレの歴史



* 日本のデータはありません。

出所: アンナ・シュウォーツ、全米経済研究所(1987年)、三井文庫(1989年)、ジュリアス・ベア

インフレと人口統計学の議論

政策決定者の間でインフレの役割と人口統計学についての議論は、いくつかの事でしばしば紛糾します。一つ目はインフレです。インフレはそれが高すぎても、低すぎても家計、企業、政府など経済活動の参加者全員に大きな影響を及ぼします。インフレ率の上昇は貯金者や消費者に増税と同じ役割を果たしますが、借入れがある人にとっては、自分が抱える負債の実質的価値が下落するため、長期的に見てメリットとなるのです。2つ目は、インフレターゲットです。政策的枠組みとしての「インフレターゲット」は中央銀行にとって大切な政策となっており、欧州中央銀行(ECB)や米国の連邦準備制度(FRB)、日本銀行をはじめとする中央銀行内で、それぞれちがう形で運営されています。もし人口統計学がインフレトレンドに大きな影響を及ぼすなら、そして世界的な高齢化社会の時代に生きているなら、これら2つの話を切り離して考えることは不可能です。

最後は、インフレと人口統計学との間の理論的な推測と、私たちが実際に経験していることとの間にはギャップがあることです。言い換えると、私たちが高齢化社会のための正しい政策と考えていることが実際うまく働かず、再考を余儀なくされる可能性が出てくるかもしれないということです。米国のセントルイス連邦準備銀行に所属する学者が連名で画期的な論文を書いて

いますが、その中で人口統計学とインフレの正しい見方は、政治的プリズムを通して見ることであるとしています。端的に言うと、若年層と高齢者の間には対立があります。なぜなら、それぞれ望むものが異なるからです。若い労働者は保有資産がほとんどなく、所得のほとんどを労働から得ているので、ある程度のインフレが合ったほうが彼らの生活は向上します。一方、高齢者や退職した人は貯蓄された金融資産に対する依存度が高いため、むしろデフレを好みます。デフレはこのような蓄積された貯金の購買力を高めます。

このレポートでは、高インフレか低インフレか、つまり若年層か高齢者かのどちらかに有利のような政策が実施されれば、世代間の緊張が生じるとしていますこの難問に対して彼らが打ち出した1つ目の解決策は、(戦後の財産税のような)一度限りの税金を課し、その税金を世代間で移転させ「再分配の緊張」を解消するというものです。言い換えると、実質的なインフレまたはデフレの環境で「損」をする世代を社会が償うわけですから、そうでなければ、社会全体にとって最適なインフレまたはデフレの水準は、どの世代グループがより強い発言力を持っているかによって決定されることになります。

¹ 'Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation' Bullard, Garriga and Waller, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2012年5月

This approach seems familiar in much of current discourse around deflation: that falling prices may not be as bad as it first seems, especially for societies with significant older populations, like Japan. Indeed, some implemented policies could be seen as reflecting these ideas in real life. For example, is the announcement from the Abe Administration to expand childcare facilities in Japan a kind of ‘transfer’ that might ease the tensions described above? More broadly, the picture becomes more complicated when we ask whether ageing societies have, in fact, been accompanied by disinflation and/or deflation.

Empirical work published by the Bank of International Settlements actually points to a different scenario: statistically, populations with a high dependency ratio are consistent with inflation, whereas economies that are dominated by a large proportion of working age

people have low inflation². This would challenge the above theoretical view based on inflation preferences by age cohort.

There is another angle to consider here as well: the role of labour productivity. If more experienced, older workers are more productive, then they are in a position to demand higher compensation for their labour. In an environment such as now, where especially low interest rates are the norm, it implies that the risk-free rate of return on savings versus wage income may well favour working longer. This would further challenge the theoretical case that older labour relies more on income from capital – when interest rates are close to zero, without seeking out higher yielding (riskier) assets, an individual would prefer to work and accept (wage) inflation as opposed to deflation.

² ‘Can demography affect inflation and monetary policy’, Juselius, Takats, BIS Working Paper, February 2015



このアプローチは、デフレに関する議論の中で馴染み深いものになってきました。つまり、物価の下落は最初に思った程、悪いものではないかもしれないということです。特に、日本のように著しい高齢人口を抱える社会にとってはなおさらです。事実、施行されているいくつかの政策はこのような考え方を実生活において反映しているように思われます。例えば、日本の保育施設を増やすという安倍政権の発表は、前述のような緊張を緩和させる可能性のある一種の「移転」ではないでしょうか？より広い視野で、高齢化社会が本当にこれまでのディスインフレやデフレを引き起こしてきたのかを考えると、状況はより複雑になってきます。

国際決済銀行が公表した実証研究は、異なるシナリオを指し示しています。統計的に、従属人口比率の高さはインフレと一致しており、一方で生産年齢人口が大きな割合を占める経済はインフレが低くなっています²。これは、前述した年齢グループによ

て異なるインフレ選好の見解をもう一度考え直さなければなりません。

別角度の検討すべき事項はもうひとつあります。労働生産性の役割についてです。経験豊富な高齢の労働者が高い生産性を持つ場合、労働の対価としてより高い報酬を要求する立場にあります。しかし、現在のように低金利が当たり前となってしまうと、貯蓄からの金利収入と労働による賃金収入を比較した結果、高齢労働者が長時間労働を選ぶ可能性は十分にあります。これはさらに、労働者は高齢になるとキャピタルゲインへよりインカムゲインへの依存度が高くなるとされる一般論を再考させることになります。金利がゼロに近いとき、個人は利回りのより高い（つまり、リスクのより高い）資産を探すのではなくむしろ働くことを選び、デフレに抵抗してなんとか労働収入を増やそうとするのです。

² 'Can demography affect inflation and monetary policy', Juselius, Takats, BIS Working Paper, 2015年2月

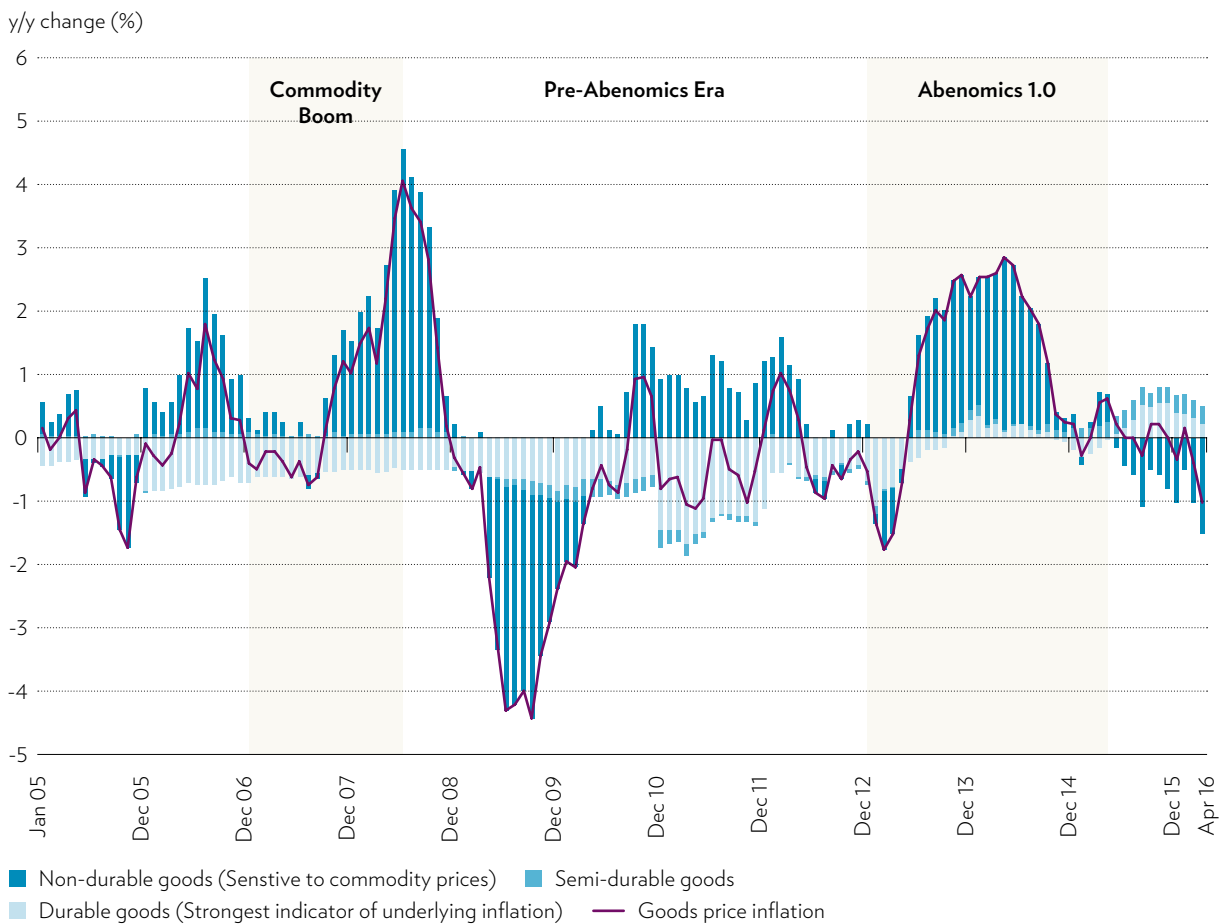


A paper by US bank JP Morgan notes that the 1980–2005 period was the ‘golden age’ of US labour productivity as the ‘baby boom’ generation had at that point acquired significant work experience³. They argue that these would be workers that would have stayed in the labour force and in employment during economic downturns as companies tend to reduce their least experienced and least educated workers first. This explains why during recessions, labour productivity tends to surge, as those still in work tend to produce more. This is echoed also in personal disposable income statistics: in decades prior to 2005, disposable incomes in the US tended to

grow on average between 3% to 5% per year. Since 2005, the average is closer to 2%, which may be due to mass retirement of experienced and high value added baby boomers.

Ultimately, the debate surrounding which age cohort prefers inflation over deflation is unlikely to be settled soon as demographic shifts are only now become very real phenomena, albeit globally so. Moving from the theoretical realm to assessing practical realities of an older, slower growing world will take time. However, there is one area that already has ample data: consumption trends.

Chart 7: Contribution to Japan’s goods inflation



Source: HSBC, Julius Baer

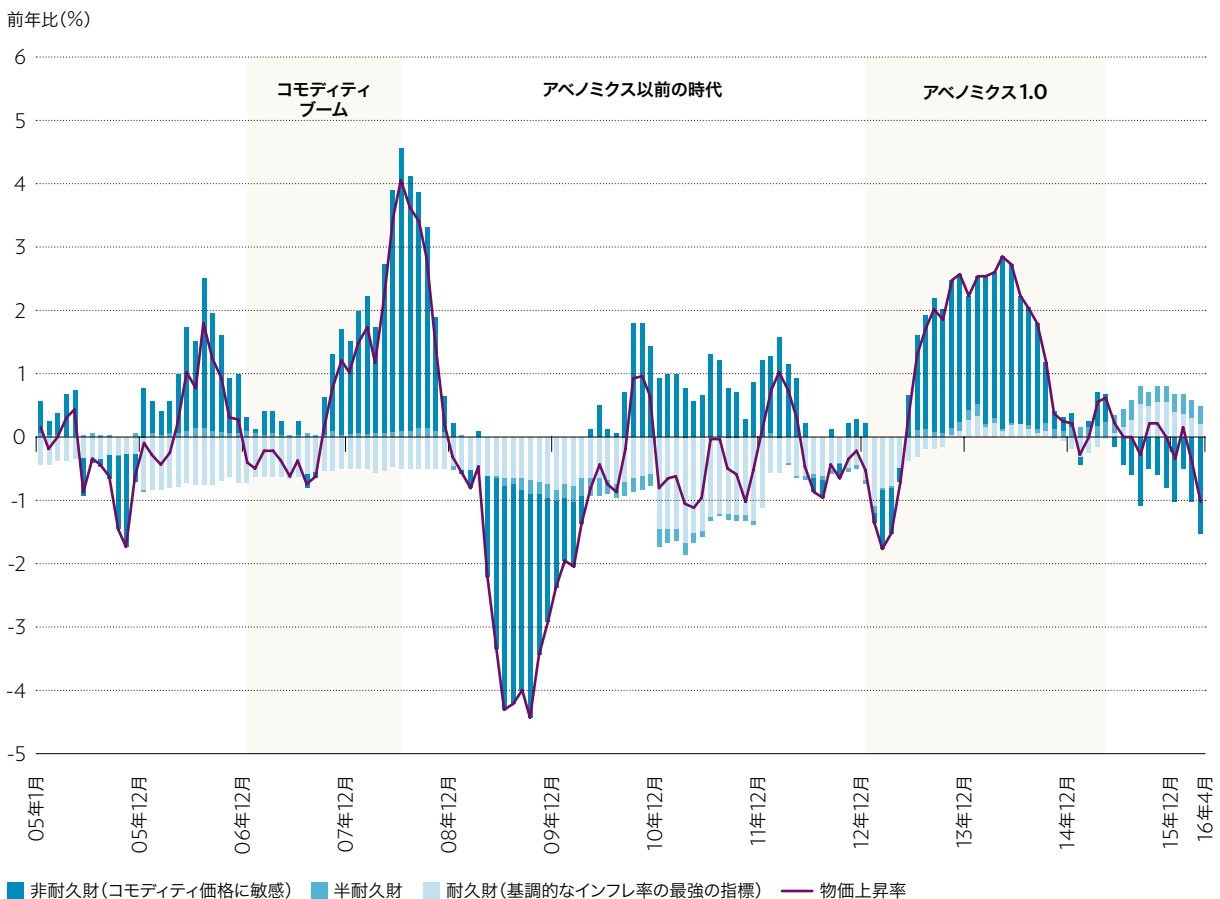
³ ‘US: America had talent’ Michael Feroli, JP Morgan, February 2016

米国の銀行JPモルガンによると、1980年から2005年までの期間は「ベビーブーム」世代が豊富な実務経験を得て、米国の労働生産性の「黄金時代」でした³。この世代が労働力、従業員として雇用され続けられたのは、不況時に経験が浅く高い教育を受けていない労働者が最初に削減された時代でもあります。リセッションの間に労働生産性が急上昇する傾向があるのは、人員削減が行われた後、職場に残っている人たちで生産を維持しようとするからです。この結果は、個人の可処分所得の統計にも表れています。2005年までの数十年間、米国の可処分所得は年率平均3〜5%の間で成長しています。2005年以

降、この平均は2%近くまで低下していますが、これは経験豊富で付加価値の大きかったベビーブーマーたちの大量退職が原因であると考えられます。

結局、どの年齢グループがデフレよりもインフレを好むかという議論は、世界的な人口統計学的な変化が現実的な現象となってきたばかりであることを考えると、すぐに結論の出る問題ではないと思われます。理論的な領域から実際の高齢化、低成長の時代への時代へ移り変わるには時間を要します。しかし、すでに豊富にデータのある領域がひとつあります。消費動向です。

図表 7: 日本の物価上昇への寄与度



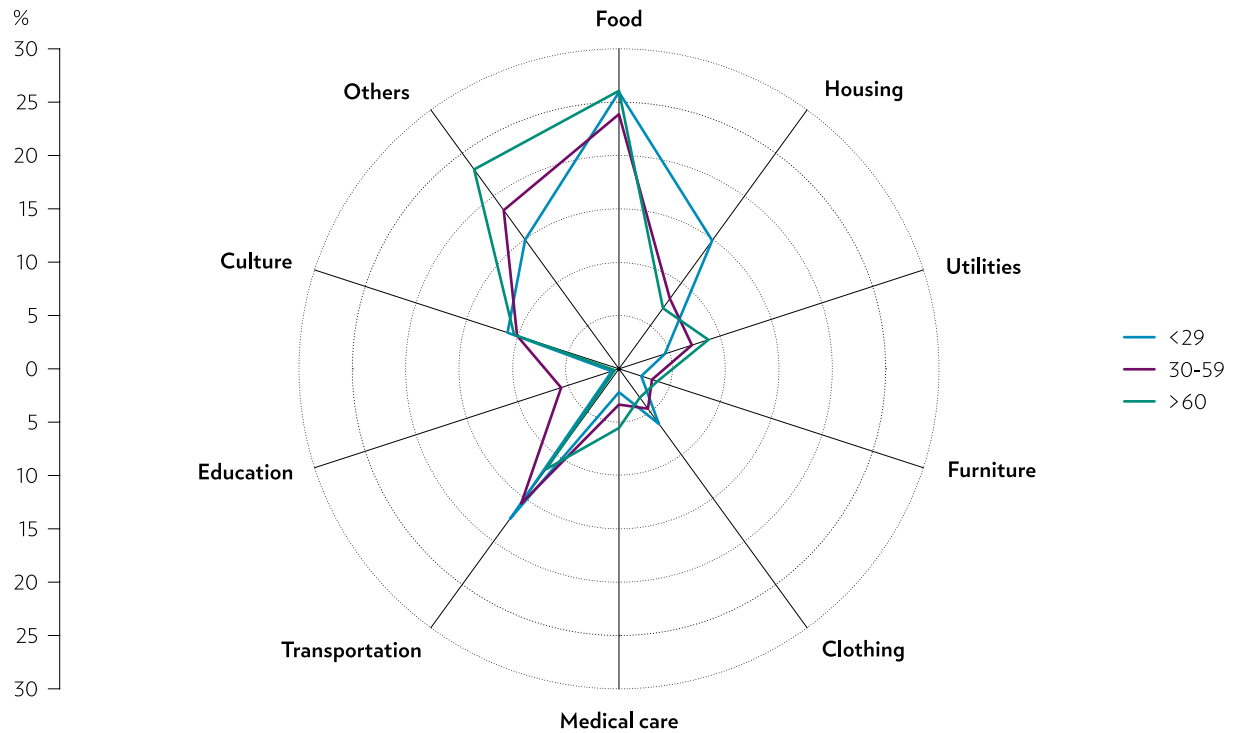
出所: HSBC、ジュリアス・バア

³ 'US: America had talent' Michael Feroli, JP Morgan, 2016年2月

Based on Japanese government statistics, the consumption basket changes markedly as people age. What we find is that younger consumers spend a greater share of their disposable income on basic

items such as food and housing. As people age, the diversity of categories rises and spending on entertainment and leisure goes up.

Chart 8: Distribution of household spending by age group in Japan



Source: Japanese Government, Julius Baer

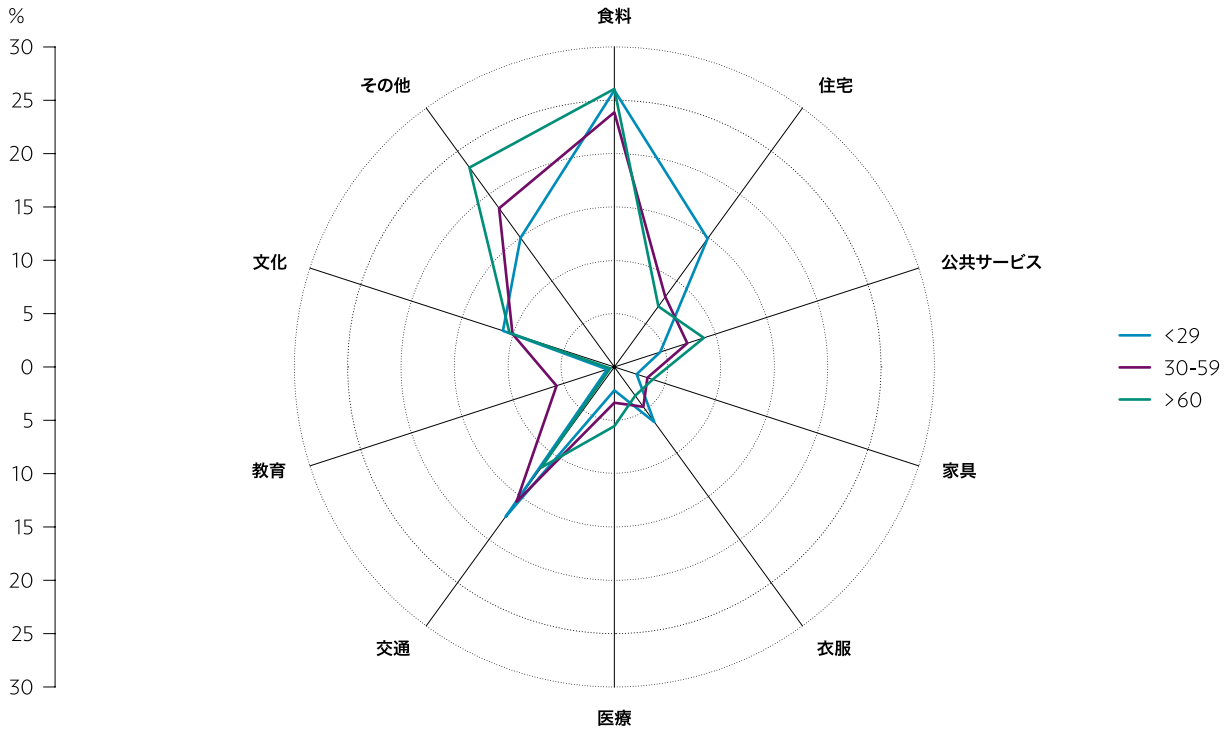
In addition to compositional changes, the mode of shopping plays a role as well: data in Japan shows that internet-based consumption has been rising rapidly in recent years as consumers spend less time in department stores and other traditional formats. As with many of the other trends discussed in this

section, Japan is part of global trends. Similar evidence can be seen in the US, in part because the productivity (sales per employee) of online shopping is immeasurably higher than bricks and mortar operations, according to JP Morgan.

日本の政府統計を見ると、年を重ねるごとに消費する品目は明らか変わってきます。若年層の場合は可処分所得に占める食料や住居などへの支出割合が大きくなっていますが、年を取

るに伴いカテゴリーの多様性は増し、娯楽やレジャーへの支出が増加します。

図表 8: 日本の年齢グループ別家計支出分布

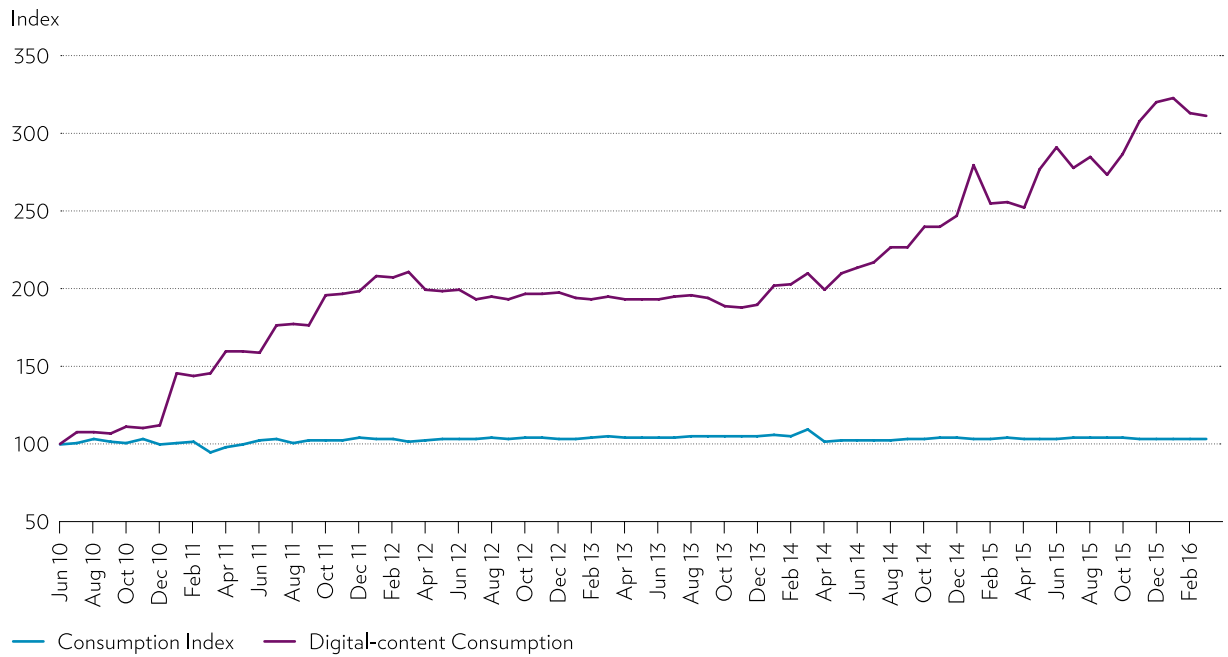


出所: 日本政府、ジュリアス・ベア

構成品目に加えて、買い物の仕方にも変化が見られます。日本のデータを見ると、インターネット関連の消費が近年急増しており一方で、デパートやその他伝統的な形態の場で消費者が過ごす時間は減少していることが分かります。本節で取り上げた他のトレンドの多くについてもそうですが、日本は世界的なトレ

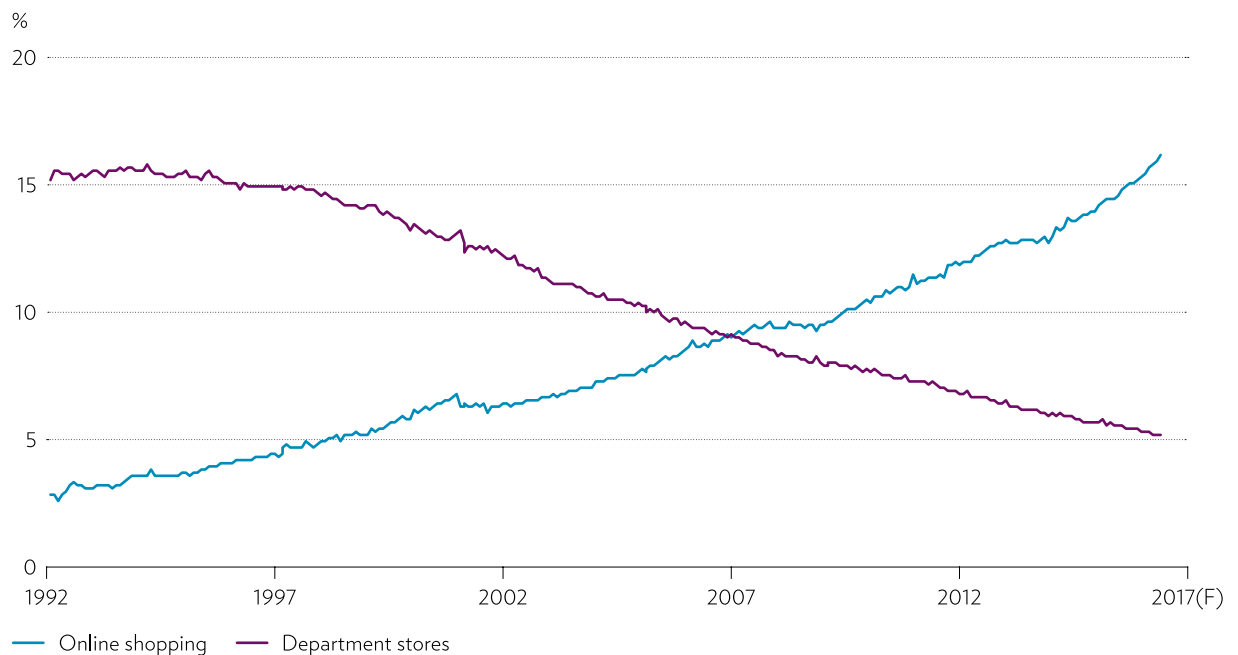
ンドの一翼を担っています。もちろん同様の現象が米国においても見るができます。JPモルガンによると、ネットショッピングの生産性(従業員1人当たりの売上)が実店舗営業よりもはるかに高いことがその理由のひとつであるとされています。

Chart 9: Japan's consumption indices



Source: Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Chart 10: Where US consumers shop

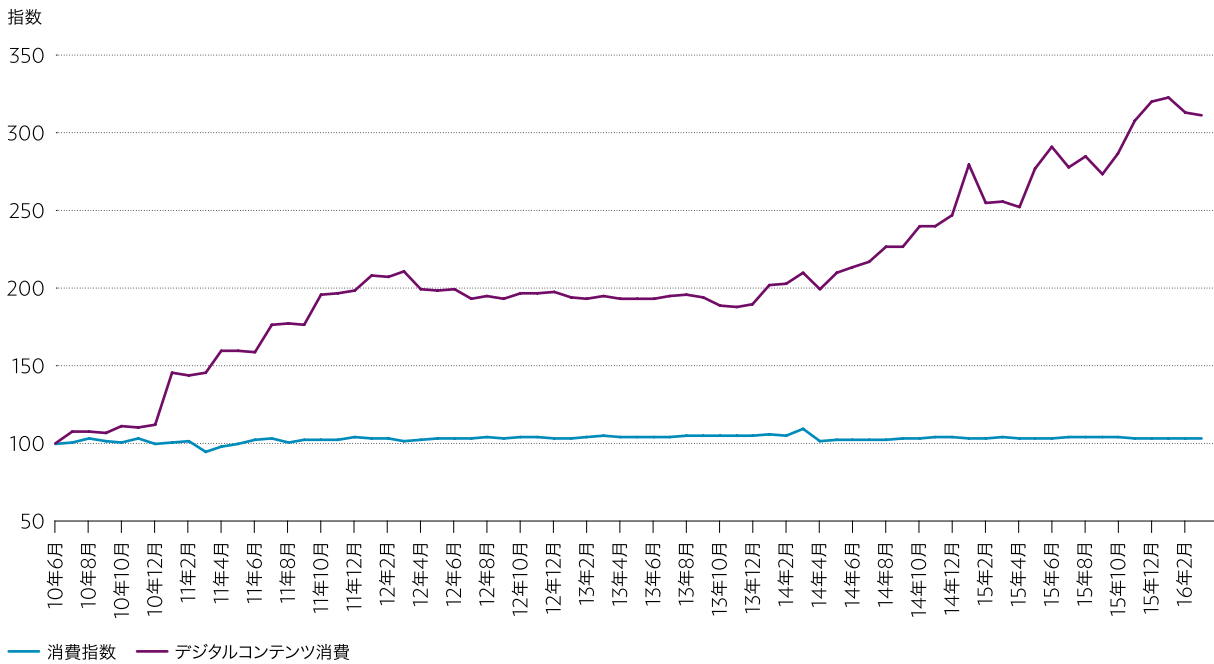


Source: JP Morgan, US Census, Julius Baer

In conclusion, the lower growth, low inflation age is upon us, in all likelihood reinforced by global ageing as the working age population shrinks. But this tells only part of the story: older consumers may indeed prefer some inflation, given the challenges faced

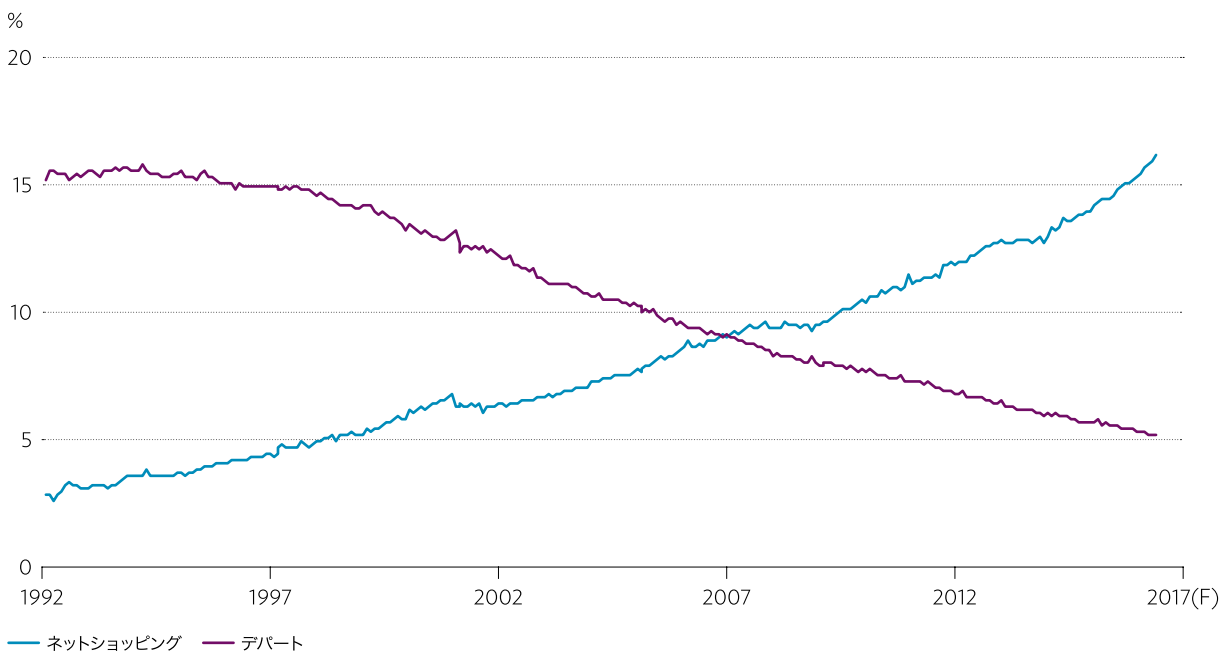
attaining the same level of returns that were previously available on low risk financial assets. Furthermore, tectonic shifts in what, where and how people consume means that low overall inflation does not capture the whole picture.

図表 9: 日本の消費指数



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ジュリアス・ペア

図表 10: 米国消費者の買い物の場所



出所: JPモルガン、米国国勢調査、ジュリアス・ペア

私たちはすでに低成長、低インフレの時代に入っています。そして、それは世界的な高齢化に伴う生産年齢人口の減少によって、さらに推し進められることになります。しかし話はこれだけで終わりません。過去には低リスクの金融資産から得ることができたリターンを現在得ることが困難になっていることを

考慮すると、高齢の消費者は今後ある程度のインフレを好む可能性があります。さらに、人々が何を、どこで、どのように消費するかということが構造的に変化しているので、単に低インフレというだけでは物価の全体像を捕らえられていない可能性があります。

THE JULIUS BAER LIFESTYLE INDEX

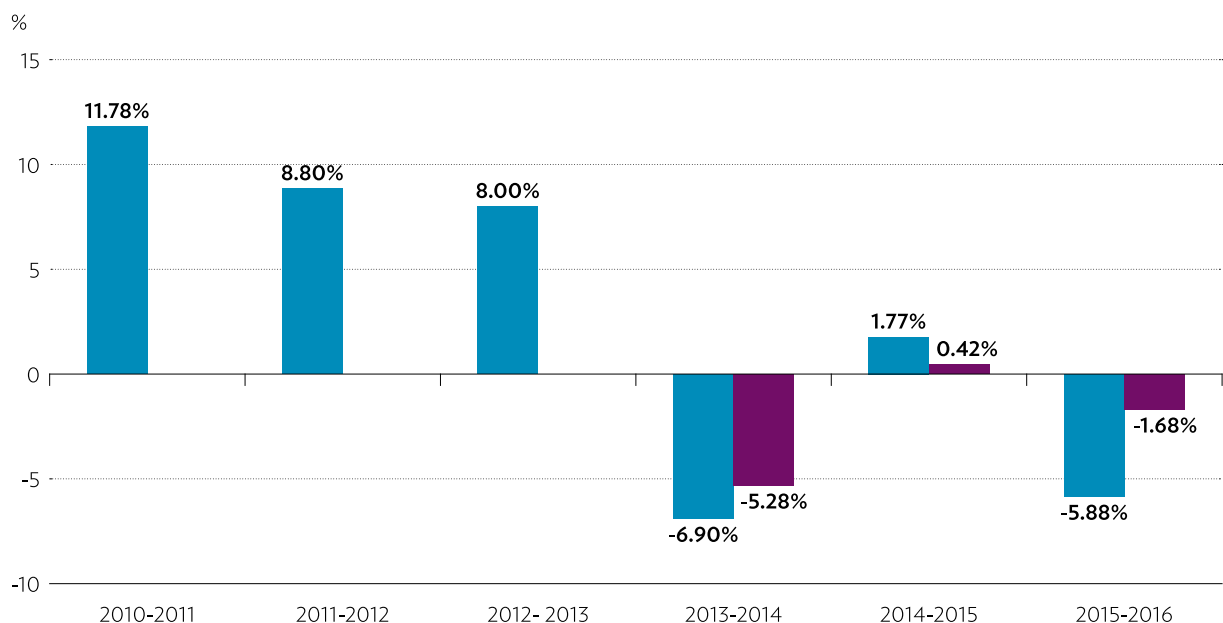
Measuring the cost of living in luxury

Six years ago, Julius Baer started to collect data on the price of luxury goods and services across Asia, culminating in the Julius Baer Lifestyle Index. Since then, the index has evolved by expanding the number of cities under coverage and this year, we introduce a new item to better reflect the importance of 'beauty capital' in the context of luxury consumption. The underlying utility of the index remains unchanged: to better understand a dynamic, high growth region of the world and where luxury consumption trends are changing equally fast. At the same time, looking at different components of the Lifestyle Index together can shed light on important themes that intertwine Asia's economies. For example, the data on luxury travel, accommodation and banqueting mirrors new macro level developments, such as the rapid rise in Chinese tourists visiting destinations such as South Korea, Hong Kong and Japan. Likewise, this year's

addition of premium beauty creams in part tackles one of the key products that are being sought after by high spending travellers across the region.

On an aggregate level, the Julius Baer Lifestyle Index declined by 1.68% in USD terms in 2016. Indeed, since the launch in 2011, the general trend of the index has pointed lower, while typically being above conventional inflation measures in most or all of the cities in scope. Economic activity across Asia was especially buoyant during the first three years since the start of the index, and the close to double digit average increases in the index value attest to this. Rapid growth and asset inflation reinforced the demand for luxury goods and services, with providers taking advantage of were in a position to raise prices. Since 2013, the Lifestyle Index has moderated overall, with the 2016 outcome being driven by a decline in premium real estate prices in several key markets.

Chart 1: Julius Baer Lifestyle Index, changes in prices of goods and services y/y, 2010 to 2016, US dollar terms



■ Julius Baer Lifestyle Index original, US dollar terms, in Hong Kong, Singapore, Shanghai and Mumbai
 ■ Julius Baer Lifestyle Index expanded, US dollar terms, in Hong Kong, Singapore, Shanghai, Mumbai, Jakarta, Kuala Lumpur, Taipei, Bangkok, Manila, Seoul and Tokyo

Source: CSG Intage, Julius Baer

ジュリアス・ベア ライフスタイル指数

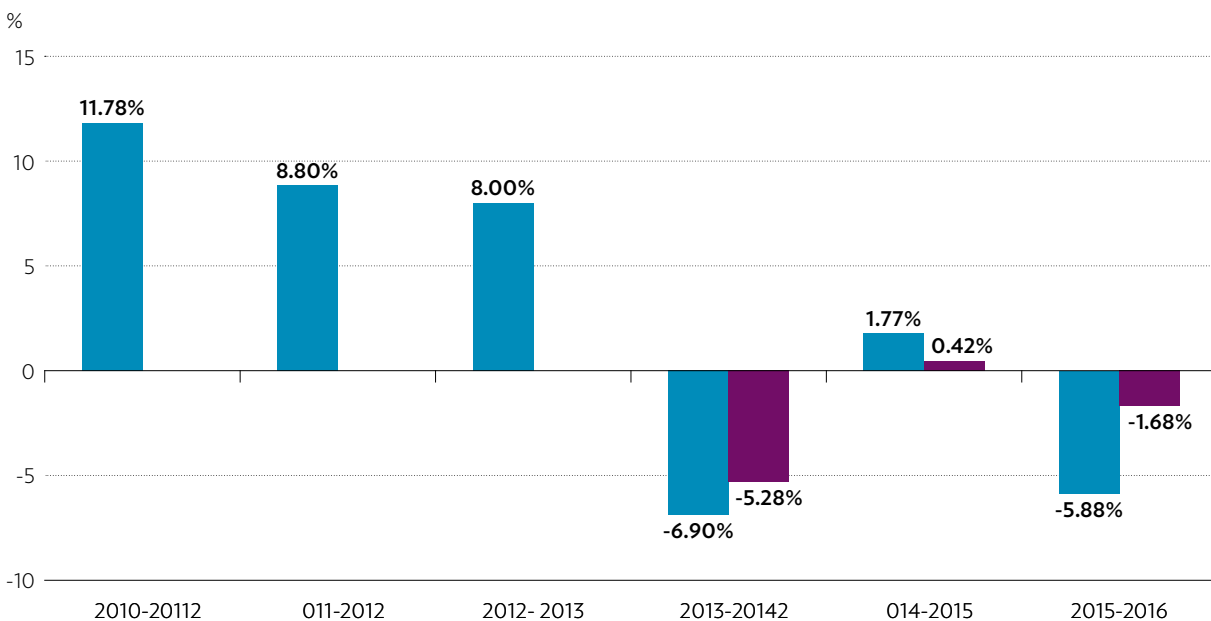
贅沢な暮らしの生活コストを測定する

6年前、ジュリアス・ベアはアジア全域の高級品や贅沢なサービスの価格データを収集しはじめ、ジュリアス・ベア ライフスタイル指数を完成させました。それ以来、この指数は網羅する都市の数を増やし進化しています。今年、高級品消費の背景における「美容資本」の重要性をより効果的に反映させるため、新たな品目を追加いたします。この指数の基本的な効用、すなわち、世界の中でも動的な高成長を遂げ、贅沢消費の傾向も同様に急激な変化を見せている地域についてより深く理解することには変わりはありません。同時に、ライフスタイル指数の異なる構成要素を一括して見ることによって、アジア経済の中で絡み合う重要なテーマに光を当てることもできます。例えば、豪華な旅行や宿泊施設、宴会のデータは新たなマクロレベルでの発展を映し出しています。つまり、韓国や香港、日本を旅先を選ぶ中国人旅行者の急増によるものです。同様に、今年から高級美容クリ

ームを指数に追加したことで、その地域全体の高額利用旅行者が最も追い求める主要商品への取り組みのひとつです。

総合レベルで見ると、ジュリアス・ベア ライフスタイル指数は2016年に米ドル建てで1.68%下落しました。実は2011年の発表以来、この指数は全体的な傾向として右肩下がりとなっているものの、対象となっている都市はすべてと言っていいほど、ほとんどの都市で従来のインフレ指標を上回っています。アジア全域の経済活動は指数が導入されて最初の3年間でこそ上向きで、同指数の値が平均で2桁近く伸びていたこともこれを裏付けています。急成長と資産のインフレが贅沢な商品やサービスの需要を勢いづけ、これに乗じて供給者は価格を引き上げることができました。2013年以降、ライフスタイル指数は全体的に落ち着き、2016年の結果は複数の主要市場における高級物件価格の下落に左右されると思われます。

図表 1: ジュリアス・ベア ライフスタイル指数: 2010～2016年の物価・サービス価格の前年比(米ドル建て)



■ ジュリアス・ベア ライフスタイル原指数、米ドル建て、香港、シンガポール、上海、ムンバイ

■ ジュリアス・ベア ライフスタイル各丁数、米ドル建て、香港、シンガポール、上海、ムンバイ、ジャカルタ、クアラルンプール、台北、バンコク、マニラ、ソウル、東京

出所: CSGインテージ、ジュリアス・ベア

Property is unique

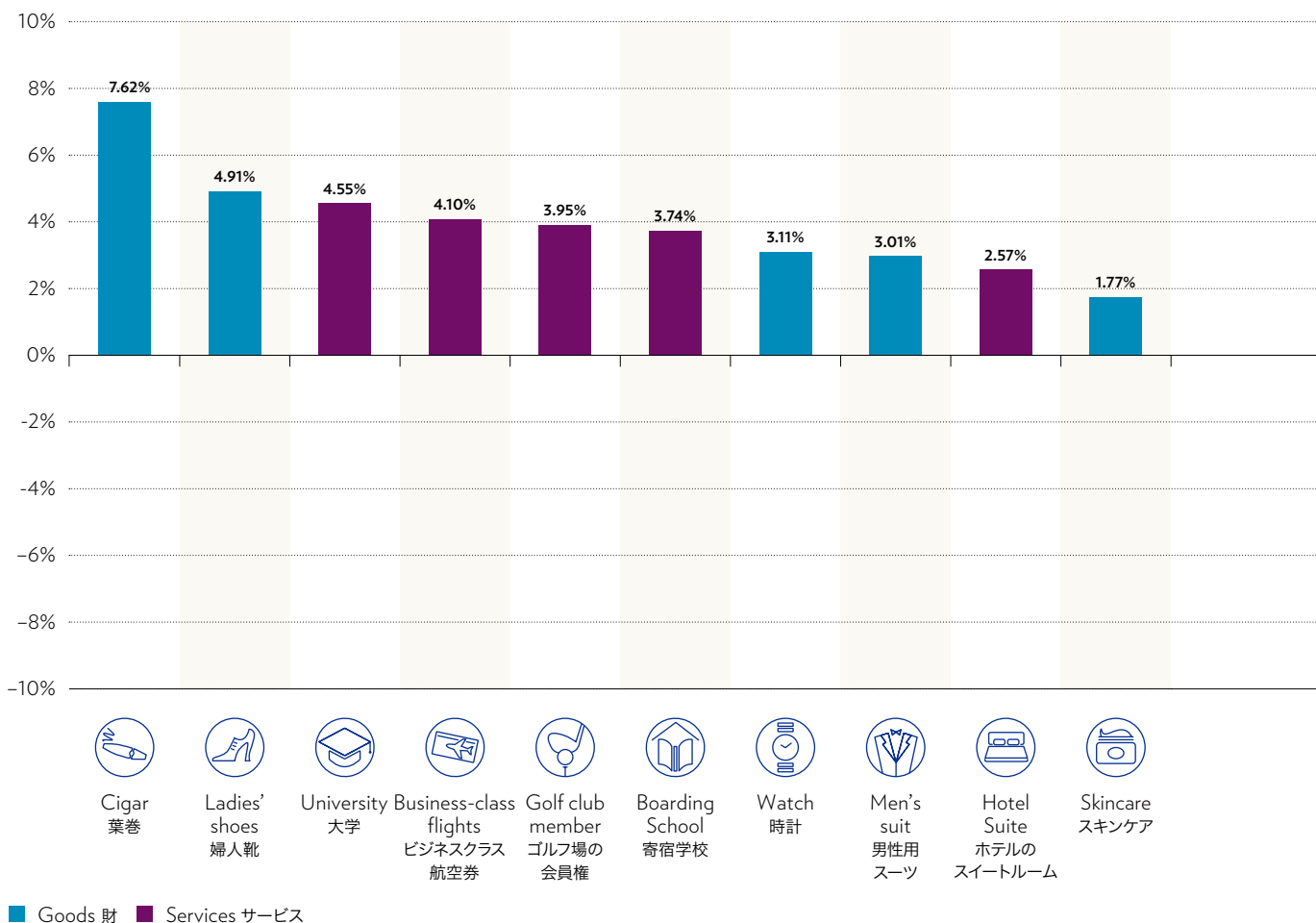
It is important to make a distinction here: real estate is the only item in the Julius Baer Lifestyle Index that easily functions both as a ‘consumable’ and as a portfolio investment. That is to say, most of the other items in the index (e.g. skincare, hotel suites, shoes, cigars) do not have a conventional investment purpose, especially as they are perishable or are a service. An argument whether the same can be said of wine, jewellery and the luxury watch can be made – but even so, they would not be comparable to the depth and breadth of global property markets.

What this difference illustrates is that property markets in Asia might be coming off the boil, but this does not necessarily translate into a downbeat message on luxury demand and spending patterns across the region. The correction in property prices

may be a combination of regulatory measures, credit conditions and/or uniquely local supply and demand changes. Prolonged declines in real estate will likely generate a negative wealth effect, especially if asset prices in general do not act to compensate for these falls. For now, we do not believe this is the case. Rather, we argue that the average 8% decline in luxury real estate in USD terms can be attributed to a slow down after a strong run in prices and amounts to a correction, not the start of a bear market. At the same time, the overwhelming portion of Lifestyle Index shows increases that are more in tune with the robust spending capacity of Asia’s High Net Worth Individuals (HNWI). If property is excluded, a simple USD average of the remaining items reveals an increase of 1.2% for 2016. In the current environment where globally, inflation expectations have trended lower, this increase is meaningful.

Chart 2: Price changes of Julius Baer Lifestyle Index items, y/y US dollar terms

図表 2: ジュリアス・バア ライフスタイル指数構成品目の物価変動前年比(米ドル建て)



Source: CSG Intage, Julius Baer

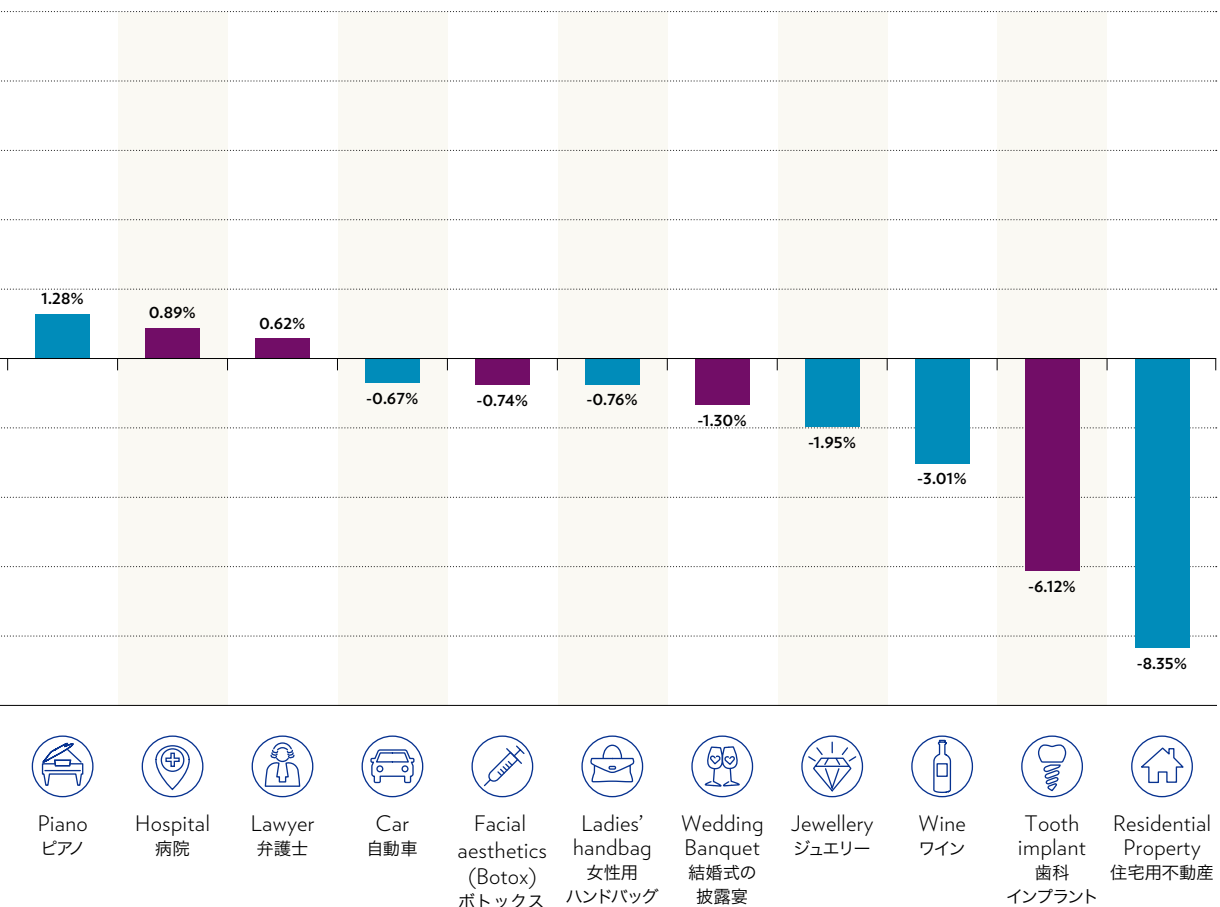
出所: CSGインテージ, ジュリアス・バア

特異性を持つ不動産

ここで重要な点としてはっきりとさせておくと、不動産はジュリアス・ベア ライフスタイル指数の中で唯一、「消耗品」としてもポートフォリオの投資先としても機能する品目だということです。つまり、指数中の他の品目の多く（スキンケア、ホテルのスイートルーム、靴、葉巻など）は従来の投資目的にはなりません。それが腐りやすいものであったり、サービスであったりする場合はなおさらです。ワインや宝石、高級時計についても同じことが言えるかどうかについては議論の余地があるでしょう。しかしそれでも、世界的な不動産市場の幅や深さとの比ではないと思われます。

この違いが示していることは、アジアの不動産市場の熱は今後冷めるかもしれませんが、かと言って必ずしもこれが地域における高級需要や支出パターンについての悲観的メッセージと

捉えられるものでもないということです。不動産価格の調整は、規制措置、信用の状況、地域特有の受給関係の変化の組合せの如何に左右されます。不動産価格の下落が長引けば、特に一般的な資産価格がその下落の埋め合わせとなる動きをしない場合、逆資産効果をもたらす可能性があります。今のところ、その心配はないと私たちは考えています。むしろ、高級不動産価格が米ドル建てで平均8%下落したことは価格の強い上昇の後の減速によるものであり、ベア・マーケットの始まりではなく、調整と考えることができます。同時に、ライフスタイル指数の圧倒的な部分が上昇しており、これはどちらかというとアジアの個人富裕層（HNWI）の支払い能力が強いことを示していると考えられます。不動産を除いた場合、残りの品目の米ドル建て単純平均は2016年に1.2%の伸びを見せています。世界的にインフレ期待が低下傾向にある今の環境において、この伸びは大きな意味を持ちます。



How does Tokyo score in a regional context as a centre for luxury goods and services? First, the strength of the yen over the course of 2016 has had a strong impact, making it more expensive for overseas travellers. Even without this impact, selected items managed still to register strong increases, namely

hotel suites, air travel and men's suits. Overall, Tokyo ranks as the fourth most expensive city in Asia, behind Shanghai, Singapore and Hong Kong, where Shanghai is kept in pole position partly because of higher sales taxes on luxury items.

Chart 3: 2016 Julius Baer Lifestyle Index city ranking by items, in USD

図表 3: 2016年ジュリアス・ペア ライフスタイル指数の品目別都市ランキング(米ドル建て)

Hong Kong 香港	3	1	3	2	2	3	2	4	9
Singapore シンガポール	5	3	5	4	5	4	5	1	4
Shanghai 上海	4	2	2	5	3	1	4	8	1
Mumbai ムンバイ	9	7	6	11	11	6	8	6	8
Taipei 台北	1	4	8	3	4	10	6	9	7
Jakarta ジャカルタ	6	9	9	8	9	11	11	7	10
Manila マニラ	7	11	7	7	10	9	1	5	5
Seoul ソウル	2	6	4	9	7	7	7	3	3
Kuala Lumpur クアラルンプール	11	8	10	10	8	8	9	2	11
Bangkok バンコク	10	10	11	6	6	2	10	10	2
Tokyo 東京	8	5	1	1	1	5	3	11	6

Item (USD)
品目
(米ドル建て)



Business-class flights
ビジネスクラス
航空券



Residential Property
住宅用
不動産



Wedding Banquet
結婚式の
披露宴



Hotel Suite
ホテルの
スイートルーム



Tooth implant
歯科
インプラント



Hospital
病院



Golf club member
ゴルフ場の
会員権



Lawyer
弁護士



Watch
時計


Source: CSG Intage, Julius Baer

出所: CSGインテージ、ジュリアス・ペア

地域的な背景に照らし、高級品および贅沢サービスの中心としての東京のスコアはどれくらいになるでしょうか。まず、2016年に入ってから円高が強く影響し、海外からの旅行者にとってはより高価となっています。この影響を除いたとしても、選ぶ品目によっては強い上昇を記録することとなりました。具体的

にはホテルのスイートルームや航空券、男性用スーツです。全体的に見て、東京はアジアの中で4番目に物価の高い都市としてランクインしており、上位は上海、シンガポール、香港が占めています。上海は贅沢品に対する売上税が高いことも一因となり、ポールポジションを維持しています。


9	9	5	3	2	6	3	3	5	10	4.10
6	5	2	4	9	7	1	6	3	3	4.00
2	3	3	2	1	3	2	1	2	1	2.48
11	6	11	11	10	5	4	11	6	11	7.62
7	8	4	7	4	4	6	2	10	8	5.43
1	4	9	5	8	10	11	9	4	7	7.14
10	1	10	10	11	2	5	5	7	6	6.24
5	10	1	1	6	8	9	8	8	9	5.48
8	11	6	8	5	11	8	7	11	2	7.43
4	2	8	6	3	1	7	4	9	4	5.57
3	7	7	9	7	9	10	10	1	5	5.29


Ladies' handbag
女性用
ハンドバッグ


Wine
ワイン


Jewellery
ジュエリー


Men's suit
男性用
スーツ


Facial aesthetics
(Botox)
ボトックス


Piano
ピアノ


Car
自動車


Cigar
葉巻


Ladies' shoes
婦人靴

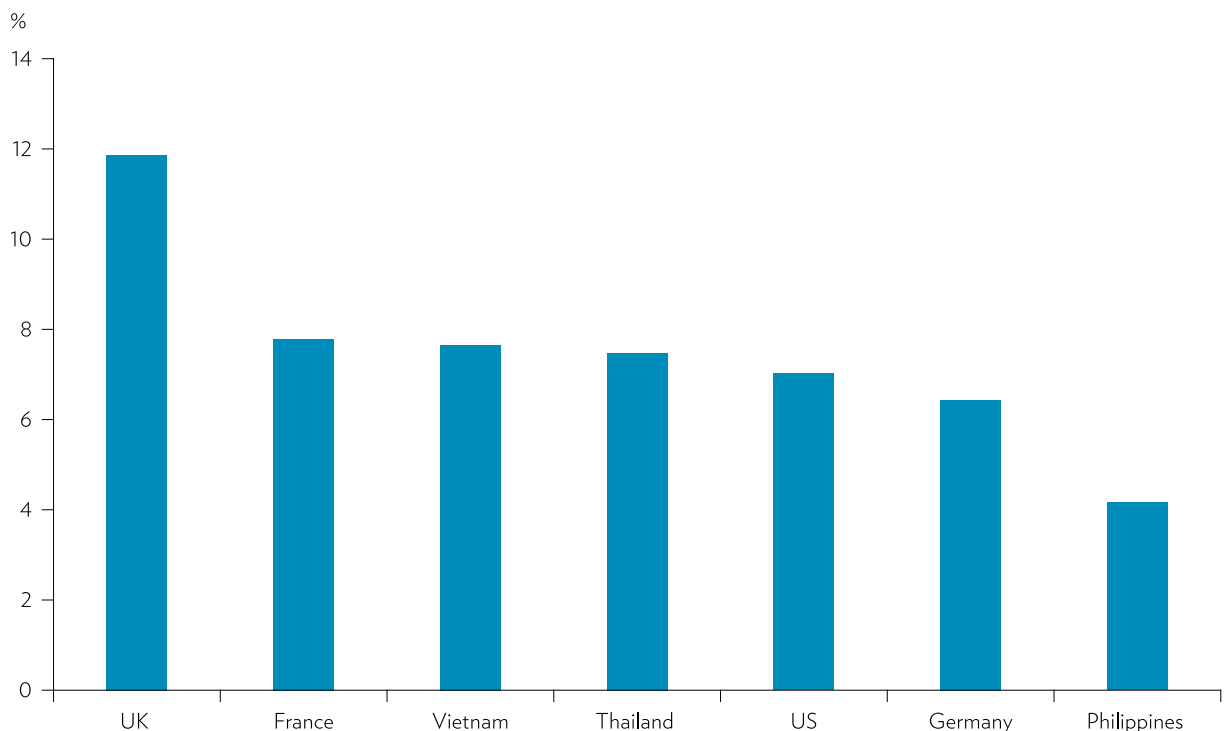

Skincare
スキンケア

Average
平均

As mentioned, one of the stand-outs in this year's data for Japan is how rapidly luxury travel related items grew in price. For example, business class tickets (+35%) and hotel suites (+13%) in JPY terms have massively outstripped conventional inflation in Japan. While it is well understood that Abenomics has been a soaring success at increasing tourist arrivals, especially from the rest of Asia, is there any

corroborative data relating to HNWI? According to official statistics, a significant number of overseas tourists to Japan self-identify as having an annual income from at least JPY 30,000,000. These tourists particularly from a number of Southeast Asian economies, which under the Abenomics program now enjoy a liberalised entry visa regime.

Chart 4: Percentage of travellers to Japan that self-declare as high income earners, 2016



Source: Japan Tourism Agency, Julius Baer

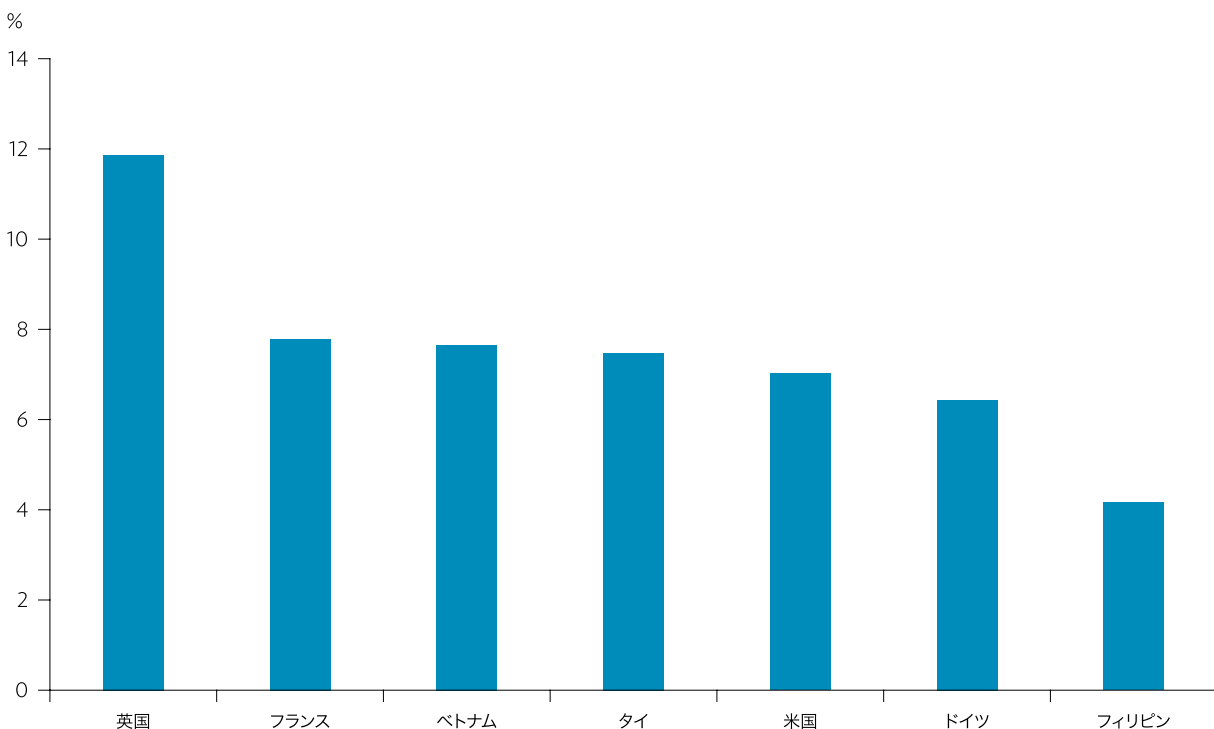
It also follows, therefore, that the sales of luxury items in Japan are showing substantial growth. Indeed, despite overall population declines in Japan, the demand for luxury stemming from Japanese nationals increased by 1% in 2015, according to Euromonitor. Sales in Japan itself grew by a far larger percentage, which arguably must reflect the influx of overseas travellers, taking advantage of department stores and

boutiques. Certainly, other regions and nationalities demonstrated higher growth over the same period, however the gap between luxury demand from nationals versus sales within the territory in question is far by the largest in Japan. This outcome reinforces that easier travel arrangements and a very compelling offering on the part of luxury goods and services providers in Japan are having a significant impact.

前述のとおり、日本にとって今年の中で特筆すべき点のひとつに、高級旅行関連品目の価格の急上昇が挙げられます。例えば、ビジネスクラスの航空券(+35%)やホテルのスイートルーム(+13%)の価格が、日本の通常のインフレ率を大きく上回っています。アベノミクスが特にアジア諸国からの観光客の流入増で大成功を収めたことは周知の事実ですが、HNWI

に関連する確証データは何かあるのでしょうか。公式な統計によると、海外から訪日するかなり多くの観光客が年収3,000万円以上であると自己申告しています。この傾向は特に東南アジア経済圏からの観光客が多く、これらの経済圏は現在、アベノミクス政策の下で緩和されたビザ(査証)プログラムの恩恵にあずかっています。

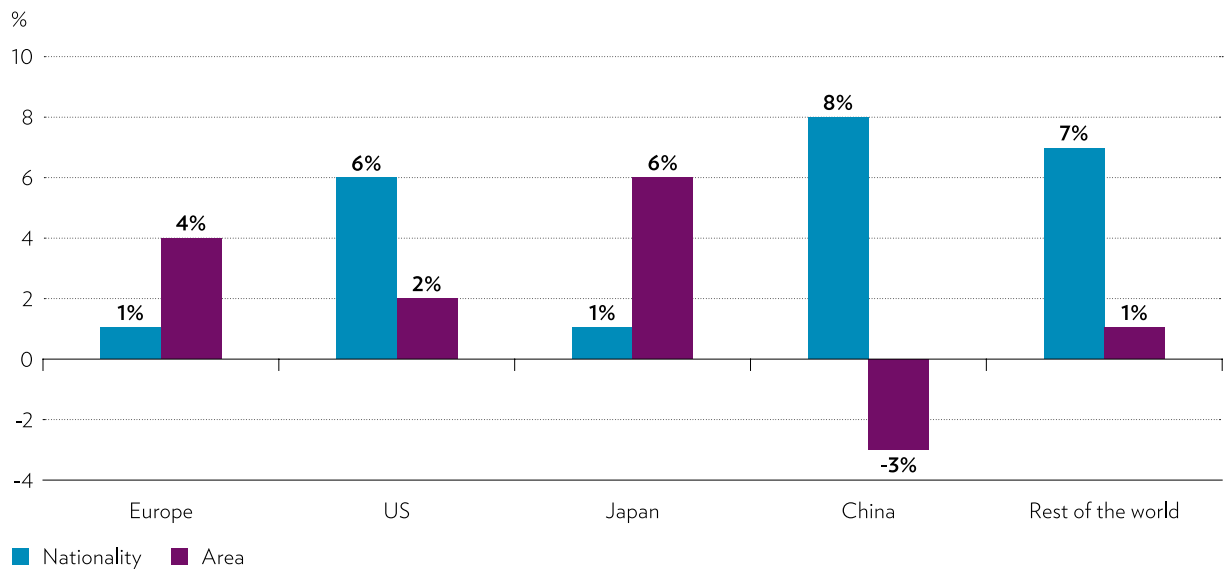
図表 4: 自己申告で高所得者であると答えた訪日旅行者の割合(2016年)



出所: 観光庁、ジュリアス・ベア

結果的に日本国内の高級品の売上が堅調な伸びを見せているといえます。日本の人口は総じて減少しているにもかかわらず、実は日本国民から喚起される高級品需要は2015年に1%増加したことがユーロモニターの調査結果で明らかになっています。日本の国内売上高自体はこれをはるかに上回る割合で増加し、これはデパートや専門店を利用する海外からの旅行者の流入を反映していると考えられます。確かに、同時期の

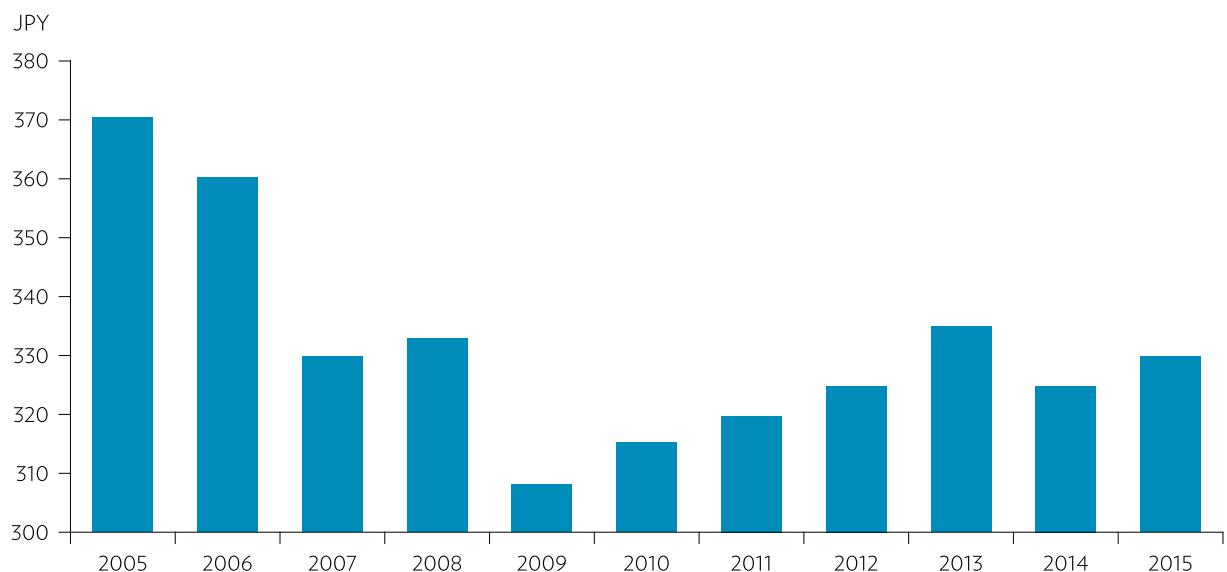
伸びは他の国や地域のほうが高かったのですが、高級品に対する内需とその国内売上とのギャップは日本が他を大きく引き離しています。この結果は、よりお手軽な旅行の企画や、日本国内の高級品・贅沢サービス業者が大きな強みとしている売り物に大きな影響が及んでいる状況に拍車をかけていることを示しています。

Chart 5: Luxury goods demand growth by nationality and area (2015)

Source: Business Monitor International

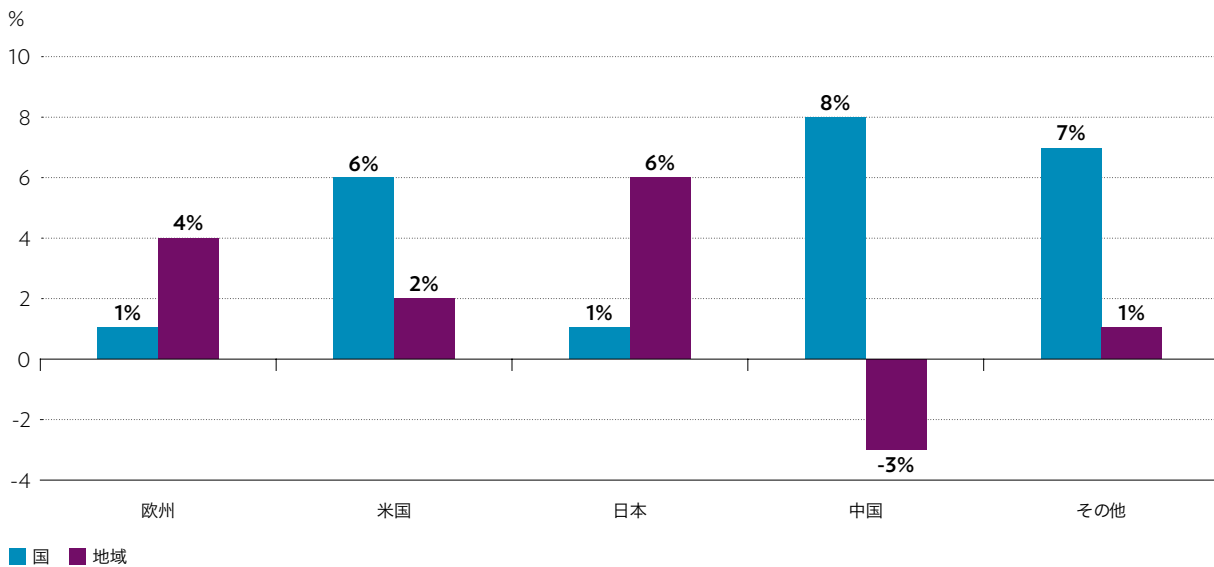
Earlier in this report, we made the argument that traditional measures of inflation do not capture the dynamism of the Japanese economy; where and how consumers are engaging with producers of goods and services, for example. Indeed, traditional durable goods inflation in Japan suggests it is still a challenge to move towards a sustainable increase in prices. That said, the Julius Baer Lifestyle Index posits there is room to argue on this front, especially as Japan is engaging in reform outside the realm of monetary policy to boost competitiveness and productivity.

In terms of underlying demand and reflecting this year's addition of luxury skincare in the index itself, we find that this industry has been able to gradually lift prices in the wake of the Lehman Shock. We would expect this trend to continue and for the Japanese luxury segment overall to maintain its lead against conventional inflation over the coming years as external demand should remain strong, even with a further appreciation of the yen.

Chart 6: Cosmetics price per 100 grams

Source: Yearbook of Chemical Industries Statistics METI, JP Morgan, Julius Baer

図表 5: 国・地域別の高級品需要の伸び(2015年)

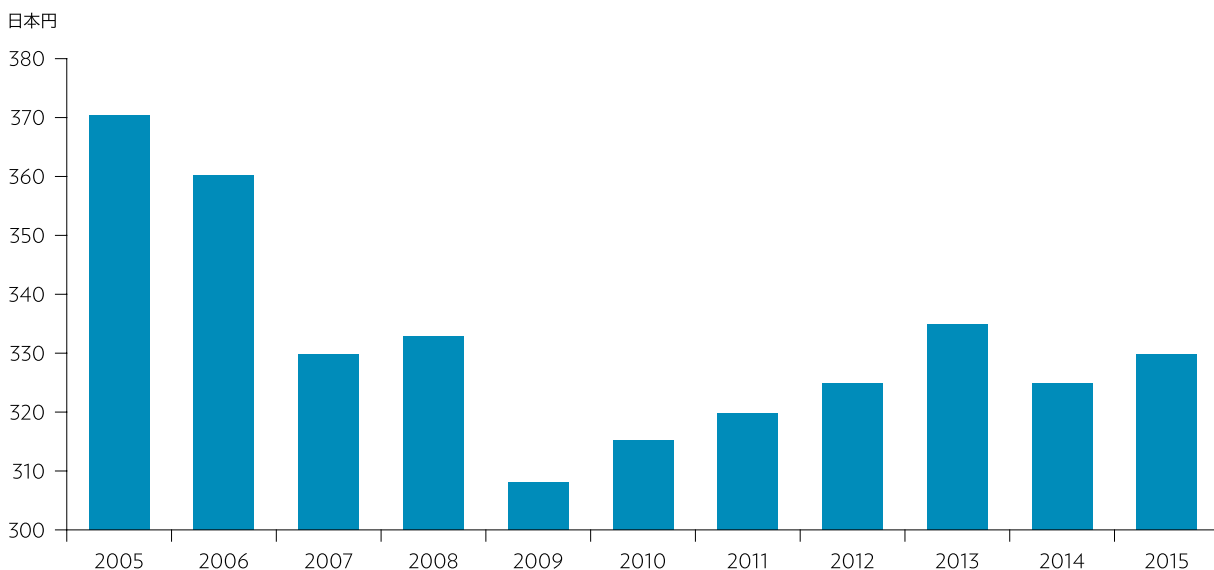


出所: ビジネス・モニター・インターナショナル

本レポートのはじめに、従来のインフレ指標は日本経済の実態を捉えていないという話をしました。具体的には、例えば消費者がどこでどのように財やサービスの生産者と関わっているかを反映していないということです。実は、日本において従来の耐久財のインフレを見ると、持続的な物価上昇に至るにはまだ困難な状況にあるということが分かります。これを踏まえると、ジュリアス・ベア ライフスタイル指数はこの方面についてまだ議論の余地があるということを示しています。特に、日本は競争力と生産性を上げるために金融政策の領域以外での改革に取り組んでいる状況からもそう言えます。

基調的需要の観点から、また今年から高級スキンケアが指数に組み込まれたことを鑑みると、リーマンショック以降は美容業界も徐々に物価を引き上げることが可能であったことが分かります。外需は引き続き強含みの公算が大きいことから、円高がさらに進んだとしてもこの傾向は継続し、今後何年にもわたり日本の高級財セグメントが総じて従来のインフレに対するリードを保つことを期待したいと思います。

図表 6: 100g当たりの化粧品価格



出所: 化学工業統計年報 - 経済産業省、JPモルガン・ジュリアス・ベア

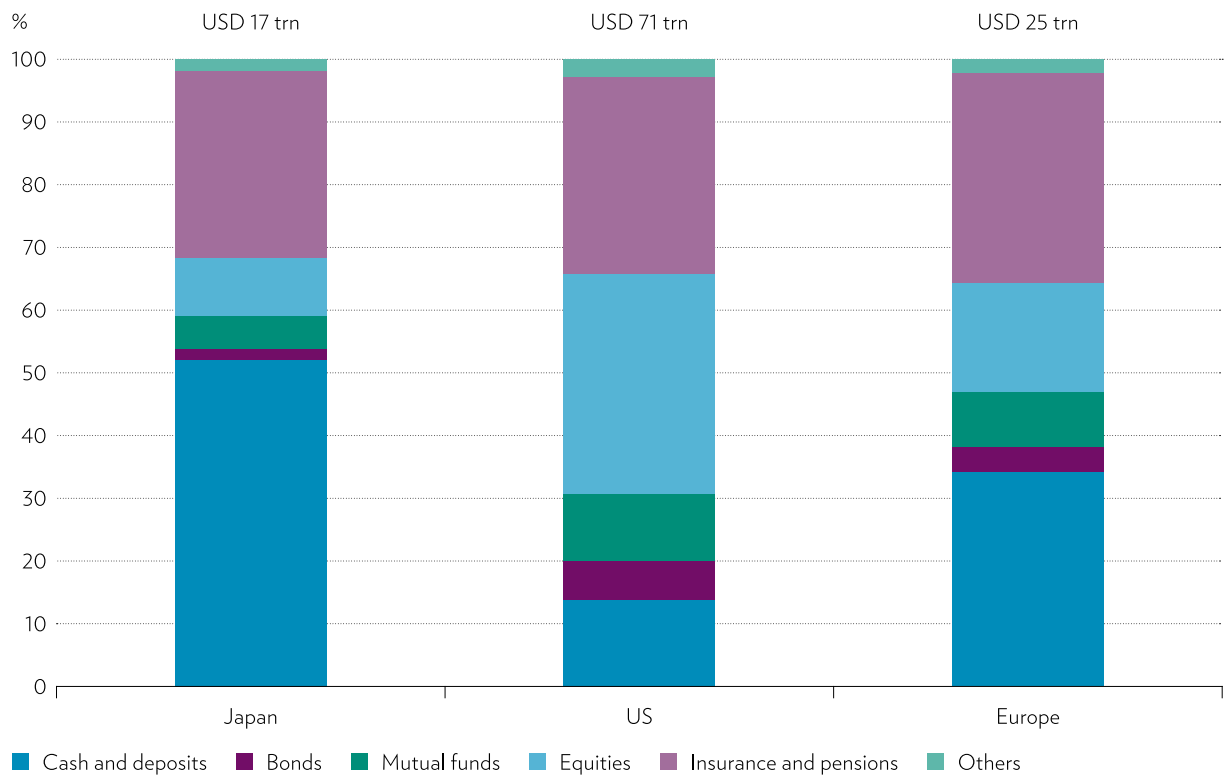
JAPAN INVESTMENT PHILOSOPHY

When cash is king

According to the BoJ, over 50% of the approximately USD 17 trn worth of financial assets held by domestic households is in cash. While the stock of household cash is significant, flow data also suggests that the demand for cash is high, as measured by the growth rate of physical cash in circulation. At the same time, based on IMF numbers, Japan's non-financial firms

hold cash deposits equivalent to around 50% of nominal GDP. Having such staggering amounts of capital that could otherwise be deployed in physical or financial instruments raises two fundamental questions: why is cash so popular in Japan? Are investors best served over the longer term by avoiding risky assets or other cash flow bearing instruments to this degree?

Chart 1: Distribution of household wealth by asset class



Source: BoJ, Julius Baer

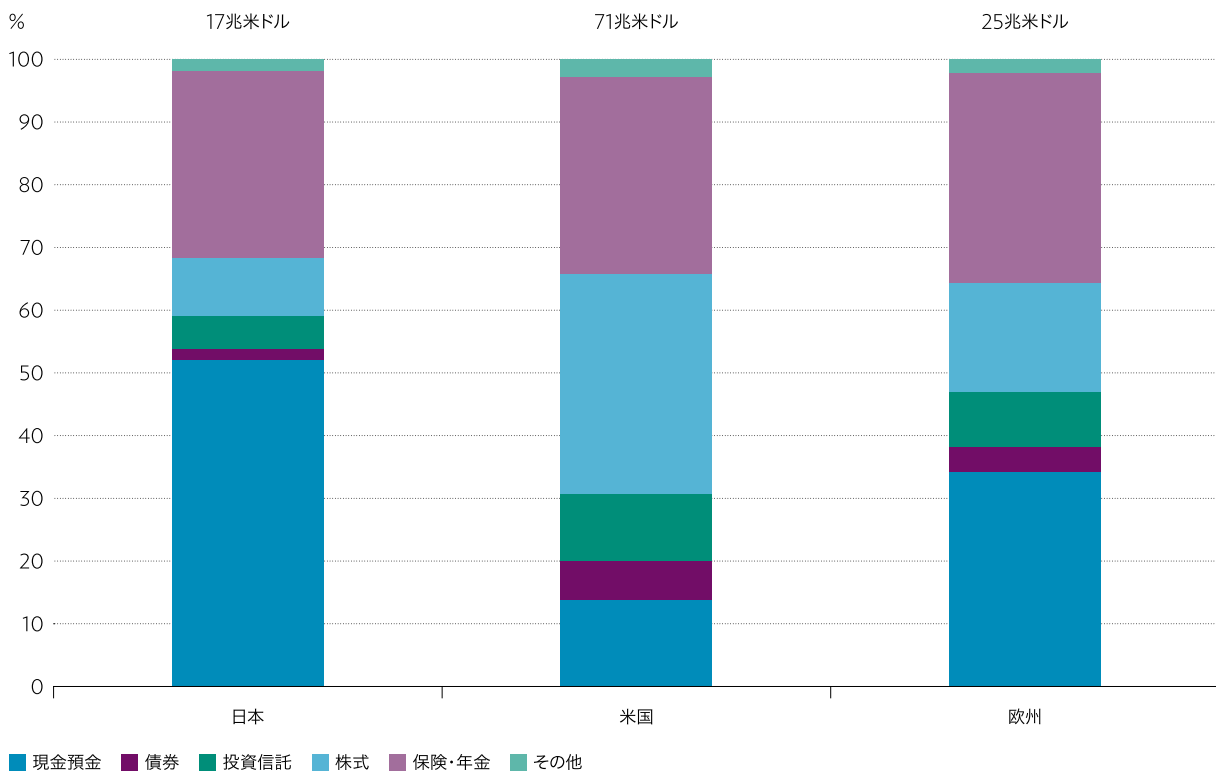
日本投資の理念

現金が王様の時代

日銀によると、国内の家計が保有するおよそ17兆米ドルに相当する金融資産のうち50%超が現金です。このように現金の大きな蓄えがあるにもかかわらず、依然として現金に対する需要が高いことを、流通している現金の増加率で計算されたキャッシュフローデータが示しています。同時に、IMFの数値によると日本の非金融部門の企業が保有する現金・預金は、名目GDP

のおよそ50%に相当します。このように驚くべき額の資本が実物資産や金融資産に投資されずに現金・預金として保有されている状況を見ると、次のような疑問が湧いてきます。日本ではこれほどまでに現金が人気なのはなぜか？そして投資家はリスク資産を避けながらも長期にわたり最善のサービスを受けてきたのか？あるいは同等のキャッシュフローを生む商品が他にあったのか？

図表 1: 資産クラス別、家計の富の分布



出所: 日本銀行、ジュリアス・ペア

Chart 2: Japan cash in circulation

Source: Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

This is a difficult question to answer as cash is far more complex as an instrument than it may first appear. In a traditional international portfolio building exercise, cash is often treated as a residual. Generally, around 5% of a portfolio is set aside for cash management needs, as cash does not generate a yield or capital gain/loss by itself. Indeed, cash is commonly seen as a drag on a portfolio's potential to deliver returns. However, it is fair to say that investors today do not find themselves in a 'traditional' environment, in particular in economies like Japan and Europe, where central banks have moved to negative interest rates. If unconventional times call for unconventional measures, then such high cash holdings may indeed form part of an optimised asset allocation. Before delving into this issue, we should examine some concerns that investors typically have with regard to cash.

Recent discussions regarding cash have centred on fears that central banks are 'debasing' their currencies through massive asset purchase programmes ('QE'). The idea – and not one that we agree with – that by compressing market yields on government bonds and massively expanding central bank balance sheets, this portends a currency down the road that will inherently be worthless. While QE might be a modern invention that followed in the wake of the Global Financial Crisis, genuine currency debasement is nearly as old as cash itself: there is ample historical evidence to suggest that the Roman Empire routinely debased their coinage by reducing the amount of precious metals contained therein, often as a device to finance wars. More generically, it is commonly understood that high inflation is one of the hallmarks of cash that is losing its value. So be it centuries ago or in the present day, as one academic puts it, 'human history can be written in terms of the search for and production of safe assets'¹.

¹ The History and Economics of Safe Assets, NBER, Gary B. Gorton, April 2016

図表 2: 日本の現金の流通状況



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ジュリアス・ベア

これは答えに悩む質問です。現金は、一見するよりもかなり複雑な性質を持っているからです。グローバルポートフォリオの作成で、現金はこれまで「残り」として扱われることが多くありました。つまり、現金自体が利益を生んだり、キャピタルゲインやキャピタルロスを生んだりするものではないため、ポートフォリオの5%程度が資金繰りニーズのために残されることが一般的でした。したがって現金はポートフォリオのリターンを生む力の足かせになるとの共通認識がありましたが、今日の投資家は「これまでと同じ」環境にいるとは考えていません。特に、中央銀行がマイナス金利の導入に動いた日本や欧州といった経済圏ではなおさらです。これまでと異なる時代が中央銀行の非伝統的な金融政策を求めるならば、このような大きな現金残高を持つことも最適な資産配分の一翼を担うのかもしれない。この問題を掘り下げる前に、投資家が現金に関してよく抱くいくつかの懸念について吟味しておくべきでしょう。

現金について最近よく議論されるのは、中央銀行が大規模な資産買入プログラム(量的緩和)を通じて自国通貨安を誘導しているのではないかということです。これは当社の考え方と一致しませんが、国債の市場利回りを押し下げたり、中央銀行のバランスシートを大幅に拡大したりすることで通貨の質を悪化させ、将来的に自国通貨を下落させるという考え方です。量的緩和(QE)とは世界金融危機をきっかけとした、まさに今日の発明ですが、通貨の質を低下させる政策は、実は通貨の歴史そのものであると言えるのです。通貨の質を低下させることが繰り返し行われていたことを示す歴史上の証拠も豊富にあります。例えばローマ帝国では、しばしば戦争のための資金調達的手段として、硬貨が含有する貴金属の量を減らし、通貨の質を悪化されました。広い意味で高インフレの特徴とは通貨がその価値を失っていくことと考えられています。学者の言葉を借りれば「人類の歴史は、安全資産の追求と、その構築から著すことができる。」¹となります。

¹ The History and Economics of Safe Assets, NBER, Gary B. Gorton, 2016年4月

How much cash is enough, too little or too much? It is quite evident that Japanese households in particular are holding far more cash than what would be required for daily transactional purposes and arguably more than is reasonably needed as a buffer against shocks. One answer is that cash entails a ‘convenience yield’. This is a non-pecuniary type of return and hence cannot be easily measured or validated. However, studies covering 1926–2008 argue that the ‘convenience yield’ attribute of US Treasury bonds resulted in their yields being about 73 basis points lower than debt without the same safety². This tells us that while it seems abstract, ‘convenience yield’ does exist, especially when estimated over the longer term. Another way to define ‘convenience yield’ is that AAA-rated government bonds have a high degree of ‘moneyness’, which means that they are almost as ‘safe’ as cash, without actually being currency. As the ‘moneyness’ declines, investors expect to receive more compensation in return, resulting in a higher yield.

We can argue that in Japan, with near-zero interest rates being offered on retail deposits, the ‘convenience yield’ becomes more relevant and tangible. If interest rates were markedly higher, then the opportunity cost of holding cash might even become punitive at some point. However this is not the case today and unlikely to be so well into the medium term. Separately, beyond ‘moneyness’, in an environment of very low or negative durable goods inflation, the purchasing power of cash is preserved or can even increase. As we have shown earlier, some components of inflation in Japan have indeed shown a material increase – but durable goods, which are generally ‘big ticket items’ for households, have not. We would argue that daily, regular consumption inflation (e.g. food, fuel and basic services) has less relevance in motivating households whether to hold more or less cash. This is not the case with big ticket items, which result in a material, discrete decision-making process.

Another very important but subtle feature about

cash (and all ‘safe assets’ in general) is that the cost to procure ‘private information’ about its value is extremely low. In other words, safe assets (in particular cash) is traded on a ‘no questions asked’ (NQA) basis³. As financial instruments become increasingly risky, it follows that the cost to collect information about them all else being equal, is higher. Good examples of this would be private equity investments, where the long holding periods and high uncertainty about individual assets normally result in investors being willing to pay high fees to managers and or due diligence costs. More commonly, however, direct equity and bond investments carry with them differing costs to acquire information about them. For example, the costs to learn about emerging markets small cap stocks would be very different than those to learn about Japanese, American or European blue chips, however the return expectations should be commensurate with those differences as well.

In the current context, the cost of information is extremely relevant. The IMF maintains that innovations in finance, such as index linked funds, have lowered costs, but at the same time they create new risks⁴. This is because investors have not engaged in ‘costly information collection’, but instead may be lulled into a false sense of security by relying on the diversified nature of many of such financial innovations. Financial innovation, especially those based on diversification, can therefore create a moral hazard problem, whereby investors take on excessive risks without necessarily being aware of their actions. Specifically, an event may trigger the rapid collection of information about an instrument, causing a wave of distressed selling as investors now know more than previously or collectively re-assess the risk and return profile of an investment.

This echoes what occurred in the US Subprime Crisis: structured notes linked to risky mortgages were thought to be relatively safe, owing to their (allegedly) diversified nature. In retrospect, holders of these instruments discovered that the risks were indeed more concentrated than they realised.

² Ibid

³ Ibid

⁴ Financial Innovation and Risk, The Role of Information, IMF Working Paper, Roberto Piazza, November 2010

それにしても、現金保有の適切、過少、過多とはどれくらいなのでしょう。日本の家計は、日常生活に必要と考えられる金額を大幅に上回る現金残高を持っています。またショックに対する緩衝材として合理的に必要と考えられる量をも上回っていることは間違いありません。現金を選好するひとつの理由は現金の持つ「コンビニエンス・イールド」(ここでは現金を持つことによって得られるメリット)があります。これは金銭的なリターンではないので、その価値を簡単に測定することはできません。しかし、1926年から2008年を調べた研究を見ると、米国債の利回りが同じ安全性を持たない債券よりも約73ベースポイント低くなったのは、その属性として「コンビニエンス・イールド」があるからだと論じています²。このことは抽象的ではありますが「コンビニエンス・イールド」が実際に存在することを物語っており、期間を長く考えるほどその存在は明らかとなります。「コンビニエンス・イールド」のもうひとつの定義は、格付けがAAAの政府発行債券が高いレベルの「貨幣性」を有しているということです。つまり、この債券は通貨として流通していなくとも、実際には現金と同等の「安全性」を持つとみなされています。「貨幣性」が落ちるのに伴い、その代わりとして投資家が期待する見返りが大きくなり、結果的に利回りの上昇につながります。

日本では個人預金金利がほぼゼロであるため「コンビニエンス・イールド」はその意味を増し、より実感できるようになっているでしょう。もし金利が著しく上昇すれば、資産として現金を保有することは痛手となりえますが、ゼロ金利の続く現時点でこれは問題ではなく、おそらく中期的に見てもその可能性は低いでしょう。「貨幣性」の話は別としても、耐久財の物価上昇率が非常に低いもしくはマイナスになっている環境では、現金の購買力は保持され、場合によっては高まる可能性もあります。そして先に述べた通り、デフレ下の日本でも値段が上昇している物はいくつかあるのですが、一般的に高額商品と呼ばれる耐久財については、価格上昇の兆しは見られないのです。当社の見解では、家計で現金保有残高を増やすか減らすかを決定する時に、日常的に購入する生活必需品(食料、燃料、基本サービスなど)の値上がりはあまり重要性が高くありません。しかし高額商品の値上がりは、意思決定プロセスに大きな影響を与えます。

もうひとつ、非常に重要ながら捉えづらい現金(「安全資産」全般も含む)の特徴を挙げると、その価値についての「非公開情報」がほとんど存在しないということです。言い換えると、安全資産(特に現金)は基本的に「無条件」(NQA, No Questions Asked)で取り引きされています³。金融商品のリスクが高まるに連れて、当然ながらその商品についての情報収集コストも高くなります。この良い例がプライベートエクイティへの投資です。プライベートエクイティは保有期間が長く、個別の資産についての不確実性が高いため、通常は投資家も運用報酬やデューデリジェンスの費用に対して高いお金を積極的に支払います。もっと身近なところでは、株式や債券へ投資する時には手数料などの直接コストだけでなく、情報を取得するための間接コストが必要となります。例えば、新興国市場の小型株について学ぶためのコストは、日本や米国、欧州の優良銘柄のコストよりも高くなります。そしてリターンの期待値はその高いコストと釣り合いの取れたものでなければなりません。

これを現状に当てはめると、情報コストは現実的な問題に直結しています。IMFの主張によると、指数連動型投資信託の登場など金融の技術革新はコストを引き下げたものの、同時に新たなリスクも生み出しているとしています⁴。このリスクとは投資家が「コストのかかる情報収集」をせず、代わりに金融の技術革新が持つ投資の分散投資効果によって安全性が確保できているという誤った思い込みを持ち始めていることです。このような金融の技術革新に関して、特に分散投資に基づくものはモラルハザードの問題を生む可能性があります。つまり投資家は自らの投資行動を正しく認識することなく、過剰なリスクを負ってしまうことがあり得るのです。するとあるイベントをきっかけに、今まで理解していなかったいくつもの情報を知ることとなった投資家、また投資のリスクとリターンを考え直さなければならなくなった投資家によって投売りが引き起こされてしまうことがあります。

これは米国のサブプライム危機のときに起こったことと同じです。リスクの高い住宅ローン関連の仕組債は、(真偽はともかくとして)その分散化された性質上、比較的安全だと考えられていました。後から振り返った結果、これらの証券の保有者はリスクが自分たちの理解よりも分散されておらず、実際には集中していたことに気づきました。

² 同上

³ 同上

⁴ Financial Innovation and Risk, The Role of Information, IMF Working Paper, Roberto Piazza, 2010年11月

This is where the NQA quality of cash stands out: information about cash is essentially costless to acquire, but it does not carry any of the risks of low cost financial innovations, yet does not result in moral hazard. Another way to put this is that in essence, as an investor, 'you get what you pay for', except that with cash, you get safety and convenience yield at virtually zero opportunity costs when measured against interest rates. Under this conceptual framework, especially with the move to negative interest rates, the scale of Japanese cash holdings can be easily explained. It follows, however, to ask whether this is an optimal outcome under all circumstances.

Our basic stance is as follows: if the uncertainty regarding long-term interest rates or government bonds yields is high, then it makes sense to stay in cash and take advantage of its basic convenience

yield. If the portfolio is open to holding risky assets as well, then an approach that avoids benchmarks and is centred on managing yen-based currency risk makes the most sense. As a result, an investor might hold considerable levels of cash for a longer period of time, especially if there is a dearth of adequate risky assets to choose from. Rather than being tied to a benchmark that often necessitates being close to fully invested at all times, the investor can determine whether to be 'risk on' or 'risk off'. In the latter, it is assumed that the yen appreciates against most currencies and the purchasing power of a cash heavy portfolio increases, while its risky assets will suffer. In the former, the yen is likely to decline, whereas risky assets will tend to rally. In the absence of any currency hedging, selecting the right risky assets that should compensate for the yen's decline, all else being equal, is therefore the paramount goal.

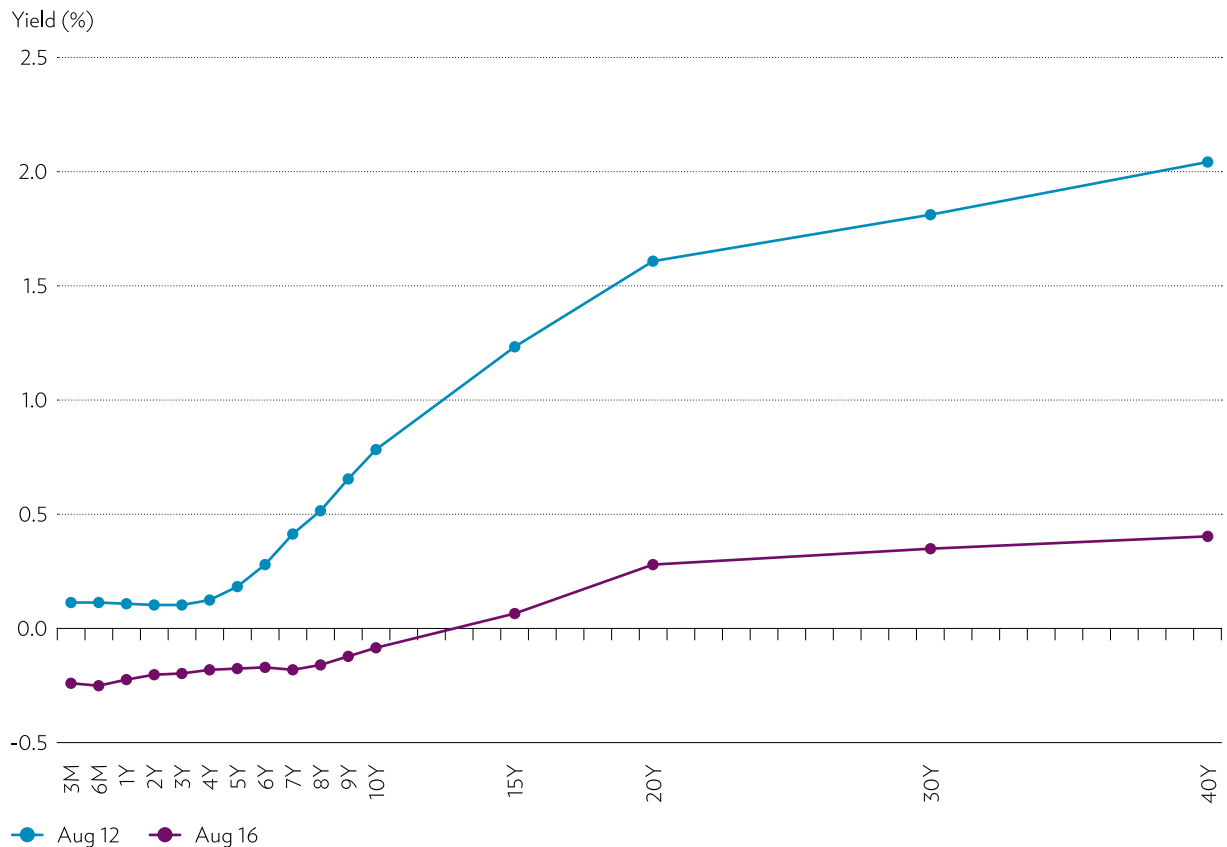


現金が持つ「無条件」(NQA)の特質について考えてみましょう。現金に関する情報は取得するのに費用がかかりません。したがって情報取得コストを削減するための金融イノベーションに伴うリスクも存在しません。したがって現金保有にはモラルハザードが起きないのです。言い方を変えてみると、本質的に投資家は“支払った分だけのものを手にする”のですが現金は例外となります。金利を基準とした機会費用が実質的にゼロとなる中(金利はゼロ)、現金の保有は安全と同時にコンビニエンス・イールドも得ることができるのです。この概念的枠組を使えば、マイナス金利に向かって動いている現状において、日本の現金保有残高が大きくなっているからくりを簡単に説明できます。しかし当然ながら、あらゆる状況において現金の保有が最適の結果をもたらすわけではないでしょう。

当社の基本的スタンスは次のとおりです。仮に長期金利または国債利回りに関する不確実性が大きい場合は現金を選好し、

そのコンビニエンス・イールドを利用するのが合理的です。もしポートフォリオにリスク資産を保有する余裕がある場合は、ベンチマーク運用を避け、円ベースの為替リスク管理を中心とするアプローチがもっとも合理的と思われます。この結果、投資家はかなりの多くの現金を長期にわたり保有する可能性もあります。適切なリスク資産の選択肢が乏しければなおさらです。また常時ほぼ全額を運用することの多いベンチマーク運用に縛られることなく、投資家は「リスクオフ」か「リスクオン」のいずれかを判断することが必要となります。「リスクオフ」の場合、対主要通貨で円高が進み、現金比率の高いポートフォリオの購買力が高まる一方、リスク資産は苦戦することが想定されます。「リスクオン」となれば円は下落する可能性が高く、リスク資産価格は上昇するでしょう。したがって、為替ヘッジをまったく行わない場合は、円安の埋め合わせとなる適切なリスク資産を選定することが重要となります。



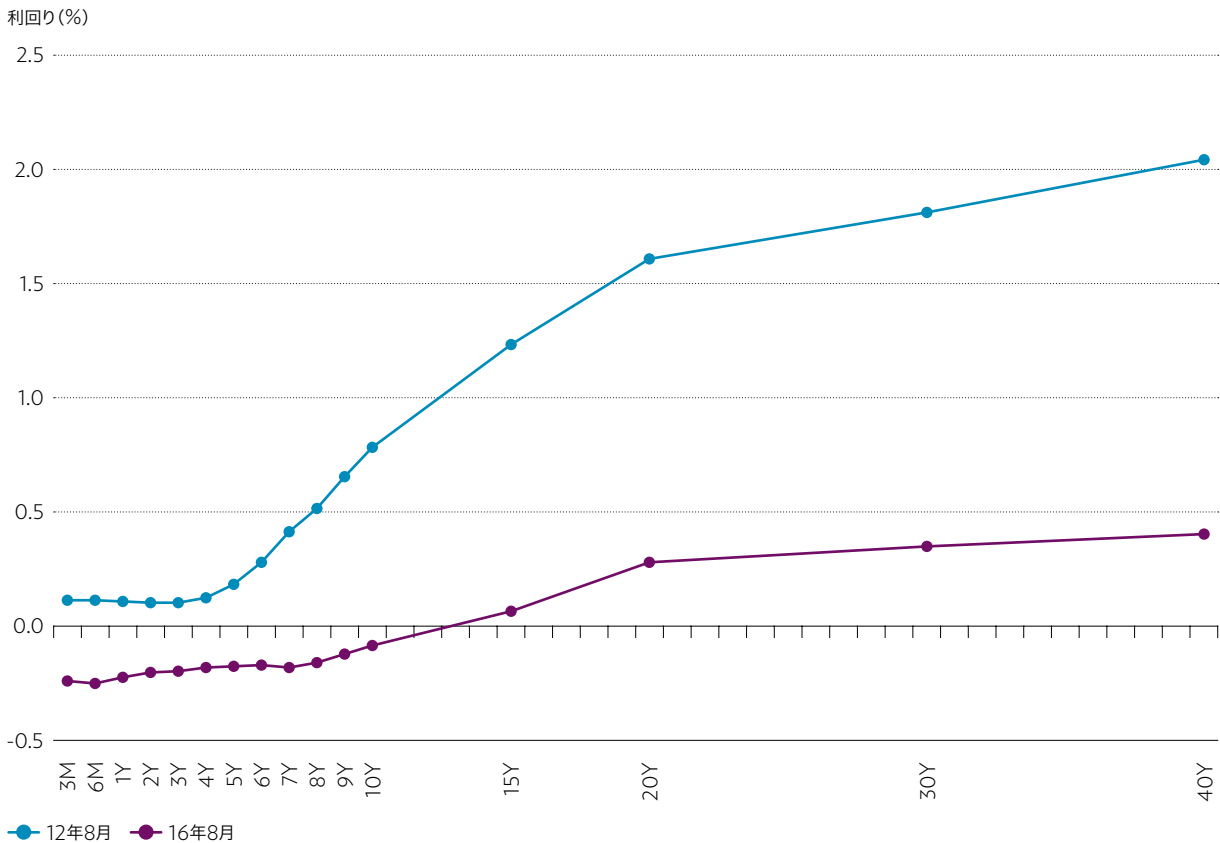
Chart 3: Japanese government bond yield curve

Source: Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

The above implicitly raises another point: the relationship between active and passive investments. The rise in passive investments, such as ETFs and index-linked instruments, means that about one third of US retail assets are now represented by these products. Underscoring this surge is the idea that active investment strategies are compelling from a cost-benefit perspective. However, paralleling the

rise in ETFs has been the assets under management at private equity firms, which amounts to around USD 4 trn. In direct contrast to passive investments, normally private equity investments carry considerably higher costs. What these two facts together seem to tell us is that investors are willing to pay for the costly collection of private information that creates the capacity for returns, but selectively so.

図表 3: 日本国債のイールドカーブ

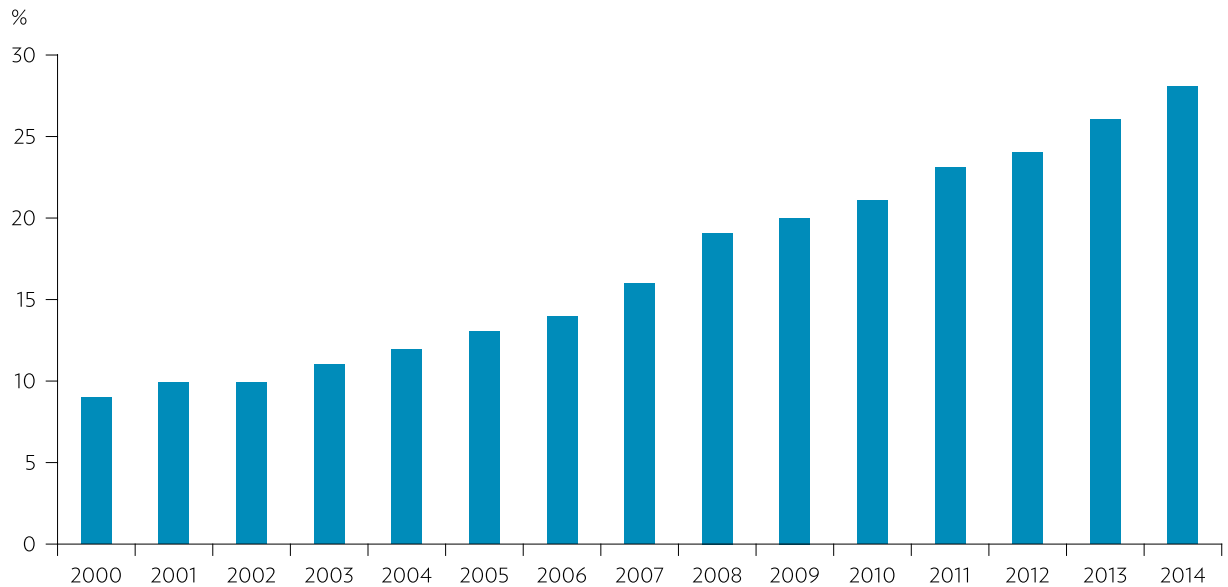


出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ジュリアス・ベア

以上のことから、暗黙的にあるポイントが浮上します。すなわち、アクティブ運用とパッシブ運用との関係性です。ETFやインデックス連動型商品などのパッシブ運用の台頭により、米国の個人資産のおよそ3分の1が現在この類の商品に相当するという状況に至っています。このような急増の背景には、費用対効果の観点からアクティブ運用は敬遠されていることがあります。しかしこのようなETFの台頭と並行してプライベートエクイテ

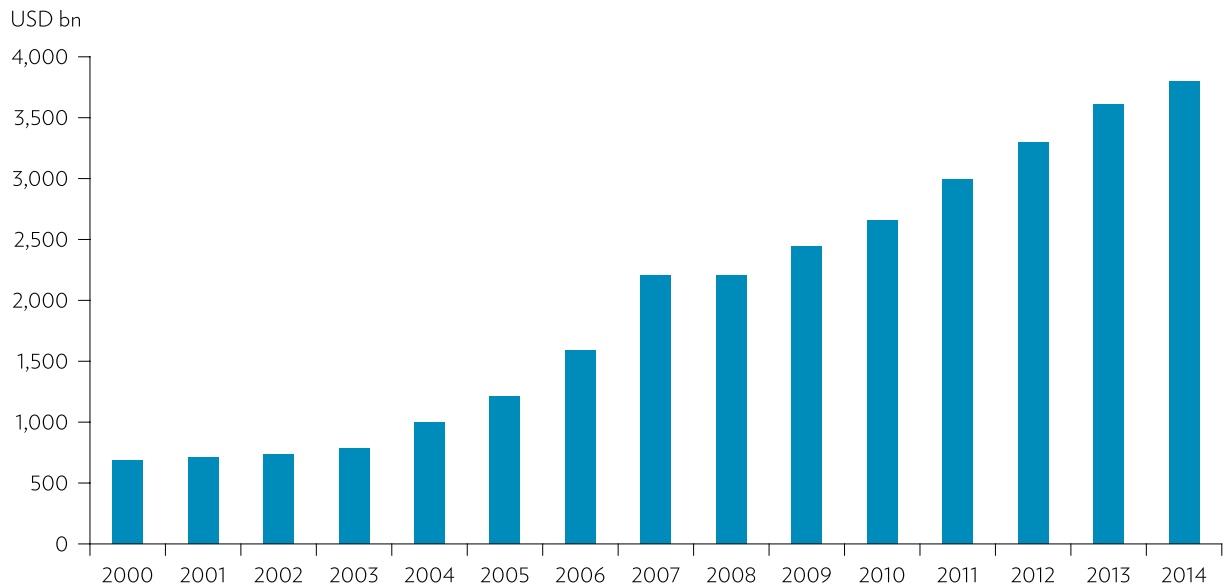
ィで運用される資産も増えてきており、その金額は4兆米ドル近くにのぼっています。パッシブ運用との直接的な比較として、プライベートエクイティ投資はコストがかなり高くなるのが通常です。これら2つの事実が教えて给我们的ことは、リターンを生む力をつけてくれる非公開情報の収集のためならば、投資家は高いお金を支払うこともいとわないということです。ただし、選択は慎重に行なわれます。

Chart 4: The share of US retail assets in ETF and index-linked funds



Source: Citi Research, Julius Baer

Chart 5: Assets under management at private equity firms

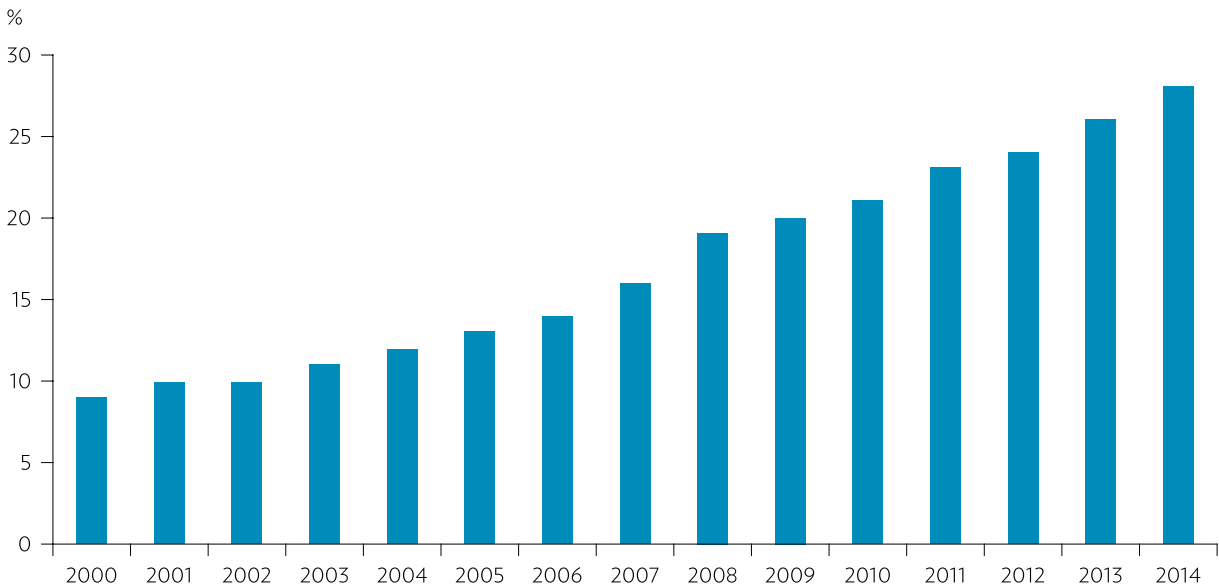


Source: UBS Investment Bank, Preqin, Julius Baer

We would apply the same philosophy to a Japan-based portfolio: some instruments, especially those that require specialist knowledge to invest in, are worth making active bets in, whereas others that offer mostly just beta to a portfolio, should and can be done at a low cost. The anchor asset should remain cash, which offers the portfolio a 'safe harbour' from which to enter into risky assets, while preserving value at times when the yen appreciates.

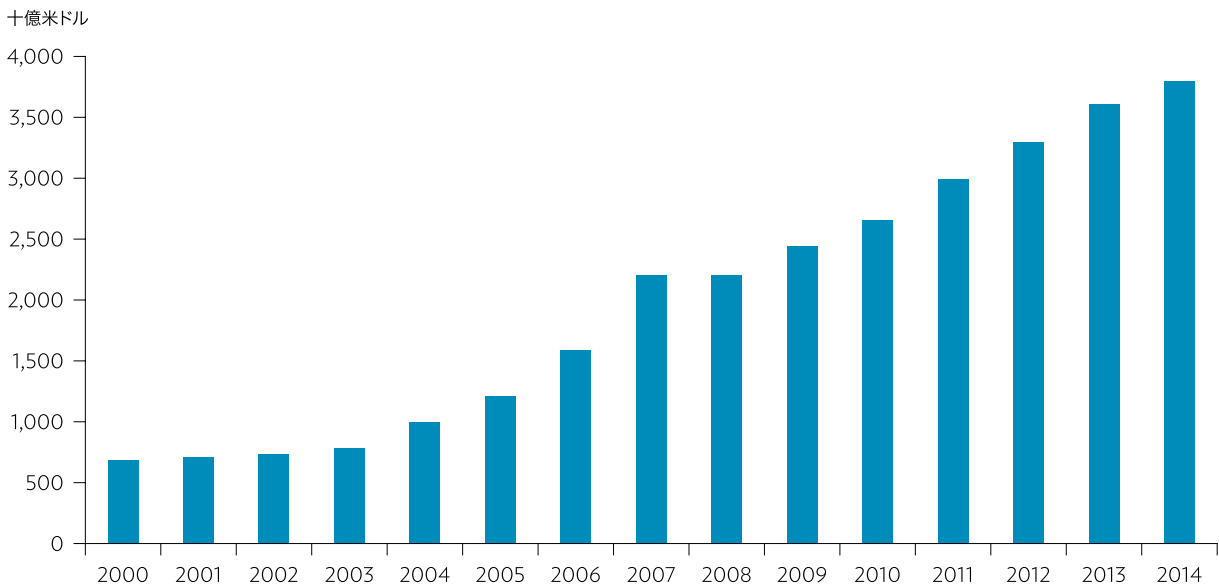
In conclusion, the high levels of cash seen in household and corporate asset allocations are well ahead of transactional and precautionary needs, but likely reflect uncertainty about the direction of long-term yields. In such an environment, the convenience yield of cash can and should be supplemented with forays into risky assets, on the basis that yen volatility is the primary risk factor that can threaten performance.

図表 4: 米国における個人資産に占めるETFとインデックス連動ファンドの割合



出所: シティ・リサーチ、ジュリアス・ベア

図表 5: プライベートエクイティの運用資産座高



出所: UBSインベストメント・バンク、ブレキン、ジュリアス・ベア

当社では、日本中心のポートフォリオに対しても同じ理念を適用します。金融商品の中には、投資に高度な専門知識を必要とし、積極的に投資する価値のあるものもあれば、ポートフォリオのベータ値を上げるだけでコストが低くあるべきものもあります。運用の中心は現金であることに変わりはありません。現金はポートフォリオの「安全な避難所」となり、これがリスク資産への投資の出発点となる一方で、円高に振れた場合には価値を守る役割を果たします。

結論として、家計や企業の資産配分に見られる高水準の現金残高は、将来の取引や何かあったときの予防として必要な金額を大きく超えています。これは長期金利の方向性について確信がないことを反映しているのかもしれませんが。このような環境においては、円のボラティリティが最も大きなリスク要因であるとの前提で、現金のコンビニエンス・イールドを補うためにリスク資産に手を出してみることも可能であり、またそうすべきであると考えています。

CONCLUSIONS

Despite being almost a decade since the Global Financial Crisis, the consensus among investors that a recovery has come full circle has yet to be formed with confidence. This is evidenced by the seemingly contradictory sign posts regarding the state of the global economy including Japan. In Japan's case, there is clear dynamism in part of the economy, but global investors remain unsure how to best tackle the realities of population ageing.

Indeed, the certainty of the world's continued ageing demographic profile is contrasted by the lack of consensus on the best policy steps that should be implemented as a consequence. Likewise, debate continues as to how ageing populations impact inflation over time. Understanding this particular issue is of profound importance in Japan, where policy makers have clear inflation goals and at the same time, societal ageing is globally the most pronounced.

Investors in Japan find themselves in the midst of important fiscal challenges and innovative monetary policy, which in part has served to pull market yields on government bonds into negative territory. As market yields have been falling for many years, investors are invariably highly uncertain of its future path and hence hold considerable levels of cash in their portfolios. One solution is to increase the exposure to international assets where the inflation and growth dynamics are more conducive to generating positive portfolio returns. At the core of this process is managing the foreign exchange risks that will arise as a result.

結論

世界金融危機から10年近くが経過しましたが、経済が完全に元通りになるまでに回復が進んだとするコンセンサスが投資家の間で形成されているとは、まだ確信をもって言い切れません。その証拠に、日本を含む世界経済の状態に関して、一見すると矛盾した指標が出ています。日本の場合、経済の一部には明らかに活気が出て来ました。しかし、世界の投資家は日本の高齢化という現実にとどのように対処すればいいのか、まだ確信を持っていません。

人口統計学的に世界全体の高齢化が進むことは確実とされていますが、それに対し講じられるべき最善策のコンセンサスはまだないのが現状です。同様に、高齢化がインフレにどのような影響を及ぼすかについても、議論が続いています。政策決定者が明確なインフレ目標を持ち、社会の高齢化が世界的に最も顕著な日本では、このような高齢化問題を理解することが重要となります。

日本の投資家は自国が重大な財政問題を抱えていることに気づいており、講じられている非伝統的な金融政策が国債の利回りをマイナス圏に押し下げている一因であることを認識しています。国債の利回りは長年にわたり下げ基調にありますが、投資家は日本の将来の道筋について強い不信を抱いており、各自のポートフォリオにかなりの水準の現金を保有しています。解決策のひとつはインフレと成長がポートフォリオのリターンをプラスに導いてくれるような国々に投資し、海外資産のエクスポージャーを増やすことです。このプロセスで最も大切なことは、増加させた海外資産によって大きくなった為替リスクを適切に管理することです。

IMPORTANT LEGAL INFORMATION

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

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

Services and/or products mentioned in this publication may not be suitable for all recipients and may not be available in all countries. **Clients of Julius Baer are kindly requested to get in touch with the local Julius Baer entity in order to be informed about the services and/or products available in such country.**

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

Although the information and data herein are obtained from sources believed to be reliable, no representation is made that the information is accurate or complete. Julius Baer does not accept liability for any loss arising from the use of this publication. **This publication 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 marketing publication is provided to an External Asset Manager or an External Financial Advisor, Julius Baer expressly prohibits that it is redistributed by the External Asset Manager or the External Financial Advisor and is made available to their clients and/or third parties. By receiving any marketing publication, the External Asset Managers or the External Financial Advisors confirm that they will make their own independent analysis and investment decisions, if applicable.

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

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

Japan:**<Important Information>****Investment Management Agreement**

- As Julius Baer Wealth Management Ltd. invests clients' assets into domestic and overseas securities in accordance with the investment management agreement with each client, the principal is not guaranteed and the investments cause losses to the assets invested. The profits and the losses as a result of investment management are all attributed to each client's account in principle.
- Domestic and overseas stocks, bonds, investment trust funds including REITs, commodities and derivative products such as stock, bond and interest rate futures are included as the investment universe by investment management agreement. Therefore, the evaluation of portfolio is exposed to risks of loss caused by the fluctuation of prices in those assets invested. Clients' portfolio is also exposed to currency risk, in case assets are denominated in other currencies than the base currency.
- Please read carefully 'Document to Read Prior to the Execution of Investment Management Agreement' with regard to fees and expenses associated with the investment management.

<Data and Information>

- The information including market data and forecast on this report are historical data on economy and markets and estimation and outlook by us and do not guarantee nor indicate the trend in the future. This report is written based on the information which we believe to be credible. However, we do not guarantee the accuracy and the completeness of it.
- It is prohibited to copy, photocopy nor re-distribute all of or part of this report without the prior written consent by us.

<Other Important Information>

- Investment management agreement does not guarantee the principal of the investment assets as bank deposits and is not subject to the bank deposit insurance and to the investor protection funds.
- It is entirely up to the clients' decision and discretion to execute investment management agreement after careful reading of aforementioned 'Document to Read Prior to the Execution of Investment Management Agreement'.
- The 'Cooling-off Period' provided by the Article 37-6 of the Financial Instruments Exchange Act is not applied to the investment management agreement.
- The fact that clients accept the execution of investment management agreement or not does not affect other business relationships between the clients and Julius Baer Wealth Management Ltd.

This report is made by Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and Julius Baer Wealth Management Ltd. and is not a statutory disclosure document based on the Financial Instruments Exchange Act.

Registered Name: Julius Baer Wealth Management Ltd.

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

Member of Self-regulatory Organization: Japan Investment Advisors Association

Singapore: this publication is available from Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, for accredited investors only. As Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, has a Unit exemption under Section 100(2) of the Financial Advisers Act, Cap. 110 of Singapore (the FAA), it is exempted from many of the requirements of the FAA, amongst others, the requirement to disclose any interest in, or any interest in the acquisition or disposal of, any securities or financial instruments that may be referred to in this publication. Further details of these exemptions are available on request. This publication has not been reviewed by and is not endorsed by the Monetary Authority of Singapore (MAS). Any document or material relating to the offer or sale, or invitation for subscription or purchase, of securities or investment funds (i.e. collective investment schemes) may not be circulated or distributed, nor may such securities or investment funds be offered or sold, or be made the subject of an invitation for subscription or purchase, whether directly or indirectly, to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor under Section 274 or 304 respectively of the Securities and Futures Act, Cap. 289 of Singapore (the SFA), (ii) to a relevant person (which includes an accredited investor), or any person pursuant to Section 275(1A) or 305(2) respectively, and in accordance with the conditions specified in Section 275 or 305 respectively of the SFA, or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA. In particular, for investment funds that are not authorised or recognised by the MAS, units in such funds are not allowed to be offered to the retail public; any written material issued to persons as

aforementioned in connection with an offer is not a prospectus as defined in the SFA and, accordingly, statutory liability under the SFA in relation to the content of prospectuses does not apply, and investors should consider carefully whether the investment is suitable for them. Please contact a representative of Bank Julius Baer & Co. Ltd., Singapore branch, with respect to any inquiries concerning this publication. Bank Julius Baer & Co. Ltd. is incorporated in Switzerland.

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, 2016



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

JULIUS BÄR
WEALTH MANAGEMENT AG
Head Office
Seestrasse 52, 8703 Erlenbach
Switzerland
Telephone +41 (0) 44 914 1000
Fax +41 (0) 44 914 1005

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

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