

2017年の日本経済見通し

2017 Japan Economic Outlook

菅野雅明

経済調査部長

JPモルガン証券株式会社

Masaaki Kanno

Head of Economic Research

JPMorgan Securities Japan

アナリストによる保証および米国以外のアナリストのディスクロージャーを含む重要なディスクロージャーに関しては本リサーチ末尾をご覧ください。

See the end pages of this presentation for analyst certification and important disclosures

2017年の日本経済予測 (カッコ内は2016年実績見込み)

成長率加速: 1.5% (1.0%)

失業率低下: 2.9% (3.1%)

インフレ率は小幅上昇: 0.6% (-0.3%)

経常黒字縮小(対GDP): 2.7% (3.6%)

財政の景気押上げ: 0.5%pt (-0.1%pt)

為替レート: 106円/ドル (108円/ドル)

日銀: 大幅な政策変更せず、現在のイールドカーブコントロール継続

中期的課題: 雇用改革、社会保障改革

Forecast on 2017 Japan economy (2016 in parenthesis)

Rise in growth rate: 1.5% (1.0%)

Fall in jobless rate: 2.9% (3.1%)

Modest rise in inflation rate: 0.6% (-0.3%)

C/A surplus (vs GDP): 2.7% (3.6%)

Fiscal thrust: 0.5%pt (-0.1%pt)

FX rate (USD/JPY): 106 (108)

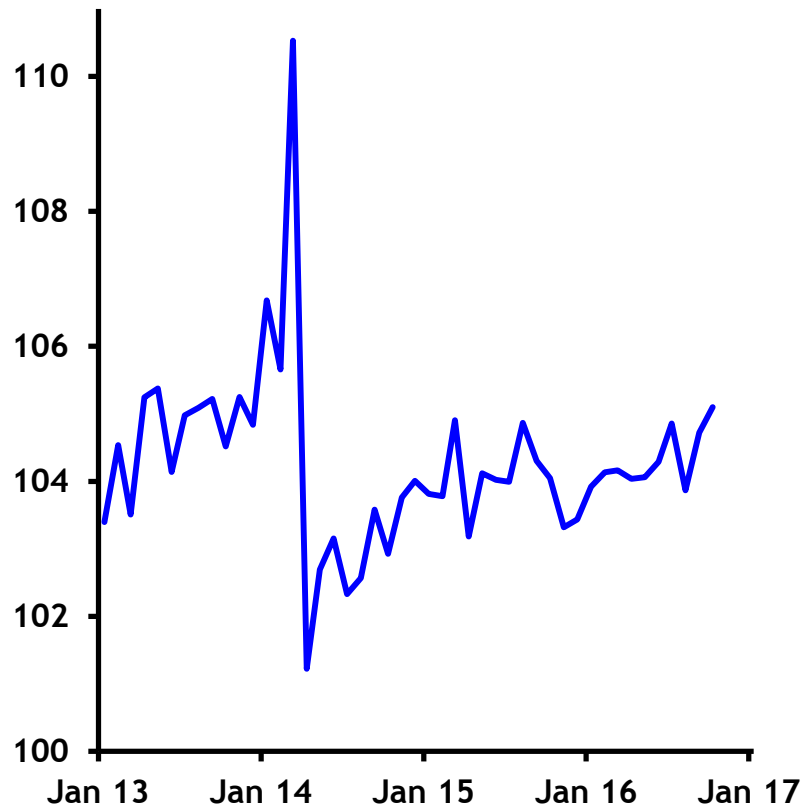
BoJ: No policy change, keeping the yield curve control policy unchanged

Mid-term challenge: Labor and social security reform

個人消費：消費税増税後低迷

個人消費総合指数

2005=100

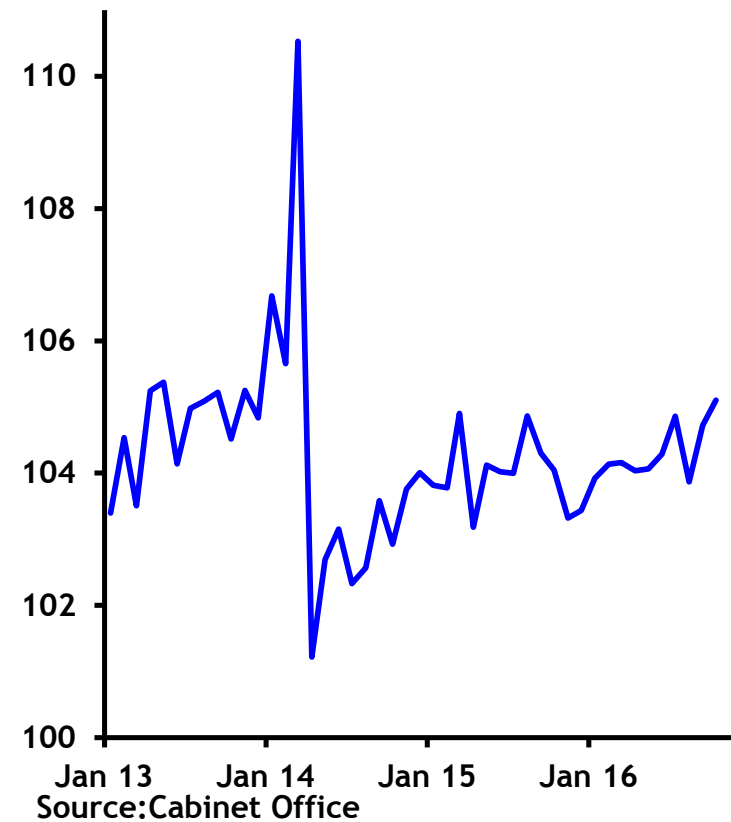


出所:内閣府

Consumption stagnated after VAT hike

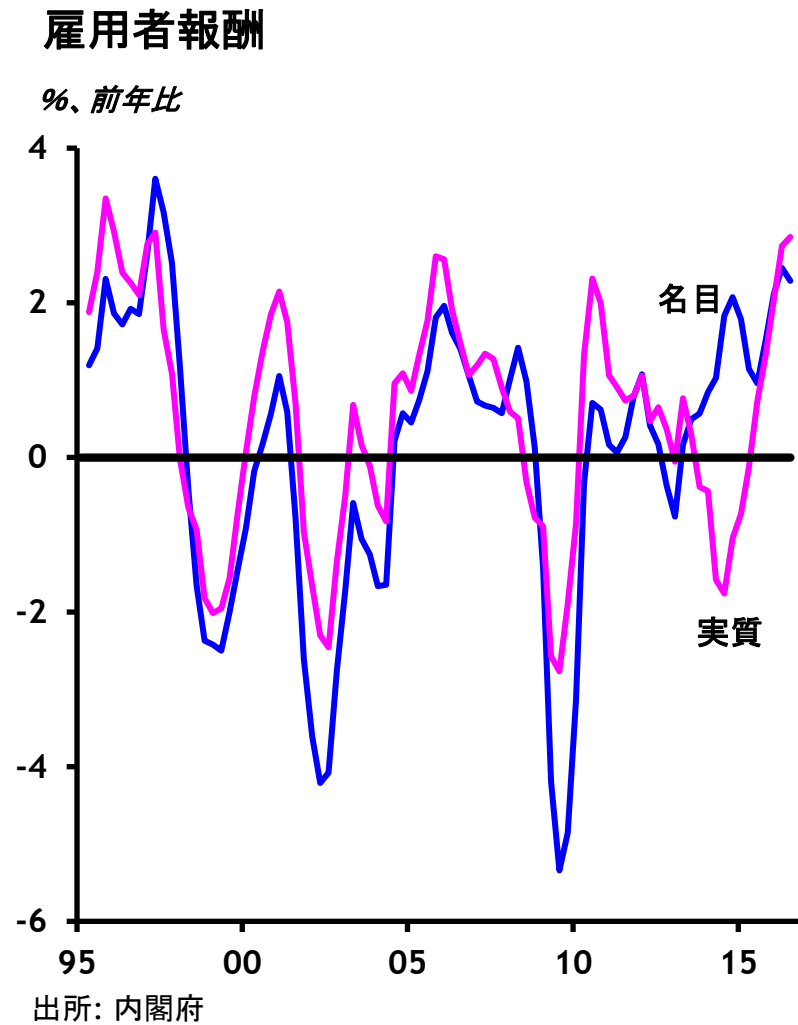
Private consumption index

2005=100, sa

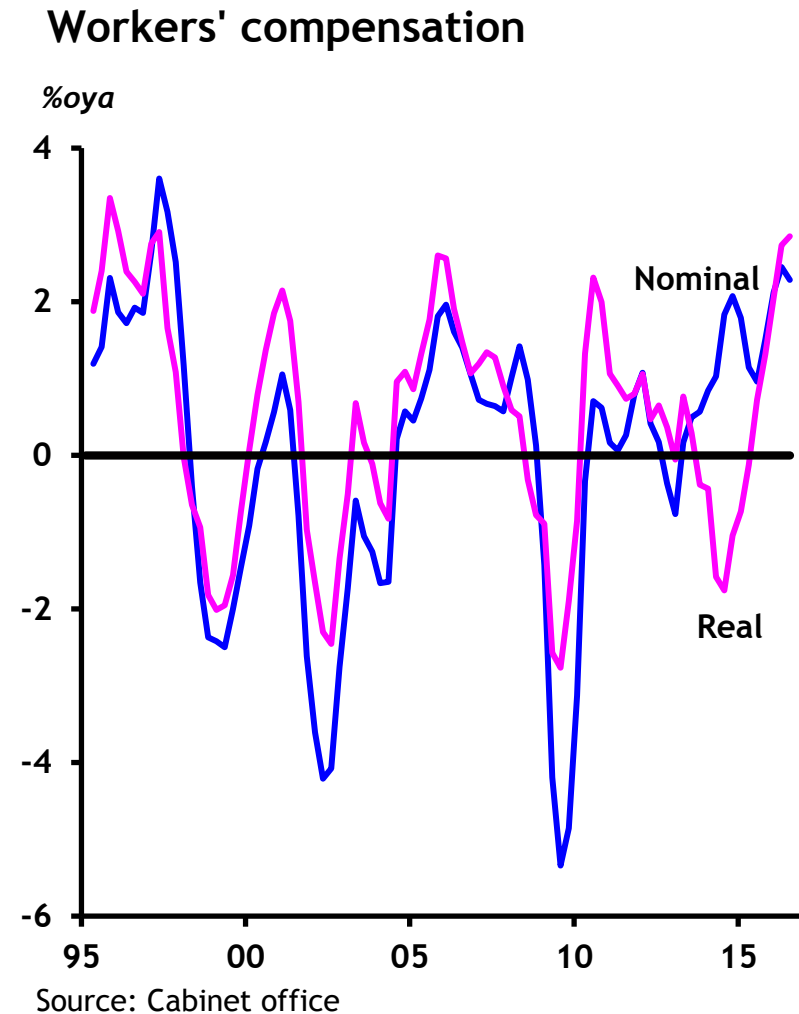


Source:Cabinet Office

ただし、雇用者所得は回復



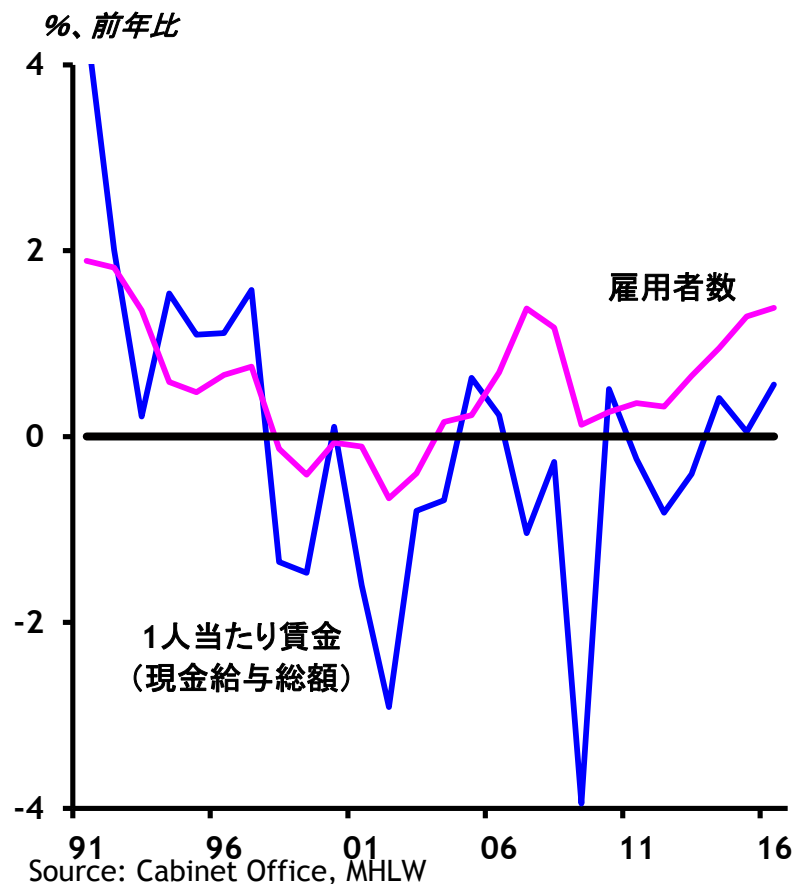
Though, workers' income grew steadily



賃金の伸びは緩やか、雇用者増加が貢献

Led by a rise in employment, while wage growth was modest

賃金と雇用者数



Wage and employment

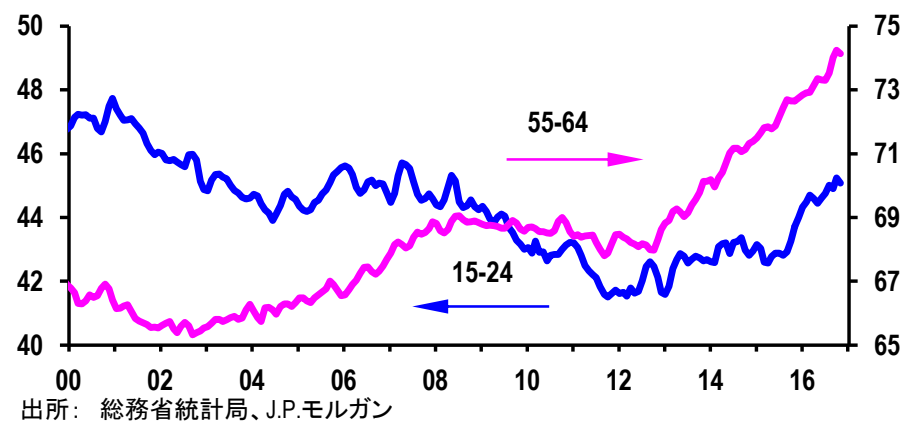


労働参加率が上昇

Labor participation rate rose

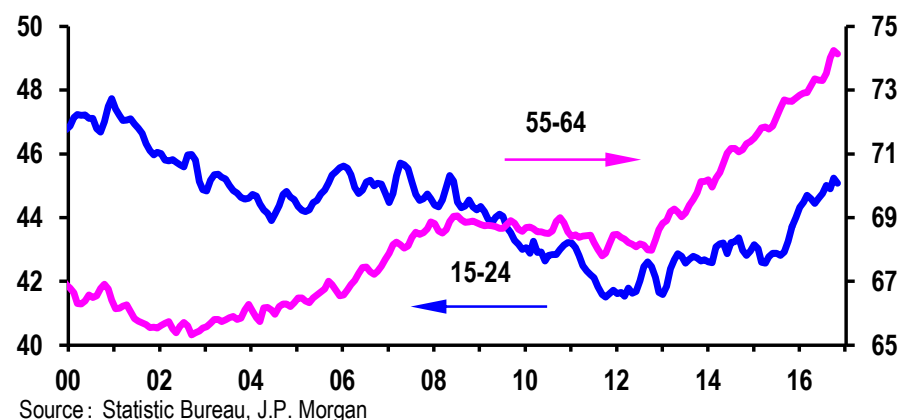
年齢別労働参加率

%、季節調整済み、3カ月移動平均、両軸



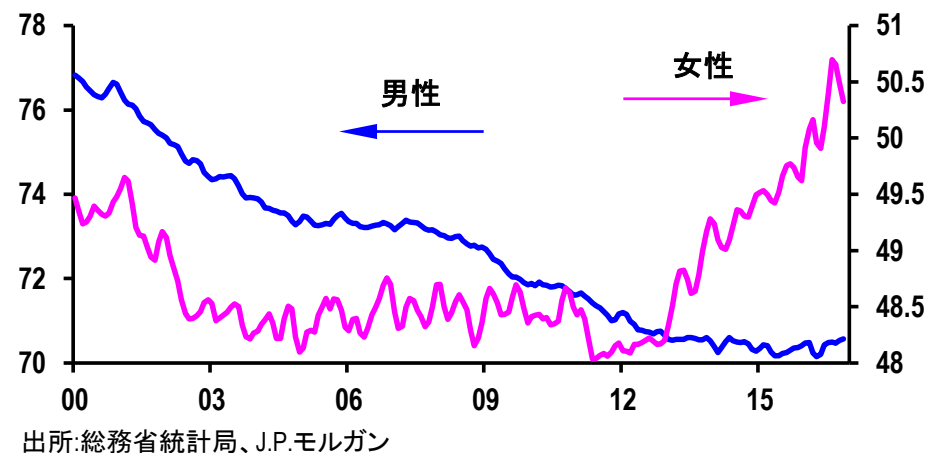
Labor participation rate by age group

%, sa by J.P. Morgan, 3mma, both sides



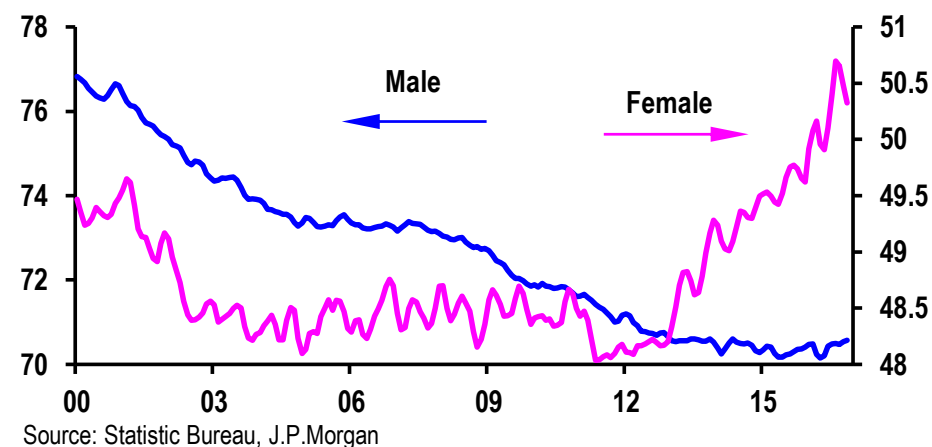
男女別労働参加率

%、季節調整済み、3カ月移動平均、両軸



Labor participation rate by gender

%, sa, both scales

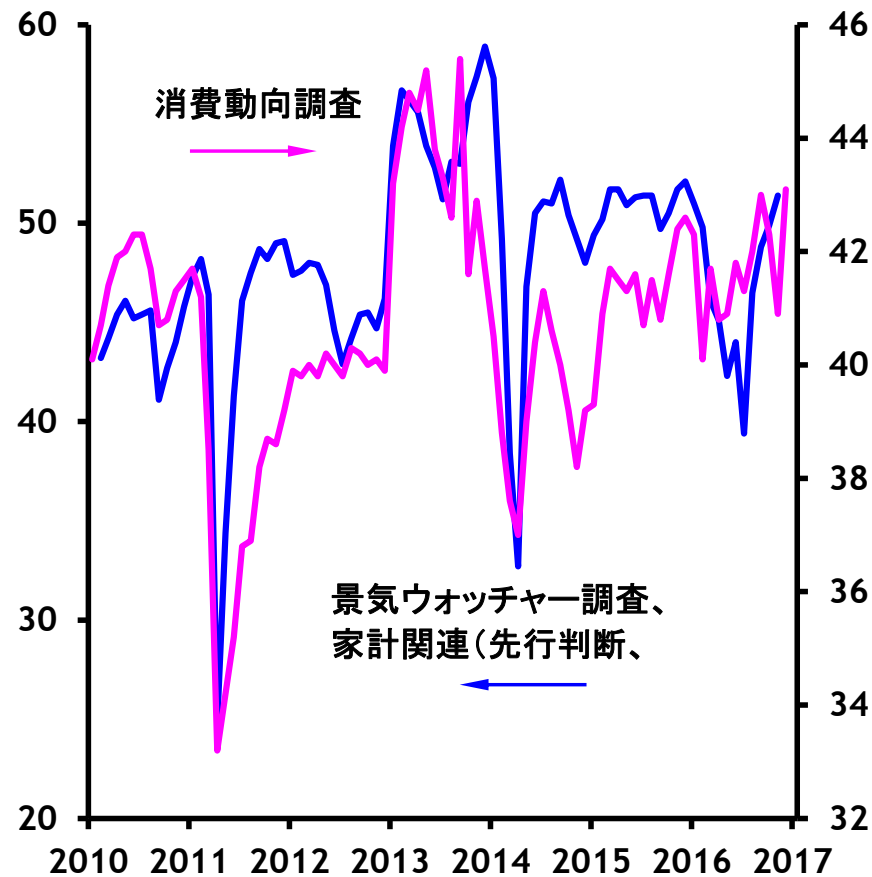


消費者マインドは回復傾向

Consumer confidence is improving

消費者マインド/消費関連サーベイ

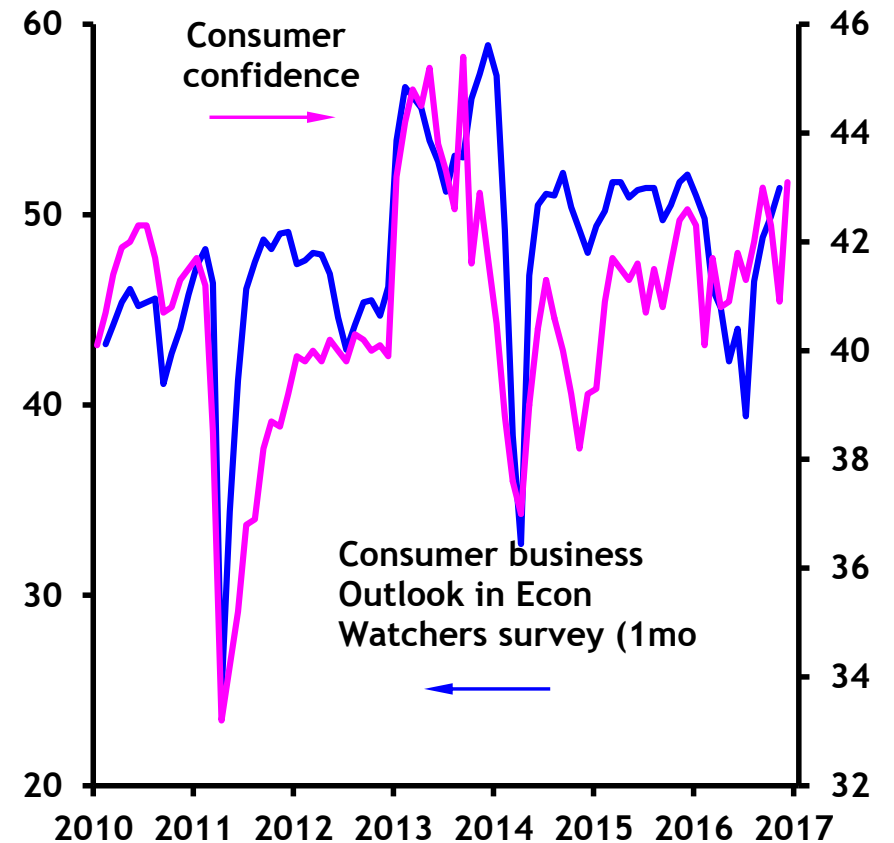
指数、季節調整済み、両軸



出所: 内閣府

Consumer sentiment & consumption survey

Index, sa, both sides



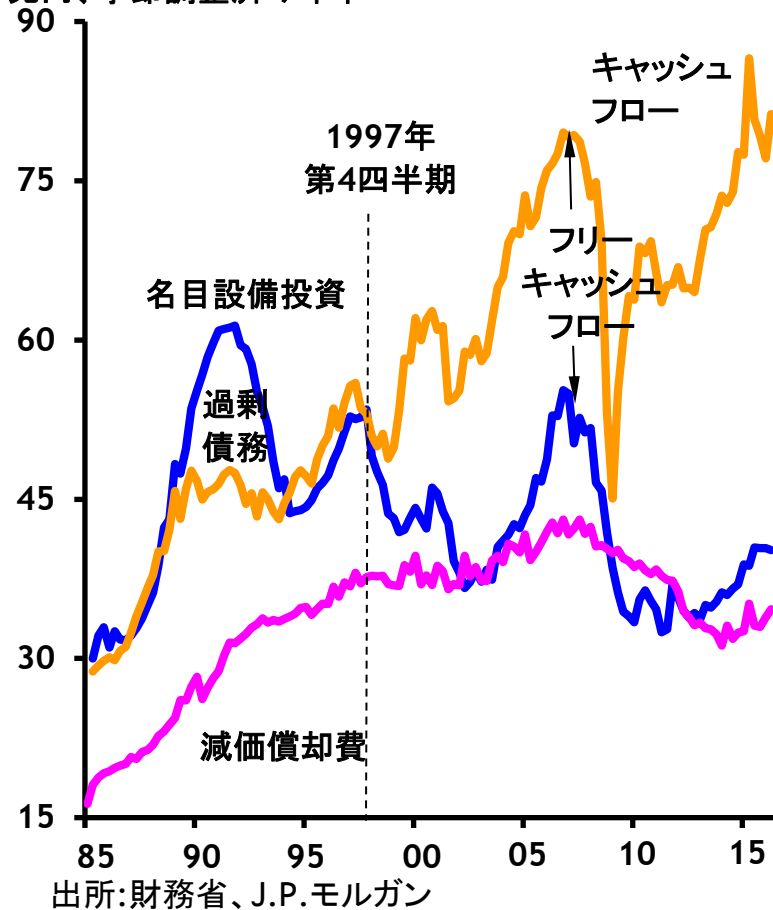
Source: cabinet Office

企業部門: 大幅増益も設備投資は低迷

Corporations: Capex grew slowly, while corp. profit surged

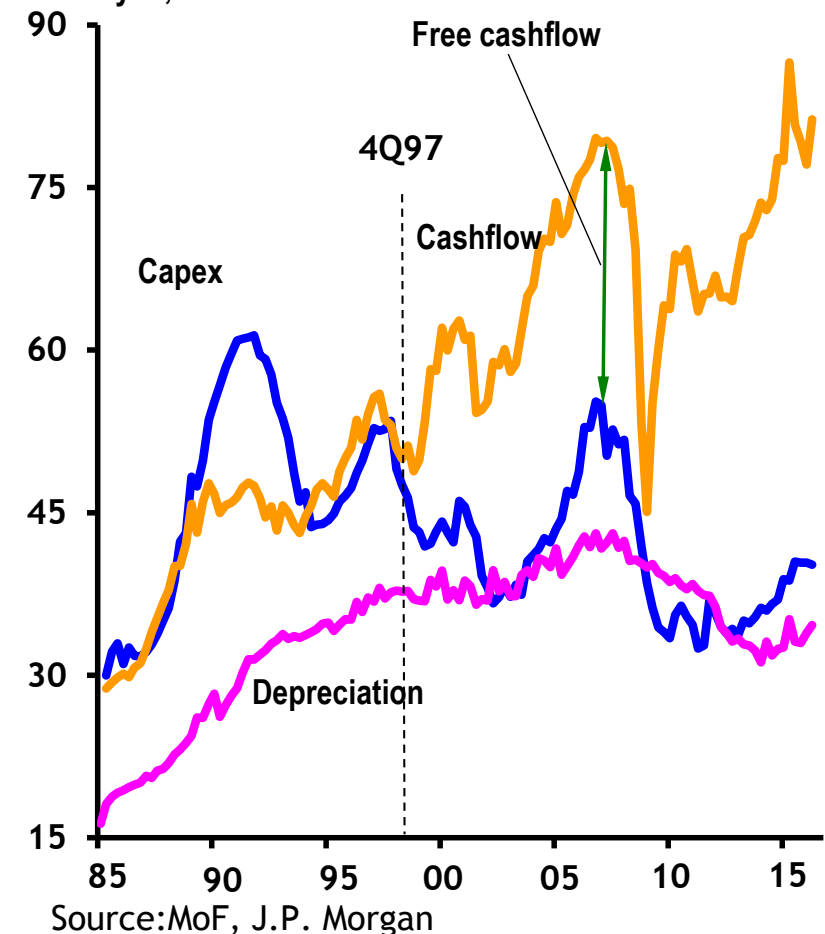
設備投資とキャッシュフロー(全産業)

兆円、季節調整済み年率



Cash flow and capex(all industries)

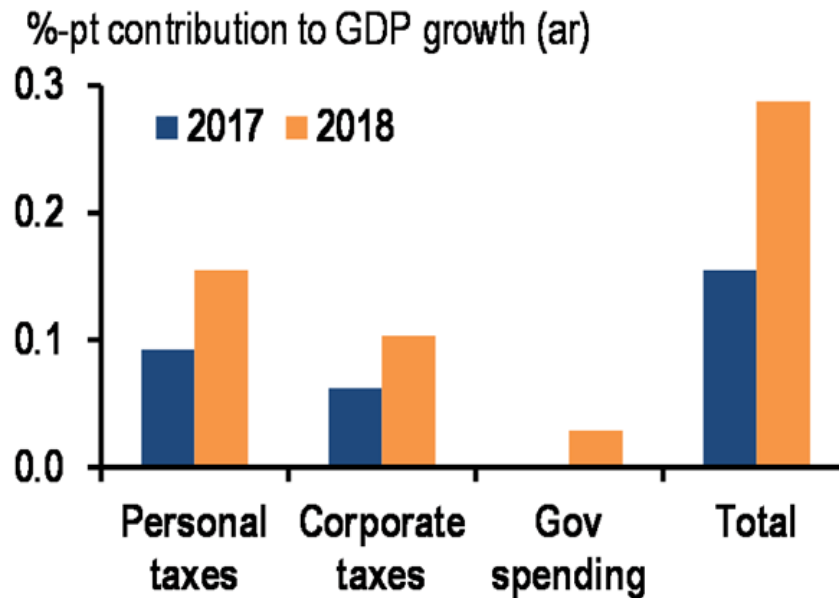
Trillion yen, saar



トランプ効果：米国GDPを計0.4% (17Q3～18Q4) 押し上げ

- 減税：法人税・所得税計2000億ドル（当初公約は5000億ドル）
- インフラ投資：計1500億ドル/5年（当初公約1兆ドル/10年）

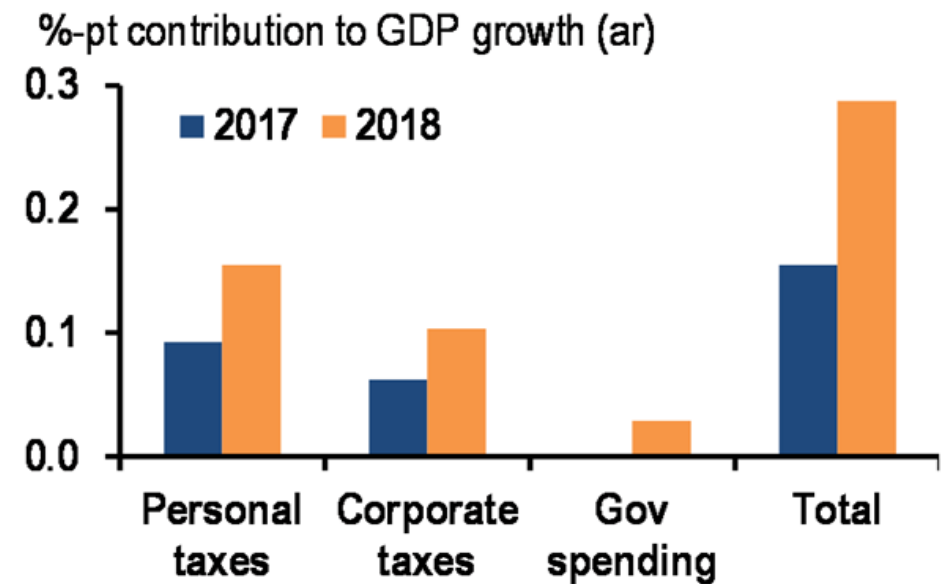
Figure 1: Estimated impact of Trump plan



Stimulative US fiscal policy to raise US GDP 0.4%pts in 2017/18

- Tax cut: Personal and corporate tax cut USD200bn (USD500bn in the initial plan)
- Infra structure spending: USD150bn/5yrs (USD1tn/10yrs in the initial plan)

Figure 1: Estimated impact of Trump plan



日本経済は米国景気回復から 大きな便益を享受

(%ポイント、4四半期累計)

	GDPが1%変化した場合			
	米国	ユーロ圏	日本	中国
世界経済	1.2	0.9	0.3	0.5
先進国	1.4	0.6	0.3	0.2
米国	--	0.3	0.3	0.0
ユーロ圏	1.3	--	0.2	0.4
日本	1.8	1.0	--	0.4
新興国	1.2	1.3	0.2	1.1
アジア	0.7	1.1	0.1	0.9
中南米	1.5	1.2	0.3	1.2
東欧、中東、 アフリカ	2.2	2.1	0.6	1.3

出所: J.P.モルガン

(注) 計測期間は2000年～2015年第2四半期

Japan to be a big beneficiary from the US economic growth

(%point、accumulative for four quarters)

	1% change of GDP in			
	US	EURO	Japan	China
Global	1.2	0.9	0.3	0.5
DM	1.4	0.6	0.3	0.2
US	--	0.3	0.3	0.0
Euro	1.3	--	0.2	0.4
Japan	1.8	1.0	--	0.4
EM	1.2	1.3	0.2	1.1
Asia	0.7	1.1	0.1	0.9
LATAM	1.5	1.2	0.3	1.2
EMEA	2.2	2.1	0.6	1.3

Source: J.P. Morgan

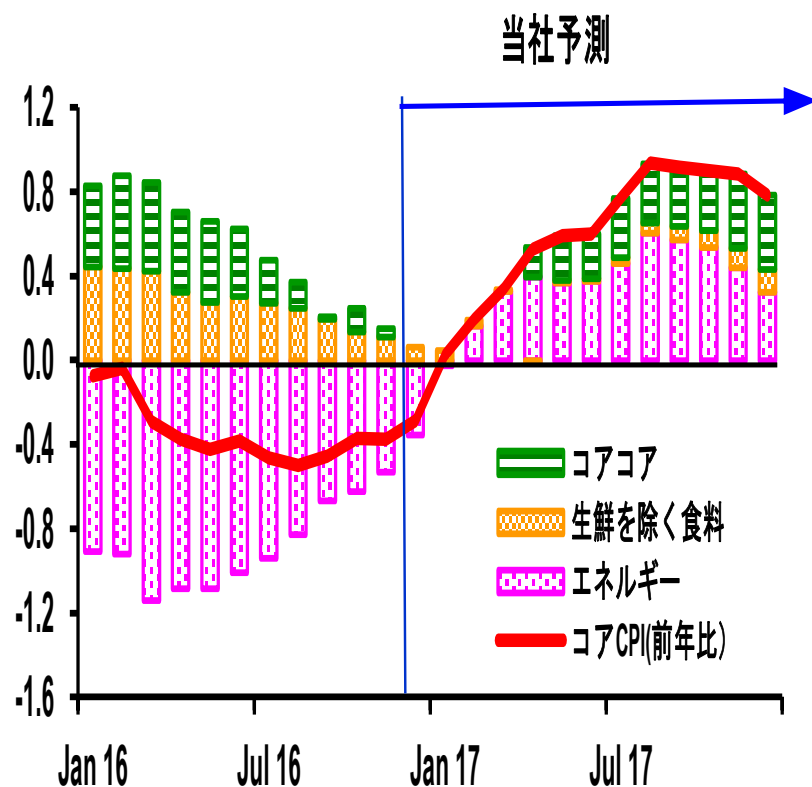
(Note) 2000～2Q 2015

インフレ率(コアCPI)は今後上昇するも、当面2%には届かず

Inflation rate (core CPI) to rise, but not reach 2% in the near-term

コアCPIへの寄与度(2015年基準)

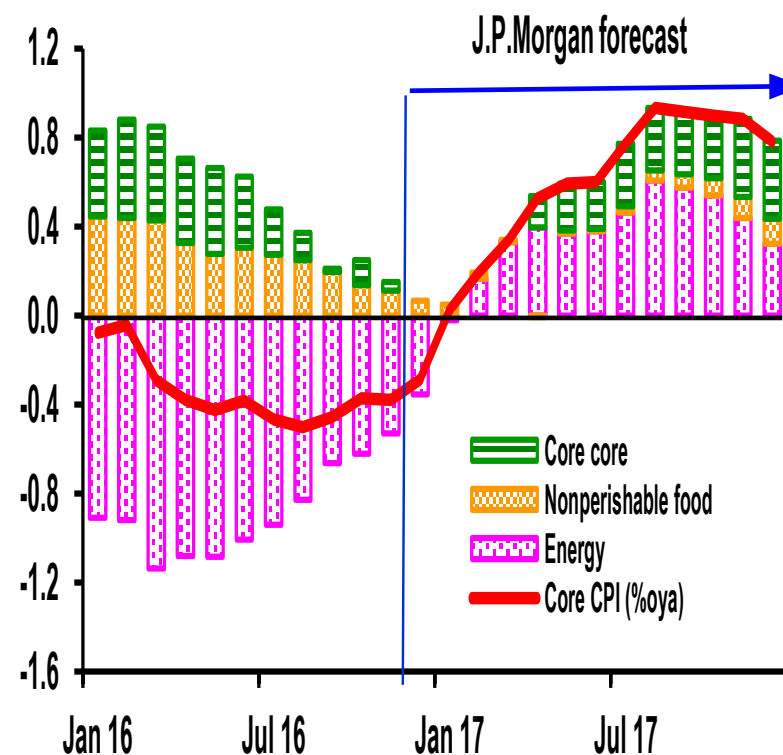
%ポイント、前年比寄与度



出所: 総務省統計局、J.P.モルガン予測

Contributions to core CPI (2015-based)

%-pt contribution to oya change in core CPI



Source: Statistics Bureau, J.P. Morgan forecast

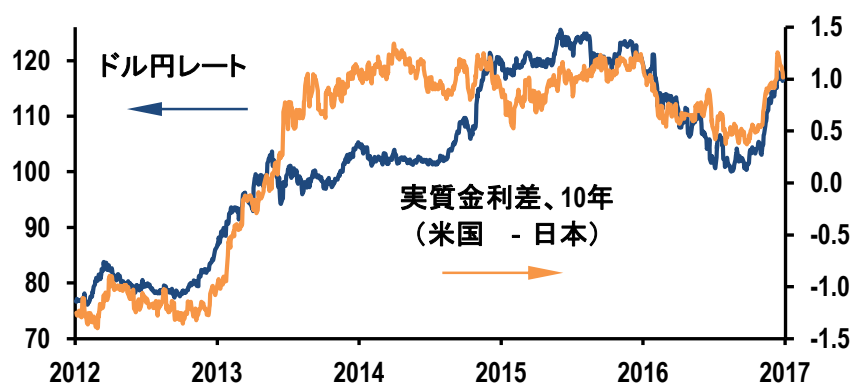
足下円安化の背景は、日米実質金利差の拡大

Yen weakened, due to a rise in the interest rate differentials

円レートと実質金利差(10年)

円/ドル

%ポイント



出所: J.P.モルガン

日米実質金利(10年)

%

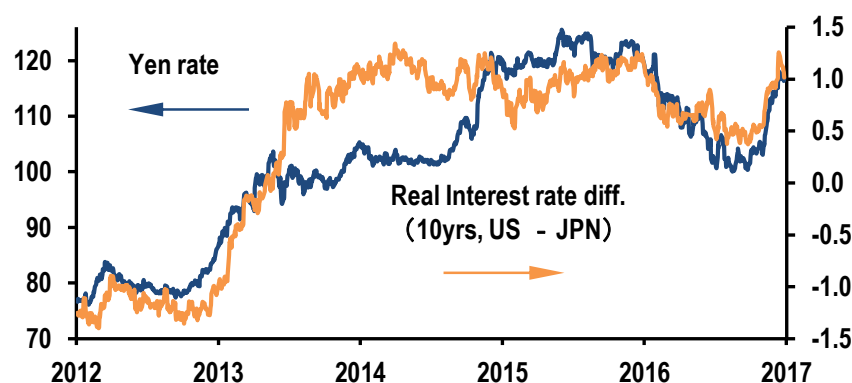


出所: J.P. モルガン

Yen and real interest rate differentials

Yen/USD

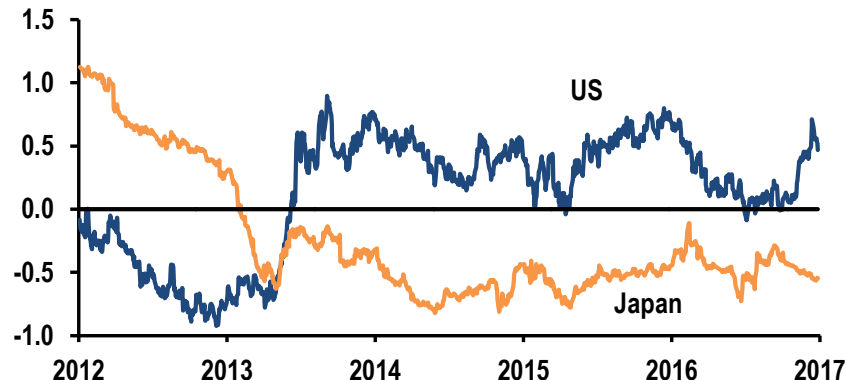
%pt



Source: J.P. Morgan

Real interest rate

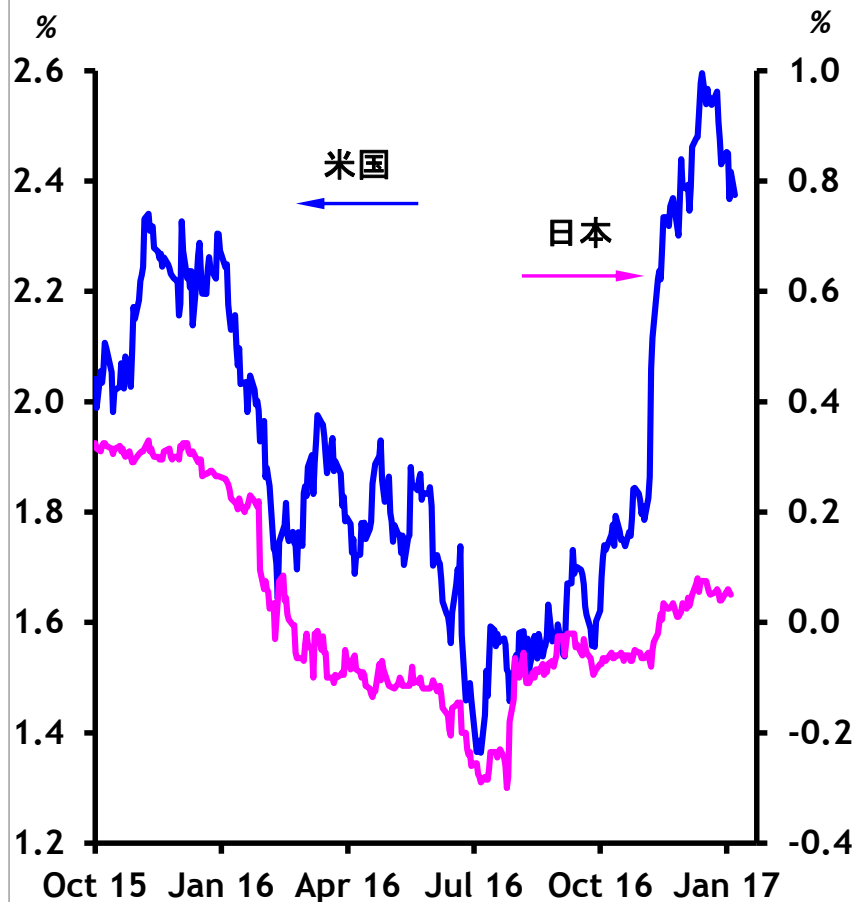
%



Source: J.P. Morgan

日銀のイールドカーブコントロール政策は予想外に有効

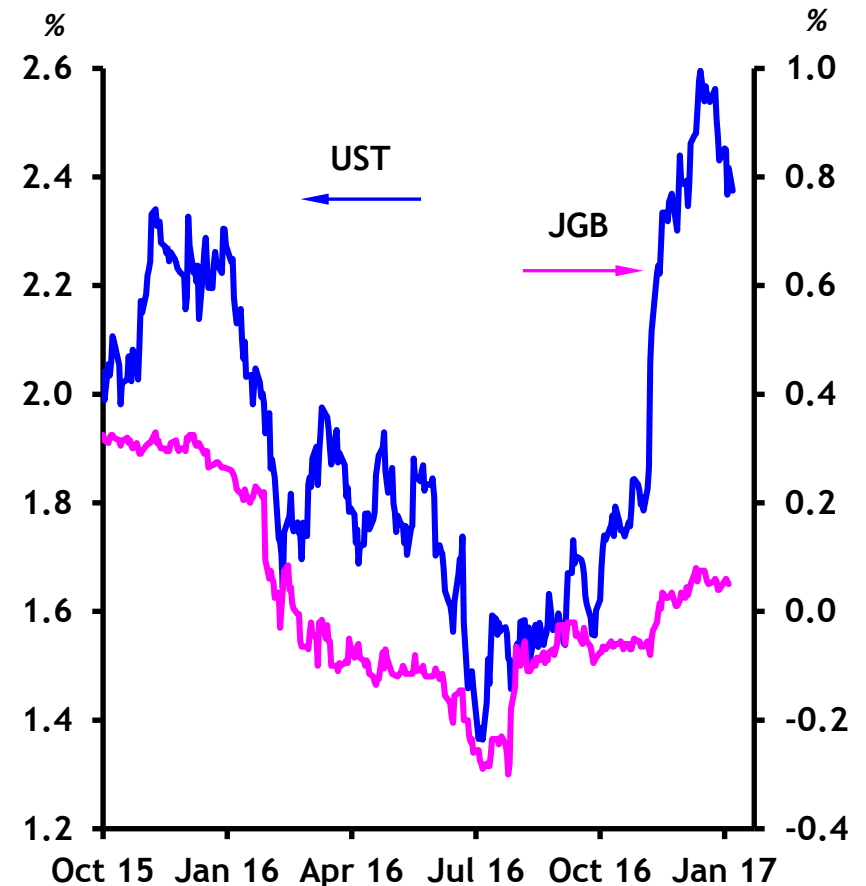
10年債利回り



出所: ロイター, J.P. モルガン

BoJ's YCC policy turned effective unexpectedly

10yr Gov bond yield

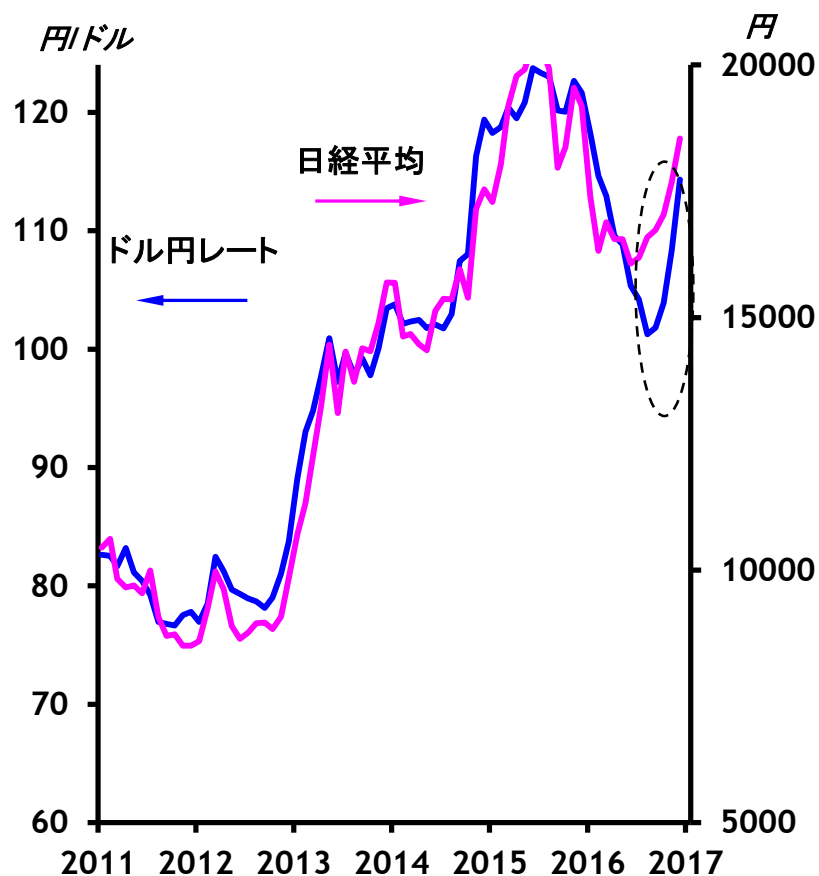


Source: Reuters, J.P. Morgan

日銀のETF買入増額(2016/7)で 日経平均は1000～2000円上昇

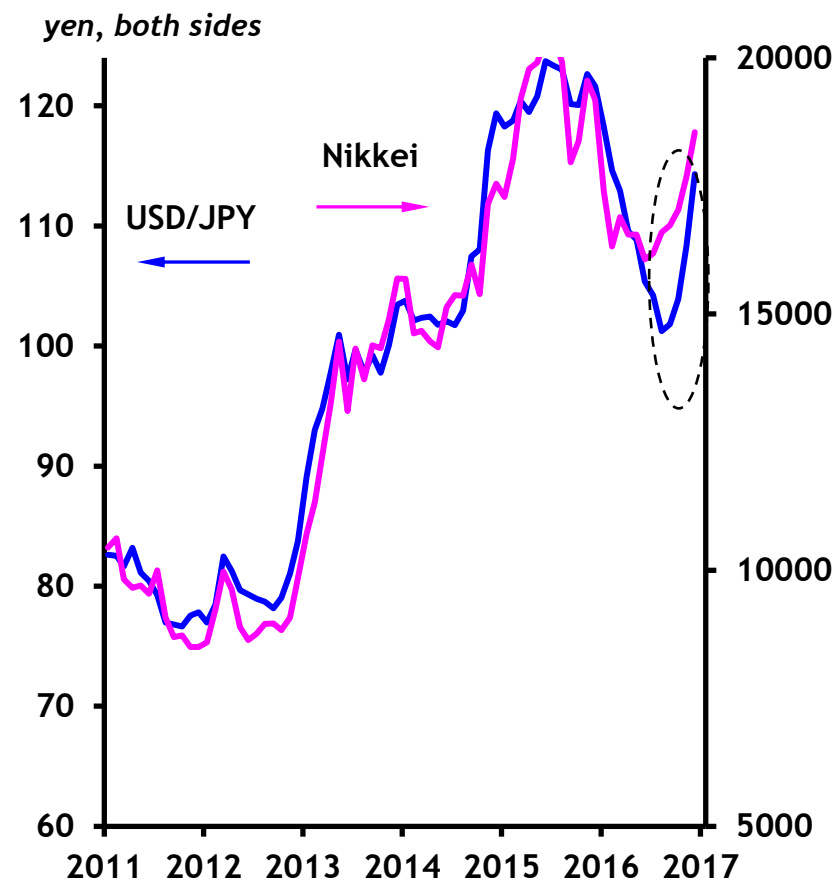
Nikkei225 rose 1k/2k with the BoJ's ETF purchase increase

ドル円レートと日経平均



出所: ロイター, J.P. モルガン

USD/JPY and Nikkei

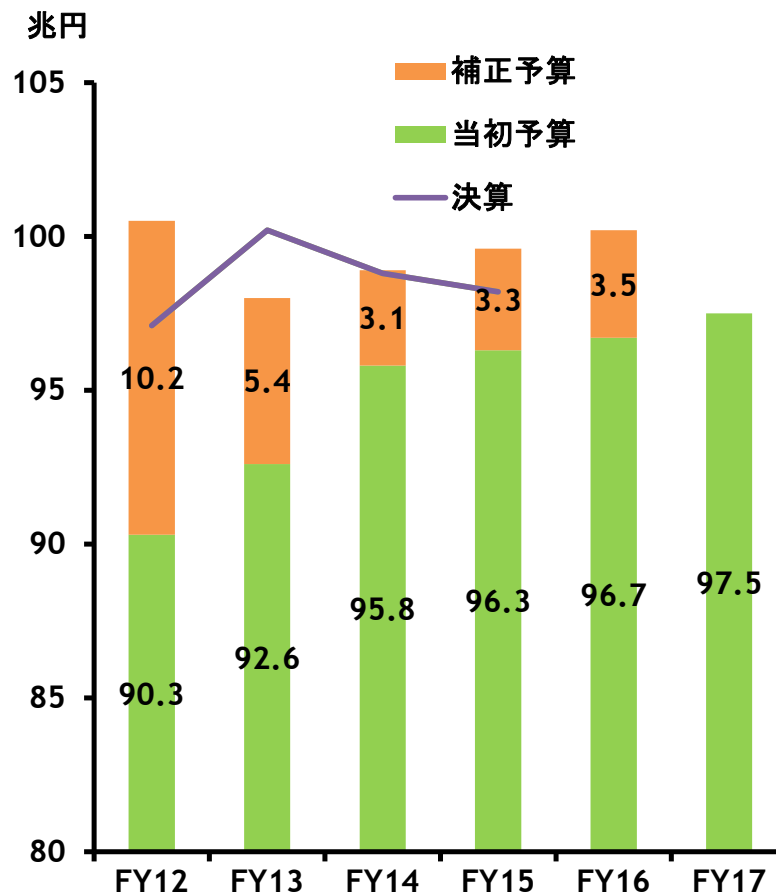


Source: Reuter, J.P.Morgan

2017年度:補正予算がないと 財政は景気下押し要因に

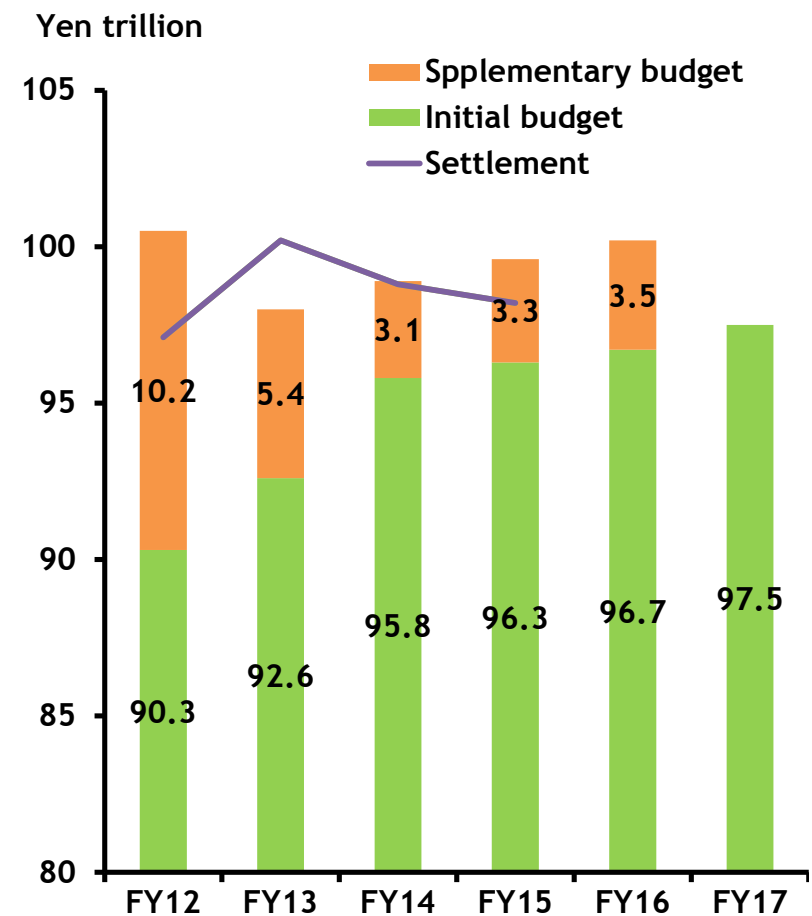
FY2017: Fiscal drag likely without the supplementary budget

国の一般会計:歳出



出所:財務省、J.P.モルガン

General A/C expenditures

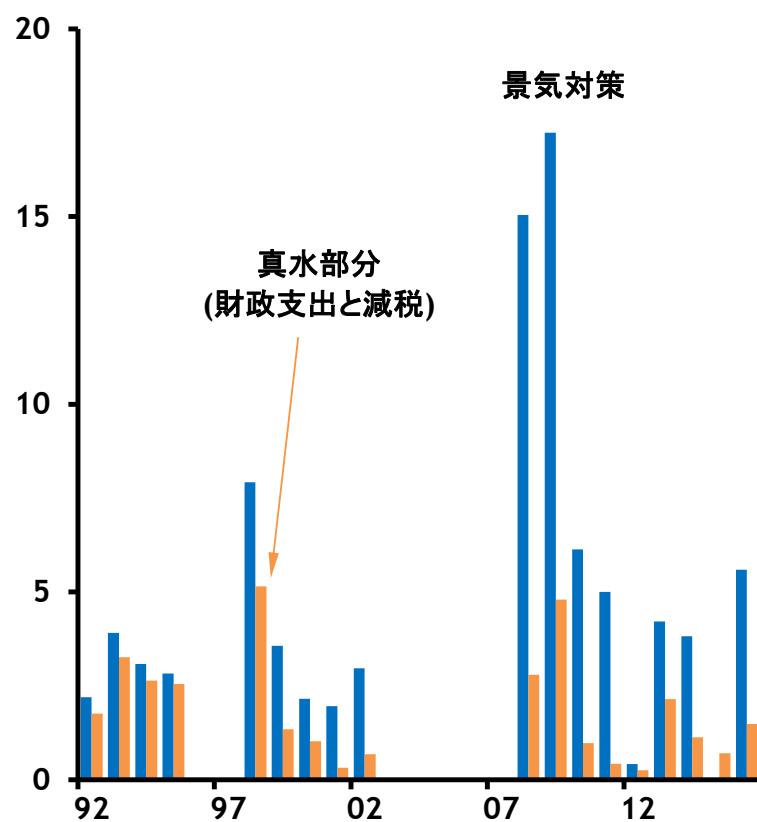


Source: MoF, J.P. Morgan

景気対策への依存度強まる

景気対策

%、GDP比、暦年ベース

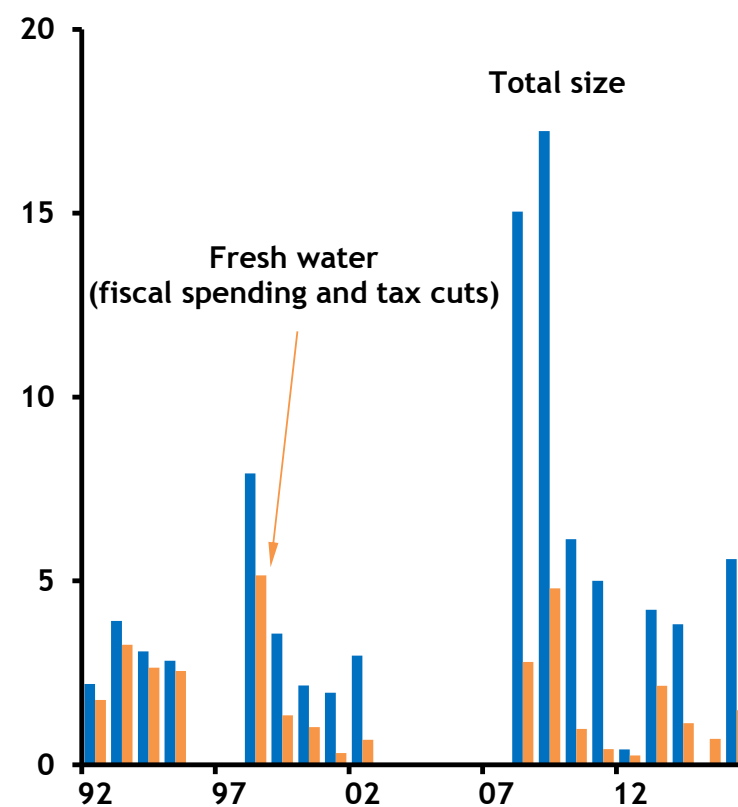


出所: 財務省、J.P.モルガン

Role of the fiscal policy has intensified

Fiscal packages

% of GDP, sum of calendar year



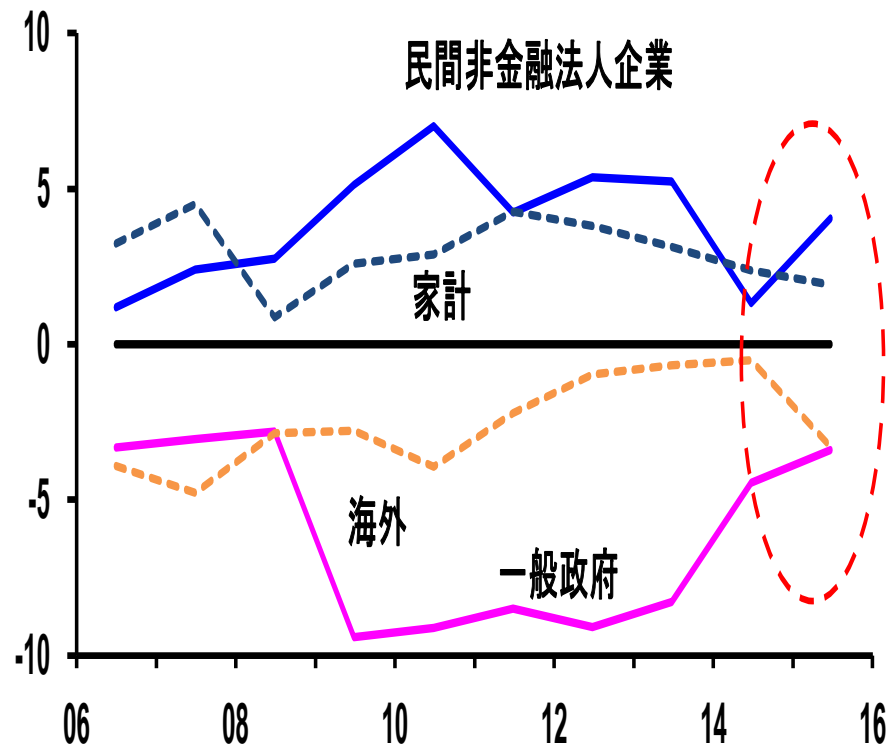
Source: MoF, J.P. Morgan

財政赤字削減のためには民間（とくに企業）の支出増大が必要

Private spending (especially capex) should rise for fiscal deficit to shrink

部門別資金過不足(名目GDP比)

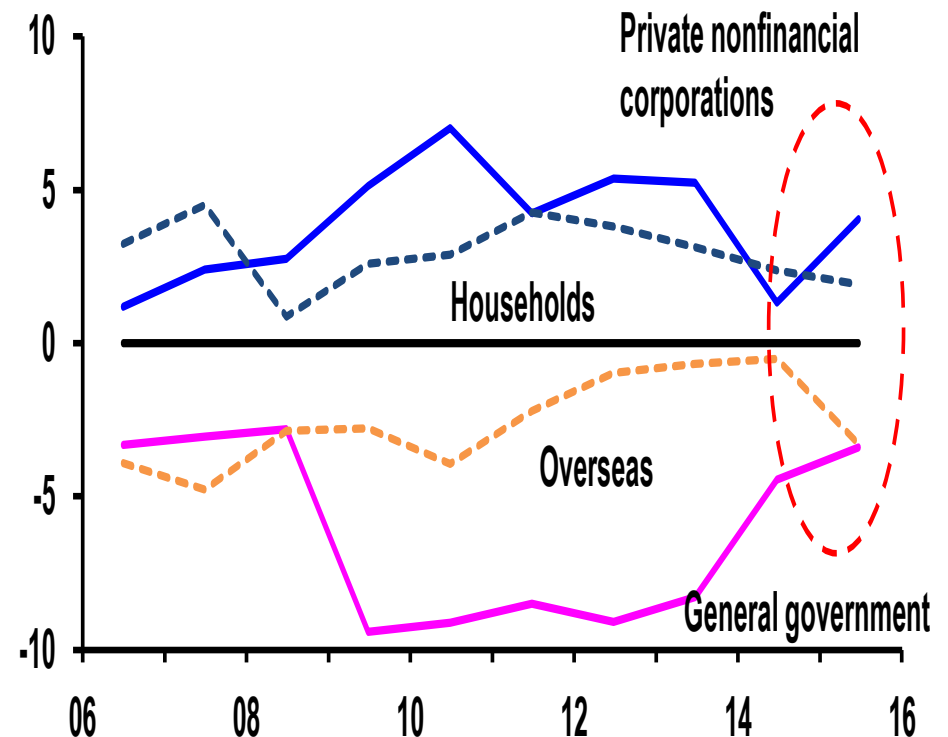
%、暦年



出所: 日本銀行、内閣府、J.P.モルガン

Financial position by sector

% of nominal GDP, CY



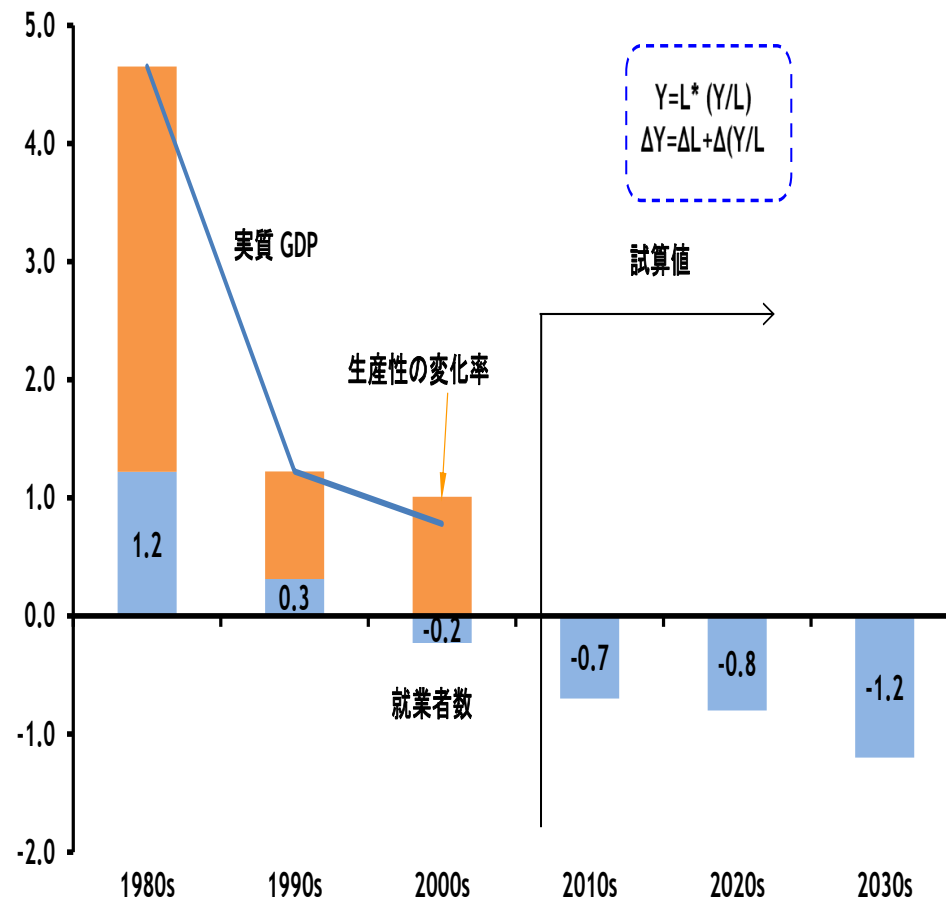
Source: BoJ, CAO, J.P. Morgan

成長率を高めるためには、生産性上昇が不可欠

A rise in productivity is needed to raise economic growth

実質GDP成長率と就業者数の伸び率

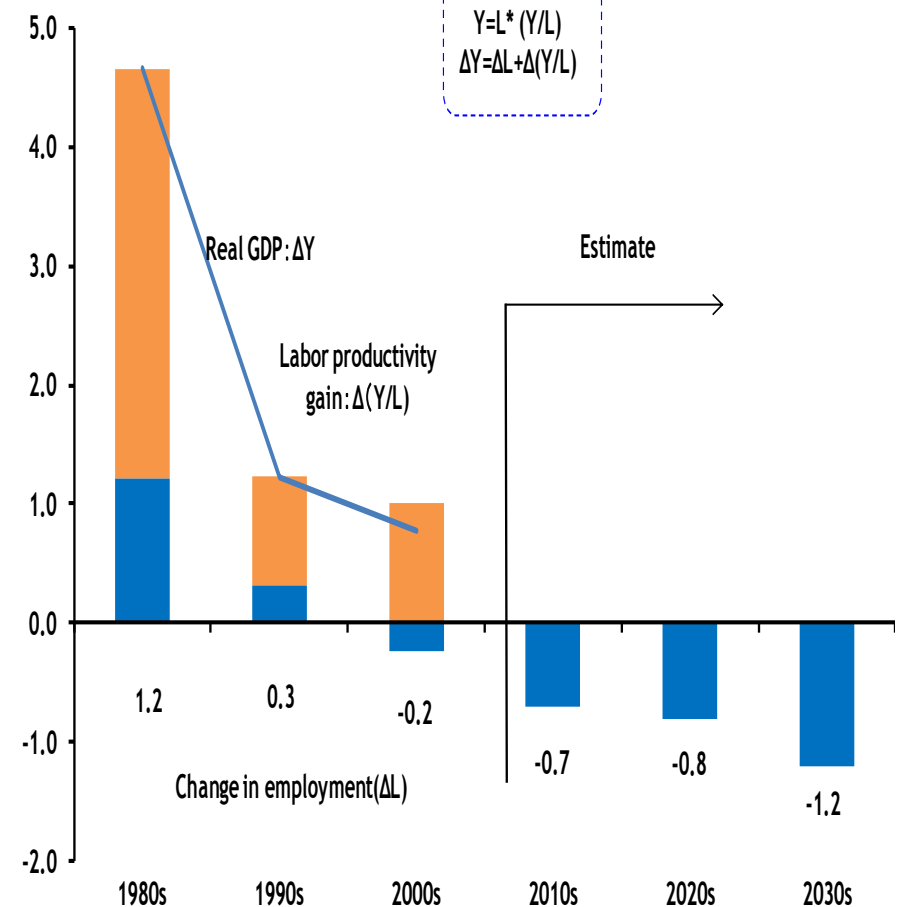
%, %-ポイント, 年率



出所: 日銀

Real GDP and employment

%, %-pt, p.a.



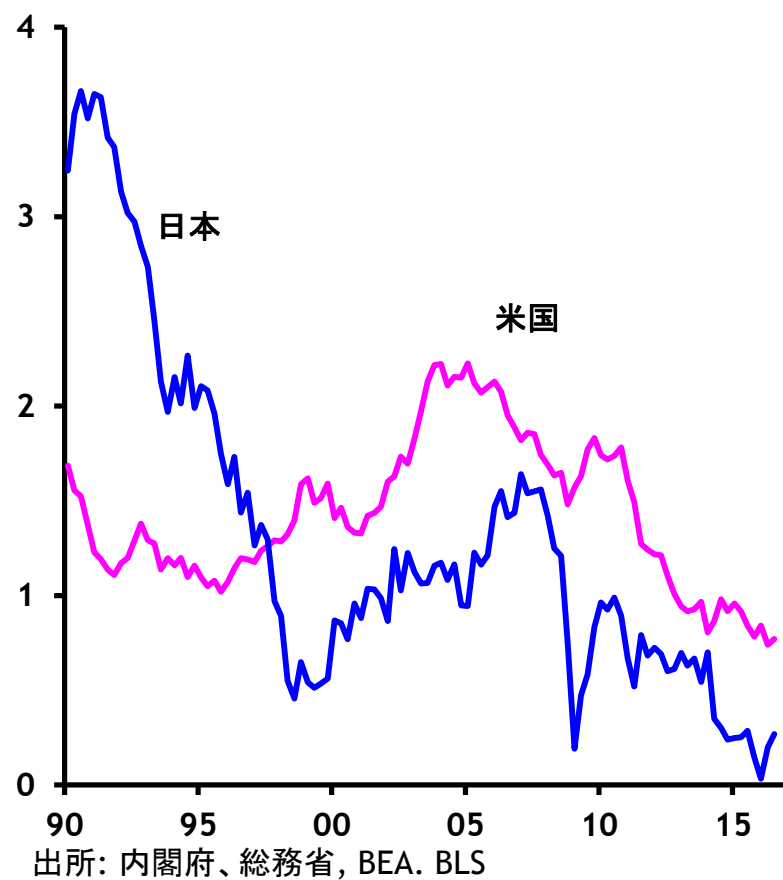
Source: CAO, MIAC, BOJ

J.P.Morgan

生産性は日米とも低下傾向

労働生産性：日米比較(1)

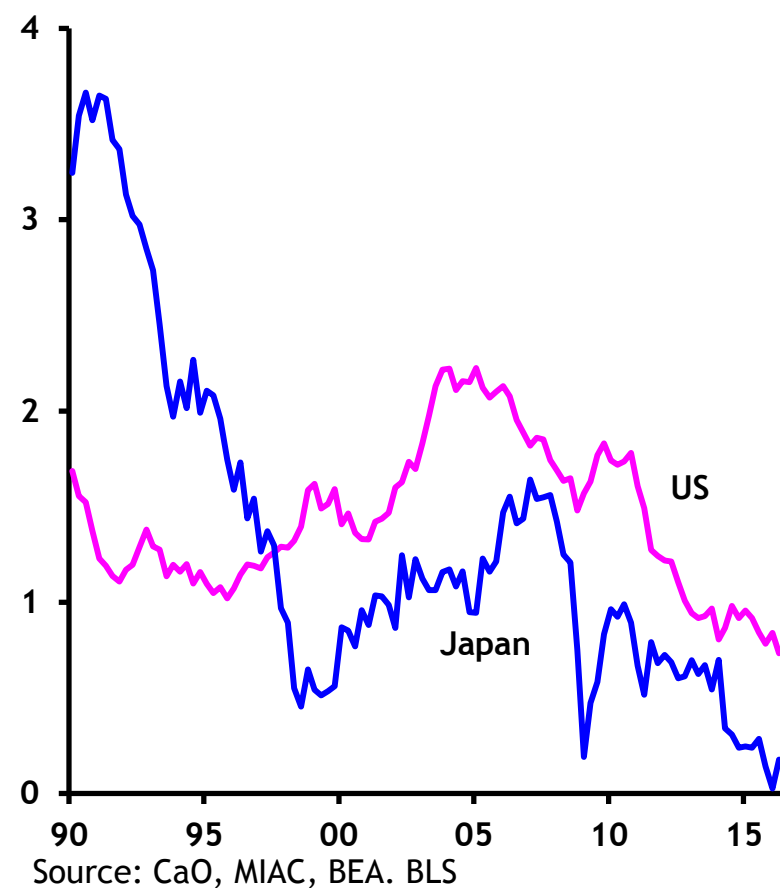
%前年比、10年移動平均



Productivity trended down in both Japan and the US

Labor productivity(1)

%oya, 10yr moving average

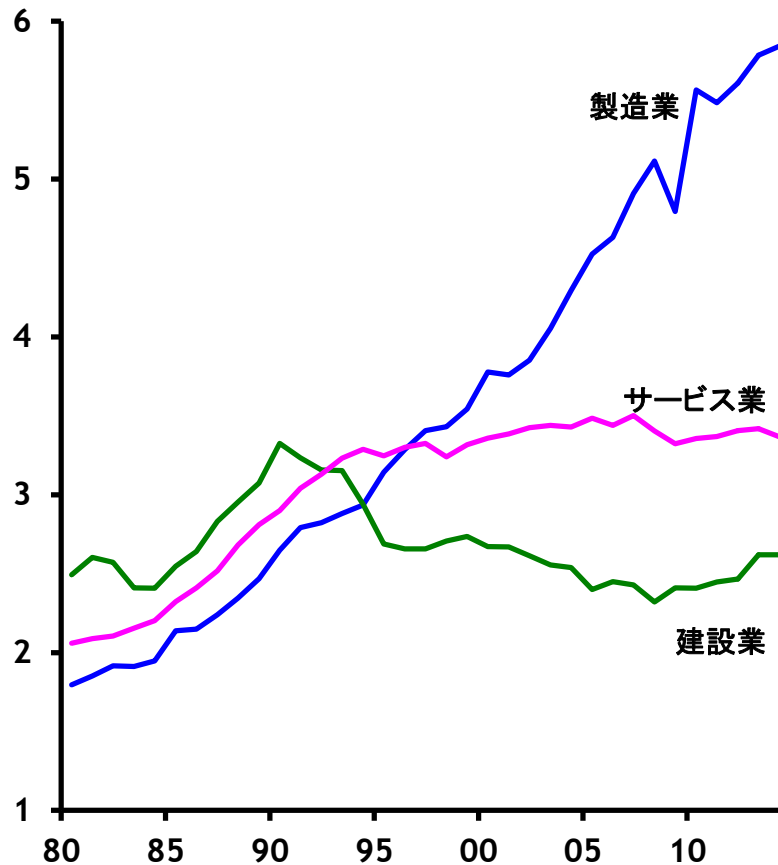


労働生産性の低下はサービス業の問題

Service industry is responsible for a fall in productivity

労働生産性

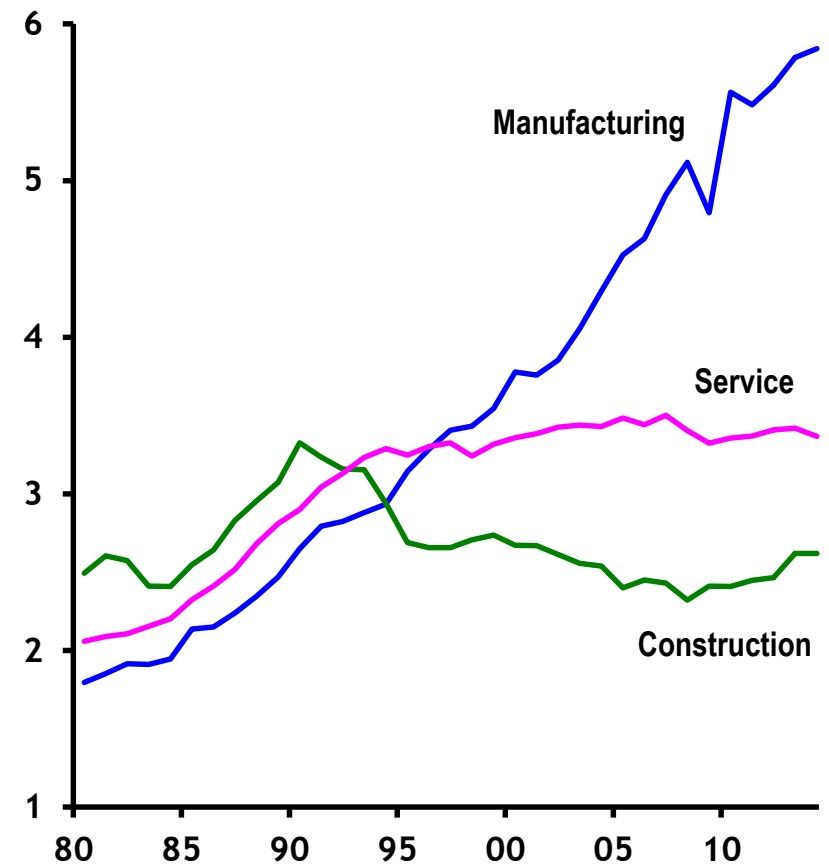
千円、実質(2005年価格)、時間当たり



出所: 内閣府、J.P.モルガン

Labor productivity per hour

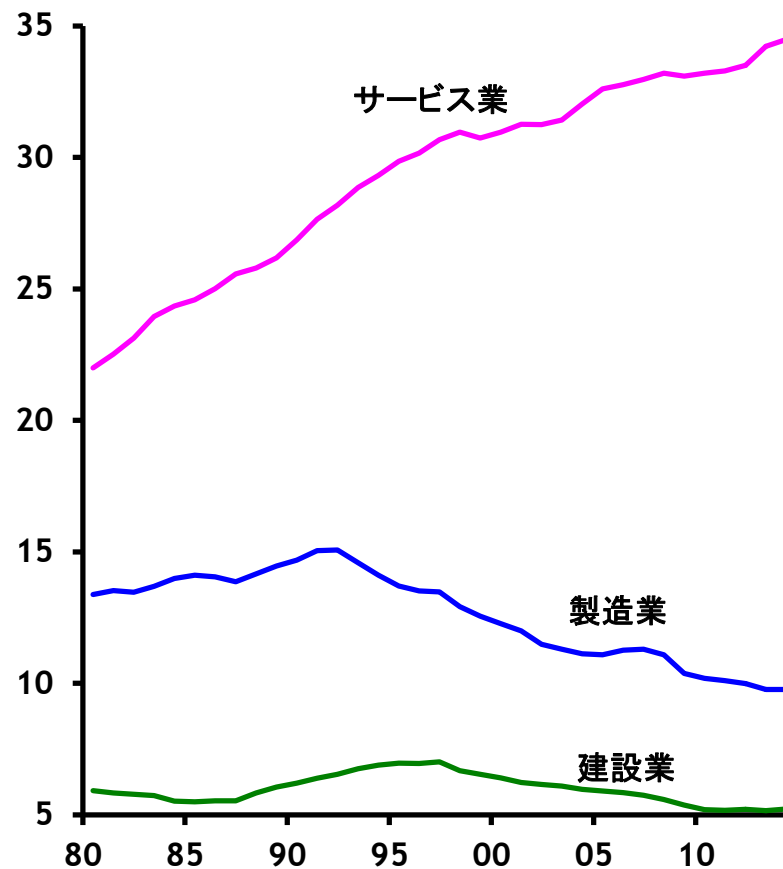
thousand yen, real (2005 price)



Source: Cabinet Office, J.P. Morgan

就業者はサービス業にシフト

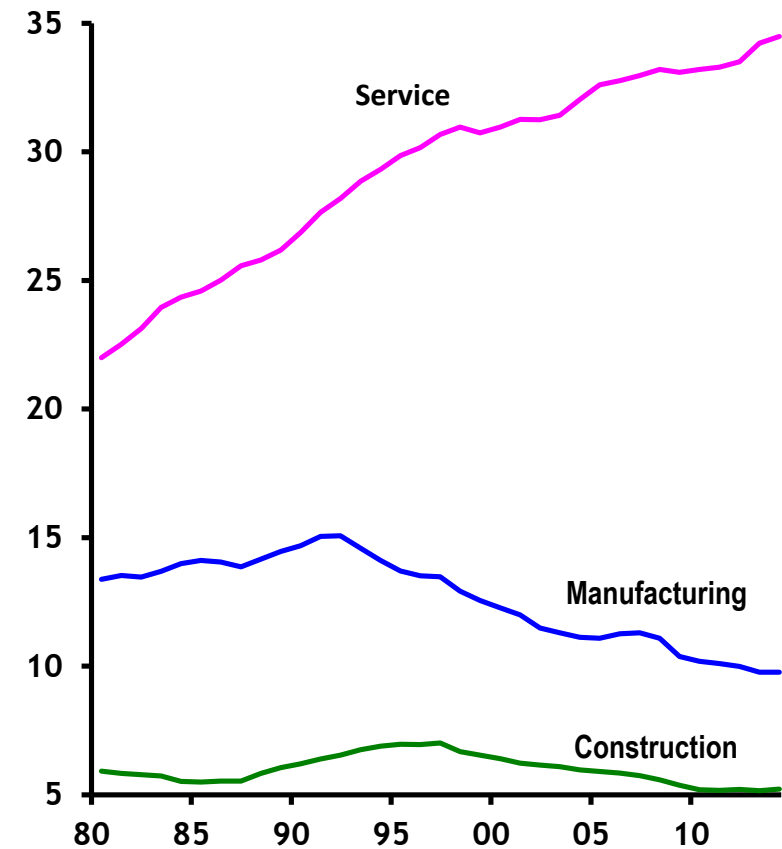
就業者数
百万人、年間平均



出所: 内閣府、J.P.モルガン

Employment is growing in service, where productivity is low

Employment
million, annual average



Source: Cabinet Office, J.P. Morgan

安倍政権は、積極的に供給サイドの改革にチャレンジ

■ コーポレートガバナンス改革

- 資本の生産性向上に寄与

■ 法人税減税

- 2016年には29.97% へ(2013年: 35.6%)

■ 農業改革

- 全中を農協から切り離し
- 農協自体の改革にも意欲的に対応

■ 電力小売自由化

■ 医療改革

- 混合診療進展に向けた改革実行

Abe administration did a great job in reform

■ Corporate governance reform

- To raise capital productivity

■ Corporate tax cut

- 29.97% in 2016, from 35.6% in 2013

■ Agriculture reform

- Separating JAs from Zenchu
- JA reform to make progress

■ Deregulation on retail power business

■ Medical reform

- Medical insurance applied even when medical treatment uncovered by health insurance is applied

残された課題

1. 雇用改革

- ① 雇用の流動化: 解雇の金銭的解決
- ② 「メンバーシップ型雇用」から「ジョブ型雇用」への移行
- ③ ジョブ・ディスクリプションの明確化

2. 海外労働力の活用

- 労働参加率は数年内には頭打ち

3. 社会保障改革

- 高齢者優遇から若い世代の社会保障充実へ

4. シェアリング・エコノミーへの移行

- ウーバー認可が試金石

Remaining issues for reforms

A) Labor reform

- a. Raise labor mobility with an introduction of severance package
- b. Shift from membership-type employment to job-type employment
- c. Job description should be clarified

B) Foreign workers

- Labor participation to stabilize in 2020/25

C) Social security reform

- More benefits for young generation

D) Deregulation for sharing economy

- Whether Uber-type system will be approved still remains challenging

リスクシナリオ: ケース1

ドル金利高・ドル高

⇒新興国からの資本逃避

⇒新興国発の金融危機

⇒欧州周辺国/アジア経済に飛び火

⇒米国が保護貿易主義を前面に

⇒世界的なリスクオフ・株価下落・円高

Risk scenario: Case 1

Strong USD & rising US bond yield

⇒Capital flight from EMs

⇒Financial instability in EMs

⇒Problems in Euro peripherals and Asia

⇒Protectionism in the US

⇒Global risk off: a fall in stock prices and yen appreciation

リスクシナリオ: ケース2

米国がドル安政策へ

⇒日本・欧州経済が失速

⇒新興国経済にも打撃

⇒米国で保護主義化

⇒世界的リスクオフ・株価下落・円高

リスクシナリオ: ケース3

米国が保護主義強化

⇒グローバルに貿易停滞、リスクオフ

⇒株価下落、円高

Risk Scenario: Case 2

US to talk down USD

⇒Japan and Euro economies damaged

⇒Bad for EMs

⇒Protectionism in the US

⇒Global risk off: a fall in stock prices and yen appreciation

Risk scenario: Case 3

Protectionism in the US

⇒Global trade depressed, Risk off

⇒A fall in stock prices and yen appreciation

(参考)日本のGDP予測

日本経済	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	CY15	CY16	CY17	CY18	FY15	FY16	FY17	FY18
(季節調整済み)				予	予	予	予	予		予	予	予		予	予	予
実質GDP (%前期比、年率)	2.8	1.8	1.3	1.5	1.5	1.6	1.5	0.9	1.2	1.0	1.5	0.7	1.3	1.3	1.4	0.5
個人消費	1.6	0.9	1.3	2.0	0.7	0.7	0.9	0.7	-0.4	0.5	1.1	0.6	0.5	0.8	0.9	0.6
住宅投資	5.2	14.8	10.9	0.0	2.0	3.0	3.0	2.0	-1.6	5.6	3.7	2.2	2.7	6.5	2.7	2.1
民間設備投資	-1.2	5.6	-1.4	2.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.2	0.9	1.4	1.5	0.6	1.6	1.2	1.7
政府消費	5.4	-4.2	1.2	1.0	1.8	1.8	1.5	1.0	1.6	1.5	1.1	0.9	2.0	0.8	1.4	0.7
公共投資	-2.8	6.7	0.3	-3.0	6.0	15.0	8.0	-1.0	-2.2	-1.8	5.0	-2.8	-2.0	-0.5	5.4	-5.2
財・サービスの輸出	3.2	-5.2	6.5	2.5	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	0.4	2.4	2.3	0.8	1.1	2.6	2.1
財・サービスの輸入	-4.7	-3.5	-1.4	1.0	2.0	2.5	2.0	2.0	0.1	-2.1	1.1	2.2	-0.2	-1.6	1.8	2.2
純輸出 (%ポイント、寄与度)	1.3	-0.2	1.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.2	0.0	0.2	0.5	0.1	0.0
在庫 (%ポイント寄与度)	-0.4	0.8	-1.0	-0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.6	-0.2	-0.1	0.0	0.3	-0.2	-0.1	0.0
名目GDP	3.1	1.0	0.5	2.6	1.0	0.9	2.4	3.9	3.3	1.3	1.5	1.5	2.8	1.3	1.7	1.5
GDPデフレーター (%前年比)	0.9	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	0.2	0.6	2.0	0.3	0.0	0.8	1.4	0.0	0.3	1.0
コアCPI (%前年比、生鮮食料品を除く)	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	0.6	0.9	0.9	0.5	-0.3	0.6	0.8	0.0	-0.3	0.8	0.9
貿易収支 (兆円)	0.90	1.20	1.53	1.30	0.46	0.22	0.41	0.89	-0.60	4.92	1.98	5.04	0.47	4.48	2.95	4.70
貿易収支対GDP比 (%)	0.7	0.9	1.1	1.0	0.3	0.2	0.3	0.6	-0.1	0.9	0.4	0.9	0.1	0.8	0.5	0.8
経常収支 (兆円)	4.97	4.64	4.90	4.80	3.86	3.52	3.61	3.99	16.3	19.3	15.0	17.4	17.7	18.2	15.6	17.1
経常収支対GDP比率 (%)	3.7	3.5	3.6	3.5	2.8	2.6	2.6	2.9	3.1	3.6	2.7	3.1	3.3	3.4	2.9	3.1
失業率 (%)	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8	3.4	3.1	2.9	2.7	3.3	3.0	2.9	2.6
鉱工業生産 (%前期比、年率)	-4.1	0.8	5.5	8.0	4.5	5.0	6.0	5.0	-1.2	-0.5	5.4	4.6	-1.4	1.5	5.5	4.2

予は当社 (J.P. モルガン) 予想、実績は内閣府、総務省、財務省、経済産業省

出所: J.P.モルガン

Japan's GDP forecast

(%q/q, saar unless otherwise noted)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	CY15	CY16	CY17	CY18	FY15	FY16	FY17	FY18
				F	F	F	F	F		F	F	F		F	F	F
Real GDP (2005=100)	2.8	1.8	1.3	1.5	1.5	1.6	1.5	0.9	1.2	1.0	1.5	0.7	1.3	1.3	1.4	0.5
Private Consumption	1.6	0.9	1.3	2.0	0.7	0.7	0.9	0.7	-0.4	0.5	1.1	0.6	0.5	0.8	0.9	0.6
Residential Investment	5.2	14.8	10.9	0.0	2.0	3.0	3.0	2.0	-1.6	5.6	3.7	2.2	2.7	6.5	2.7	2.1
Business Capital Investment	-1.2	5.6	-1.4	2.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.2	0.9	1.4	1.5	0.6	1.6	1.2	1.7
Government Consumption	5.4	-4.2	1.2	1.0	1.8	1.8	1.5	1.0	1.6	1.5	1.1	0.9	2.0	0.8	1.4	0.7
Public Investment	-2.8	6.7	0.3	-3.0	6.0	15.0	8.0	-1.0	-2.2	-1.8	5.0	-2.8	-2.0	-0.5	5.4	-5.2
Exports	3.2	-5.2	6.5	2.5	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	0.4	2.4	2.3	0.8	1.1	2.6	2.1
Imports	-4.7	-3.5	-1.4	1.0	2.0	2.5	2.0	2.0	0.1	-2.1	1.1	2.2	-0.2	-1.6	1.8	2.2
Net trade (%contribution to growth)	1.3	-0.2	1.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.2	0.0	0.2	0.5	0.1	0.0
Change in Inventories	-0.4	0.8	-1.0	-0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.6	-0.2	-0.1	0.0	0.3	-0.2	-0.1	0.0
Nominal GDP	3.1	1.0	0.5	2.6	1.0	0.9	2.4	3.9	3.3	1.3	1.5	1.5	2.8	1.3	1.7	1.5
GDP deflator (%oya)	0.9	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	0.2	0.6	2.0	0.3	0.0	0.8	1.4	0.0	0.3	1.0
Core CPI (%oya, ex Fresh food) excluding VAT hike impact	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	0.6	0.9	0.9	0.5	-0.3	0.6	0.8	0.0	-0.3	0.8	1.0
Trade Balance (¥tril) BoP as % of GDP	0.9 0.7	1.2 0.9	1.5 1.1	1.3 1.0	0.5 0.3	0.2 0.2	0.4 0.3	0.9 0.6	-0.6 -0.1	4.9 0.9	2.0 0.4	5.0 0.9	0.5 0.1	4.5 0.8	2.9 0.5	4.7 0.8
Current Account Balance (¥tril) as % of GDP	5.0 3.7	4.6 3.5	4.9 3.6	4.8 3.5	3.9 2.8	3.5 2.6	3.6 2.6	4.0 2.9	16.3 3.1	19.3 3.6	15.0 2.7	17.4 3.1	17.7 3.3	18.2 3.4	15.6 2.9	17.1 3.1
Unemployment rate	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8	3.4	3.1	2.9	2.7	3.3	3.0	2.9	2.6
Industrial Production	-4.1	0.8	5.5	8.0	4.5	5.0	6.0	5.0	-1.2	-0.5	5.4	4.6	-1.4	1.5	5.5	4.2

Source: J.P. Morgan

その他のディスクロージャー

J.P.モルガン("JPM")は、JP Morgan Securities, LLC. (JPMS)および全世界における米国以外の関連会社のブランドネームです。J.P. Morgan Cazenove は JPMorgan Chase & Coおよびその関連会社の英国におけるインベストメント・バンキング・ビジネス、EMEAの株式および株式調査ビジネスのマーケティングネームです。

お客様にご利用頂ける全てのリサーチレポートは、発行と同時に当社の顧客用ウェブサイトであるJ.P. Morgan Marketsにおいてご覧いただけます。全てのリサーチの内容が、第三者によるコンテンツ・サイト等に再配信・送信されている、または同サイト等で入手可能となっているとは限りません。個別銘柄について入手可能なレポートは、当社の担当セールスにお問い合わせ下さい。

オプションに関する調査資料: 本資料で提供する情報がオプションに関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションリスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくはOption Clearing Corporation (OCC)のウェブサイト<http://www.optionsclearing.com/publications/risks/riskstoc.pdf>をご覧ください。

法人: 米国: JPMS は NYSE, FINRA, SIPC ならびに NFA の会員です。JPMorgan Chase Bank, N.A.は FDIC の会員です。英国: JPMorgan Chase N.A., London Branch は Prudential Regulation Authority の認可を受け、Financial Conduct Authority と Prudential Regulation Authority (一部)の監督下にあります。Prudential Regulation Authority による監督範囲の詳細については、J.P. Morgan までお問い合わせください。J.P. Morgan Securities plc. (JPMS plc) はロンドン証券取引所の会員であり、Prudential Regulation Authority の認可を受け、Financial Conduct Authority と the Prudential Regulation Authority の監督下にあります。イギリスおよびウェールズで登録されています: No. 2711006. Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. 南アフリカ: J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited はヨハネスブルグ証券取引所の会員で Financial Services Board の監督下にあります。香港: J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE 番号は AAJ321)は香港の Hong Kong Monetary Authority および Securities and Futures Commission の監督下にあります。J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE 番号は AAB027)は香港の Securities and Futures Commission の監督下にあります。韓国: 韓国内における当調査資料の発行・配布は、韓国取引所(KRX)の会員であり、かつ Financial Services Commission (FSC)および Financial Supervisory Service (FSS)の監督下にある J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch によって、または通じて行っております。オーストラリア: J.P. Morgan Australia Limited (JPMAL) (ABN 52 002 888 011/AFS Licence No:238188)は ASIC の監督下にあり、J.P. Morgan Securities Australia Limited (JPMSAL) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No:238066)はASX および CHI-X から証券・清算・決済業務の認可を受けており、ASIC の監督下にあります。台湾: J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited は台湾証券取引所(会社型)および台湾金融監督委員会(Taiwan Securities and Futures Bureau)の監督下にあります。インド: J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity NumberはU67120MH1992FTC068724, J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz East, Mumbai – 400098) は、Securities and Exchange Board of India (SEBI)にRegistration number INH000001873 として'Research Analyst'登録されております。J.P. Morgan India Private Limitedはインド証券取引所 (National Stock Exchange of the India Limited; SEBI Registration Number - INB 230675231/INF 230675231/INE 230675231)とボンベイ証券取引所 (SEBI Registration Number - INB010675237/INF010675237)に会員登録されています。(電話番号: 91-22-6157 3000, ファックス: 91-22-6157 3990, ウェブサイト: www.jpmpil.com) インド国外で発行された調査資料は、J.P. Morgan India Private Limitedがインド国内に配布したものではありません。タイ: 当調査資料は、タイ証券取引所の会員で Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission の監督下にある JPMorgan Securities (Thailand) Limited により発行・配布されています。登録住所: 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500. インドネシア: PT J.P. Morgan Securities Indonesia は、インドネシア証券取引所の会員であり、the OJK a.k.a BAPEPAM LK の監督下にあります。フィリピン: J.P. Morgan Securities Philippines Inc.はフィリピン証券取引所の取引参加者、Securities Clearing Corporation of the Philippines および Securities Investor Protection Fund の会員で、フィリピン証券取引委員会 (SEC)の監督下にあります。ブラジル: Banco J.P. Morgan S.A.はブラジル証券取引委員会 (CVM)およびブラジル中央銀行(BCB)の監督下にあります。メキシコ: J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financiero はメキシコ証券取引所の会員であり、National Banking and Securities Exchange Commission からブローカーディーラーとして認可を受けております。シンガポール: シンガポール内における当調査資料の発行・配布はシンガポール証券取引所の会員でMonetary Authority of Singapore (MAS)監督下のJ.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMS)[MCI (P) 193/03/2016 and Co. Reg. No.:199405335R]および/もしくは、MAS監督下のJPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore)[MCI (P) 089/09/2016]によって、または通じて行っております。当調査資料はシンガポール内においてはSection 4A of the Securities and Futures Act (SFA), Cap. 289にて定義された"accredited investors"、"expert investors" 及び "institutional investors" のみに配信されます。本資料は、個人投資家またはSFA Section 4Aにおいて定義されているaccredited investors、expert investorsもしくはinstitutional investorsに該当しないその他のinvestorsに対しての、発行・配布を意図していません。本資料により発生した/もしくは本資料に関連する問い合わせは、JPMSもしくはJPMCB Singaporeにご連絡下さい。日本: JP モルガン証券株式会社及び、JP モルガン・チェース銀行 東京支店は金融庁の監督下にあります。マレーシア: 当調査資料の発行・配布は J.P. Morgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)が行っており、Bursa Malaysia Berhad の会員かつマレーシア証券委員会が認可する資本市場サービスライセンス(Capital Markets Services License)の取得者です。パキスタン: J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd はカラチ証券取引所の会員で、Securities and Exchange Commission of Pakistan の監督下にあります。サウジアラビア: J.P. Morgan Saudi Arabia Ltd.は、サウジアラビア王国のサウジ資本市場庁 (Capital Market Authority)より、エージェントとして取引の遂行、証券業務に関するアレンジ、助言および保管に携わる認可(35-07079, 8th Floor, Al-Faisaliyah Tower, King Fahad Road, P.O. Box 51907, Riyadh 11553, Kingdom of Saudi Arabia)を受けております。ドバイ: JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch は、Dubai Financial Services Authority (DFSA) の監督下にあります。登録住所: Dubai International Financial Centre - Building 3, Level 7, PO Box 506551, Dubai, UAE.

Country and Region Specific Disclosures

U.K. and European Economic Area (EEA): Unless specified to the contrary, issued and approved for distribution in the U.K. and the EEA by JPMS plc. Investment research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc's policies for managing conflicts of interest arising as a result of publication and distribution of investment research. Many European regulators require a firm to establish, implement and maintain such a policy. Further information about J.P. Morgan's conflict of interest policy and a description of the effective internal organisations and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest is set out at the following link <https://www.jpmmorgan.com/jpmpdf/1320678075935.pdf>. This report has been issued in the U.K. only to persons of a kind described in Article 19 (5), 38, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (all such persons being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is only available to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. In other EEA countries, the report has been issued to persons regarded as professional investors (or equivalent) in their home jurisdiction. **Australia:** This material is issued and distributed by JPMSAL in Australia to "wholesale clients" only. This material does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside Australia without the prior written consent of JPMSAL. For the purposes of this paragraph the term "wholesale client" has the meaning given in section 761G of the Corporations Act 2001. **Germany:** This material is distributed in Germany by J.P. Morgan Securities plc,

Frankfurt Branch which is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Hong Kong:** The 1% ownership disclosure as of the previous month end satisfies the requirements under Paragraph 16.5(a) of the Hong Kong Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission. (For research published within the first ten days of the month, the disclosure may be based on the month end data from two months prior.) J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited is the liquidity provider/market maker for derivative warrants, callable bull bear contracts and stock options listed on the Stock Exchange of Hong Kong Limited. An updated list can be found on HKEx website: <http://www.hkex.com.hk>. **Japan:** There is a risk that a loss may occur due to a change in the price of the shares in the case of share trading, and that a loss may occur due to the exchange rate in the case of foreign share trading. In the case of share trading, JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., will be receiving a brokerage fee and consumption tax (shouhizei) calculated by multiplying the executed price by the commission rate which was individually agreed between JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., and the customer in advance. Financial Instruments Firms: JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., Kanto Local Finance Bureau (kinsho) No. 82 Participating Association / Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan, Type II Financial Instruments Firms Association and Japan Investment Advisers Association. **Korea:** This report may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch. **Singapore:** As at the date of this report, JPMSS is a designated

market maker for certain structured warrants listed on the Singapore Exchange where the underlying securities may be the securities discussed in this report. Arising from its role as designated market maker for such structured warrants, JPMSS may conduct hedging activities in respect of such underlying securities and hold or have an interest in such underlying securities as a result. The updated list of structured warrants for which JPMSS acts as designated market maker may be found on the website of the Singapore Exchange Limited: <http://www.sgx.com.sg>. In addition, JPMSS and/or its affiliates may also have an interest or holding in any of the securities discussed in this report – please see the Important Disclosures section above. For securities where the holding is 1% or greater, the holding may be found in the Important Disclosures section above. For all other securities mentioned in this report, JPMSS and/or its affiliates may have a holding of less than 1% in such securities and may trade them in ways different from those discussed in this report. Employees of JPMSS and/or its affiliates not involved in the preparation of this report may have investments in the securities (or derivatives of such securities) mentioned in this report and may trade them in ways different from those discussed in this report. **Taiwan:** According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material which may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the “Important Disclosures” in this material. **India:** For private circulation only, not for sale. **Pakistan:** For private circulation only, not for sale. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to persons whose principal business is the investment of money or who, in the course of and for the purposes of their business, habitually invest money. JPMSAL does not issue or distribute this material to members of “the public” as determined in accordance with section 3 of the Securities Act 1978. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside New Zealand without the prior written consent of JPMSAL. **Canada:** The information contained herein is not, and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein, or solicitation of an offer to buy securities described herein, in Canada or any province or territory thereof. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by a dealer properly registered under applicable securities laws or, alternatively, pursuant to an exemption from the dealer registration requirement in the relevant province or territory of Canada in which such offer or sale is made. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice in any province or territory of Canada and is not tailored to the needs of the recipient. To the extent that the information contained herein references securities of an issuer incorporated, formed or created under the laws of Canada or a province or territory of Canada, any trades in such securities must be conducted through a dealer registered in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed judgment upon these materials, the information contained herein or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offence. **Dubai:** This report has been issued to persons regarded as professional clients as defined under the DFSA rules. **Brazil:** Ombudsman J.P. Morgan: 0800- 7700847/ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com.

一般: 追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、**JPMorgan Chase & Co.**、もしくは関連会社、およびもしくは子会社(総称して**J.P.モルガン**)は、**JPMS**および/もしくはその関連会社に関するディスクロージャーおよびアナリストと有価証券の発行企業との関係を示すディスクロージャー以外については、掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のものを示しています。見解や評価は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。過去のパフォーマンスは、将来における結果を示唆するものではありません。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものではなく、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身でなさるようお願いいたします。米国以外の関連会社が発行した調査資料の米国内での配布、および内容に関する責任は**JPMS**が負っております。**J.P.モルガン**は企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供することができます。準拠法により認められている場合を除き、投資家はアナリストとの連絡および取引の執行は現地の**J.P.モルガン**子会社、あるいは関連会社を通じて行ってください。

(「その他のディスクロージャー」2017 年1月7日改訂)

Copyright 2017 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。