

2017年2月17日
一橋大学政策フォーラム

日本経済の現況と見通し

インフレーションを中心にして

村嶋 帰一^{AC}

エコノミスト

kiichi.murashima@citi.com

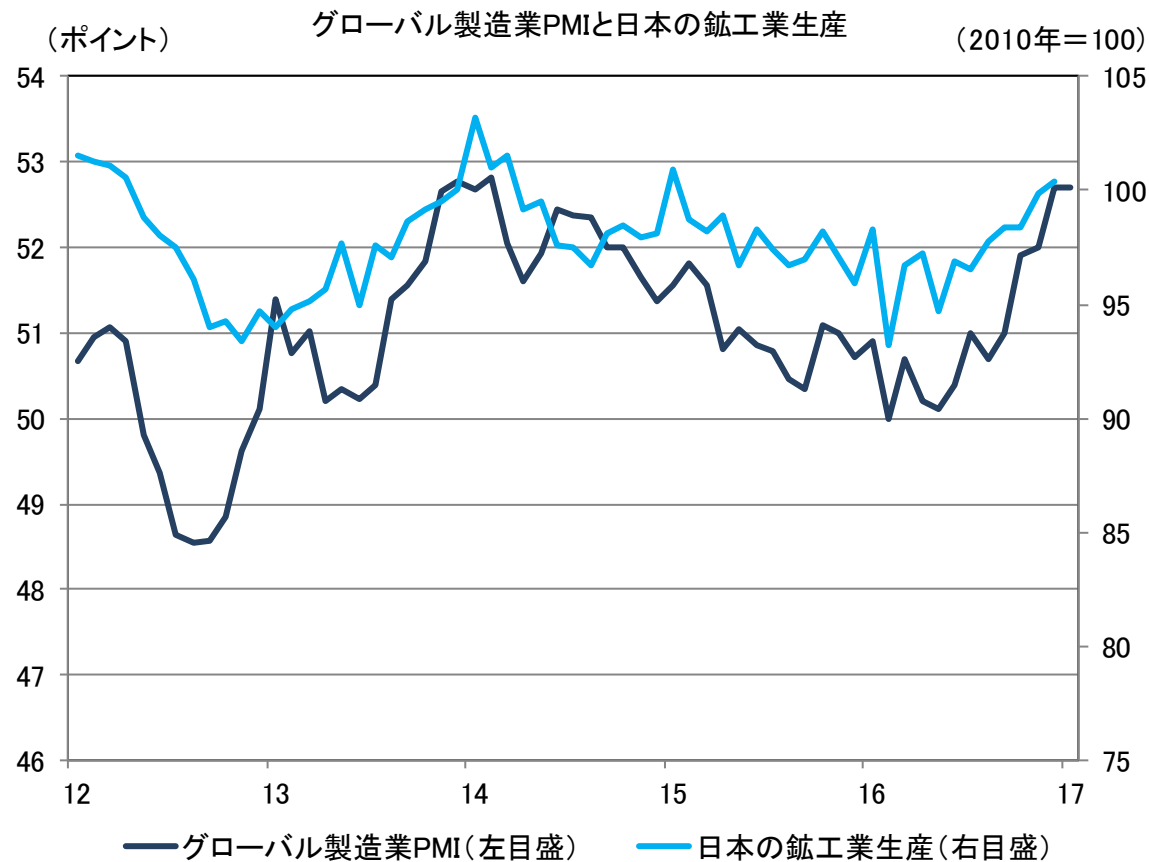
03-6270-4981

アナリスト・サーティフィケーション、重要な開示事項、米国以外のリサーチアナリストに関する開示事項については、Appendix A-1 をご参照ください。

Citi Research は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク(以下「弊社」といいます)の一部門です。弊社は、そのリサーチ・レポート中でカバーされている企業と取引をしている又は今後取引をすることがあります。よって、投資家の皆様は、弊社が、本レポートの客観性に影響を与える可能性がある利益相反関係にある場合があることを、ご了解ください。投資家の皆様は、本レポートが、投資を決定する際の要素の一つとしてのみ考慮されるべきであることに、ご注意ください。特定のプロダクト(執筆者の発行済みリサーチと矛盾しないもの)はシティのポータルサイトでのみ提供しています。

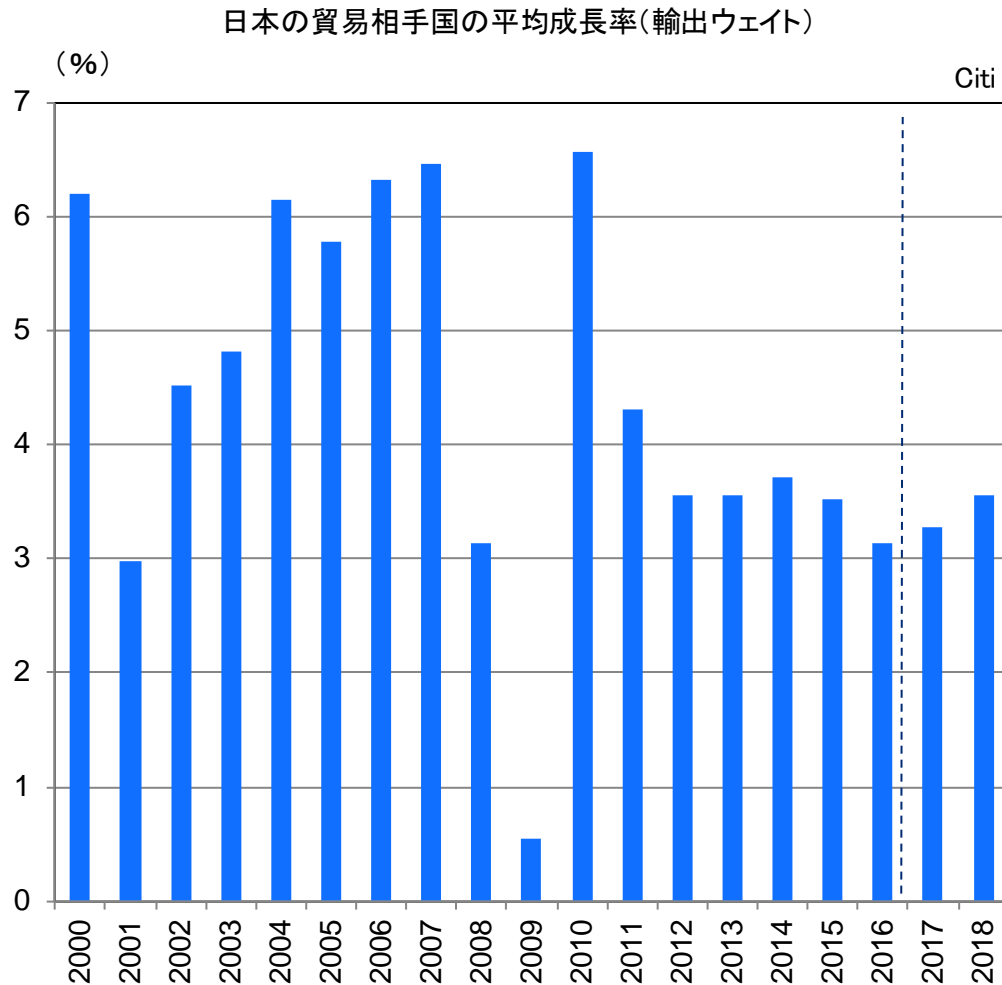
本資料の配布は2017年2月6日付けで承認されました。Appendix A-1の開示事項も同日付けです。

グローバルな製造業サイクルが持ち直し



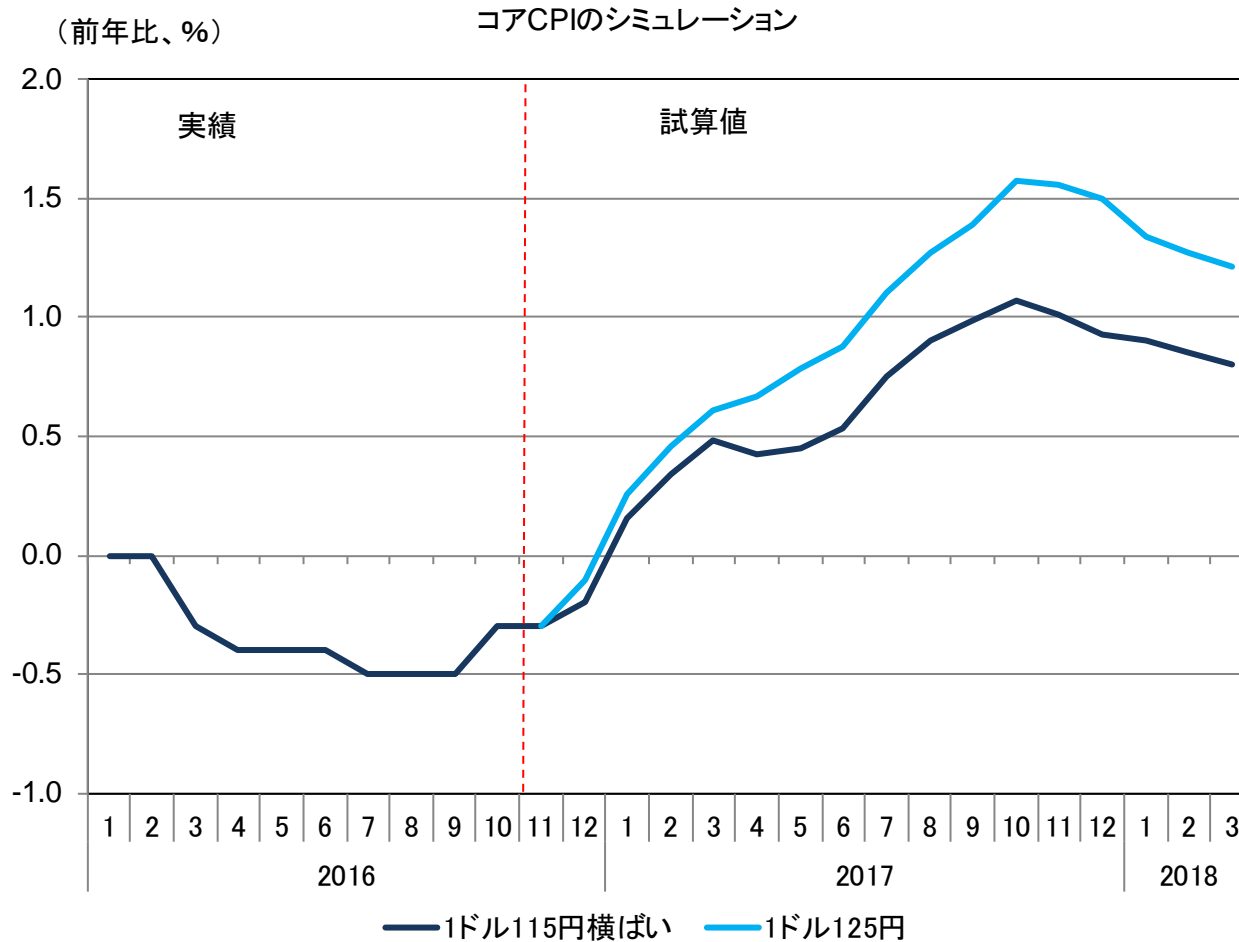
(出所) Markit/JP Morgan、Citi Research

日本の輸出は増加基調を維持へ



(出所)財務省、Citi Research

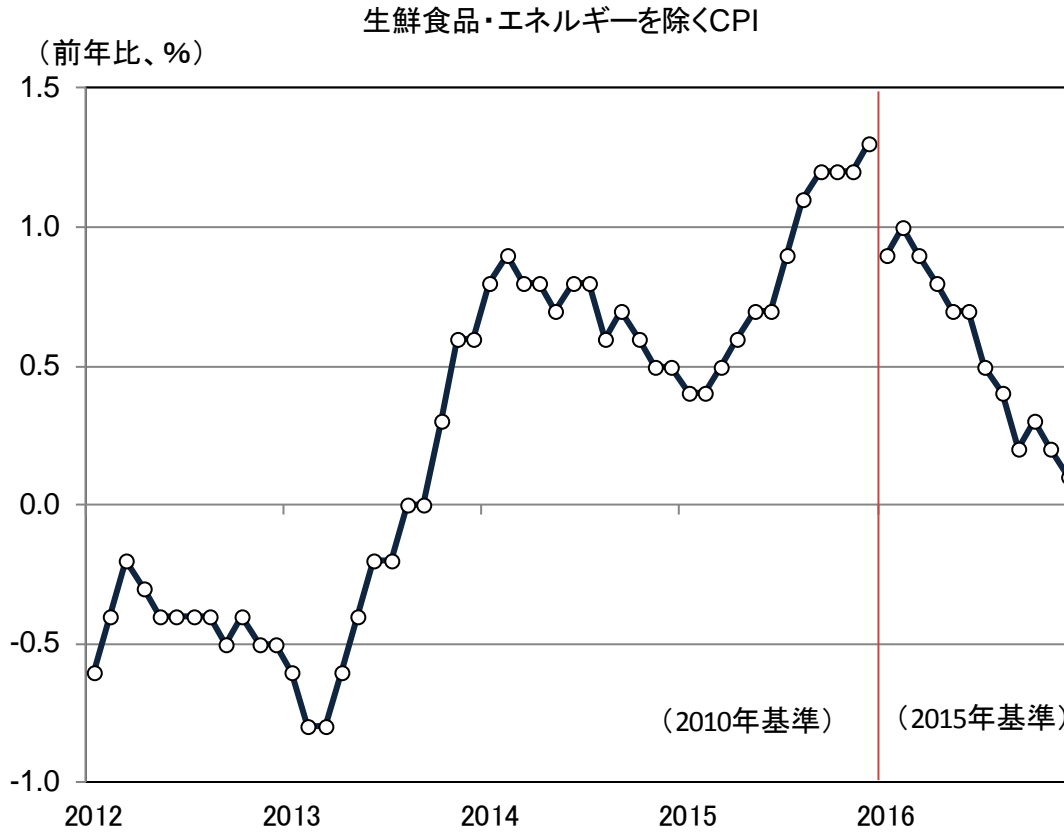
1ドル125円の場合、コアCPIは1%台後半に



(注) ①原油価格は、12月20日時点のWTI先物価格のパスを使用。②「1ドル125円」のケースは、2017年春に125円に達し、その後は横ばうと仮定。

(出所) 総務省、Citi Research

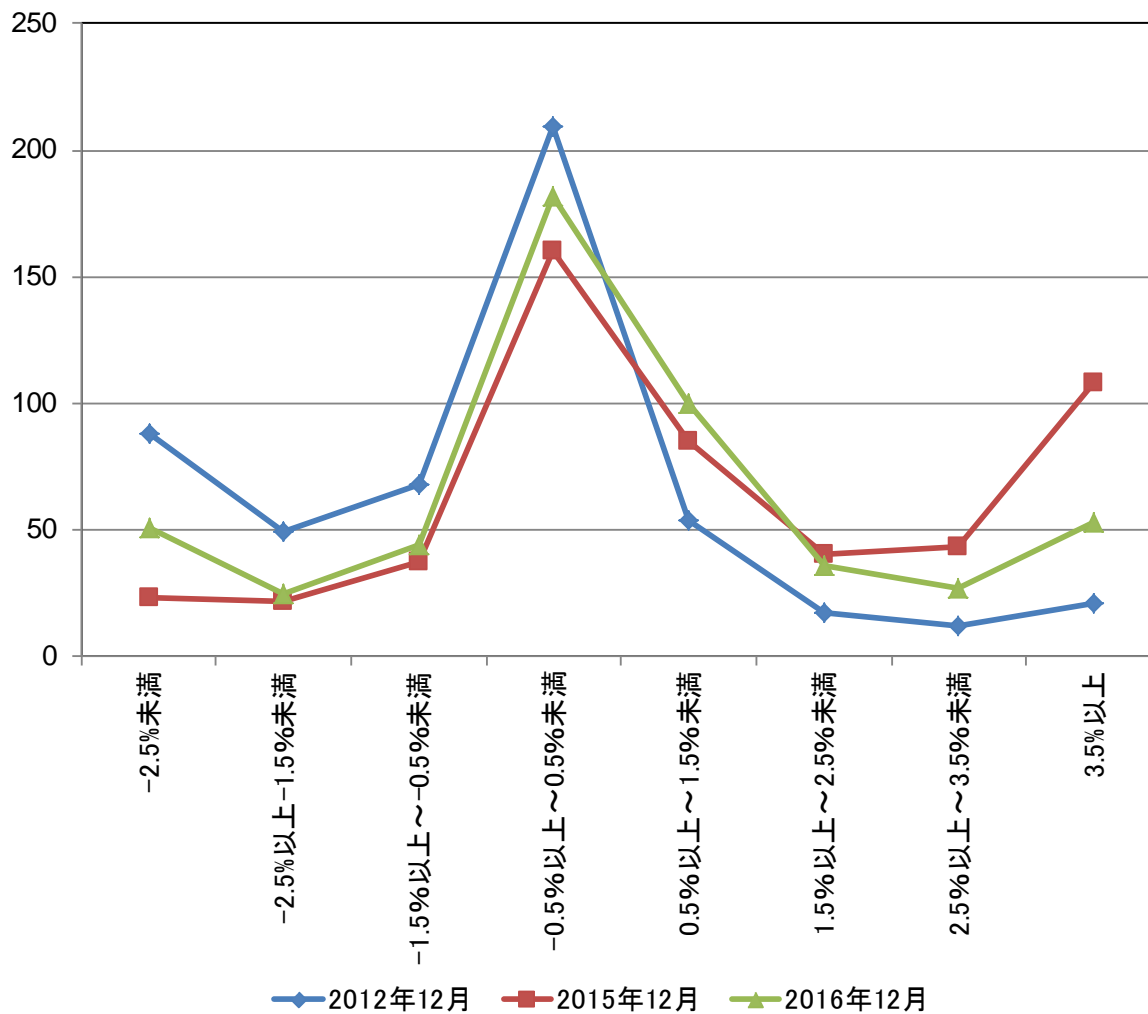
生鮮食品・エネルギーを除くCPIの直近ピークは2015年12月



(注) 消費税率引き上げの影響を除く。
(出所) 日本銀行、Citi Research

特異なCPIの品目別分布状況

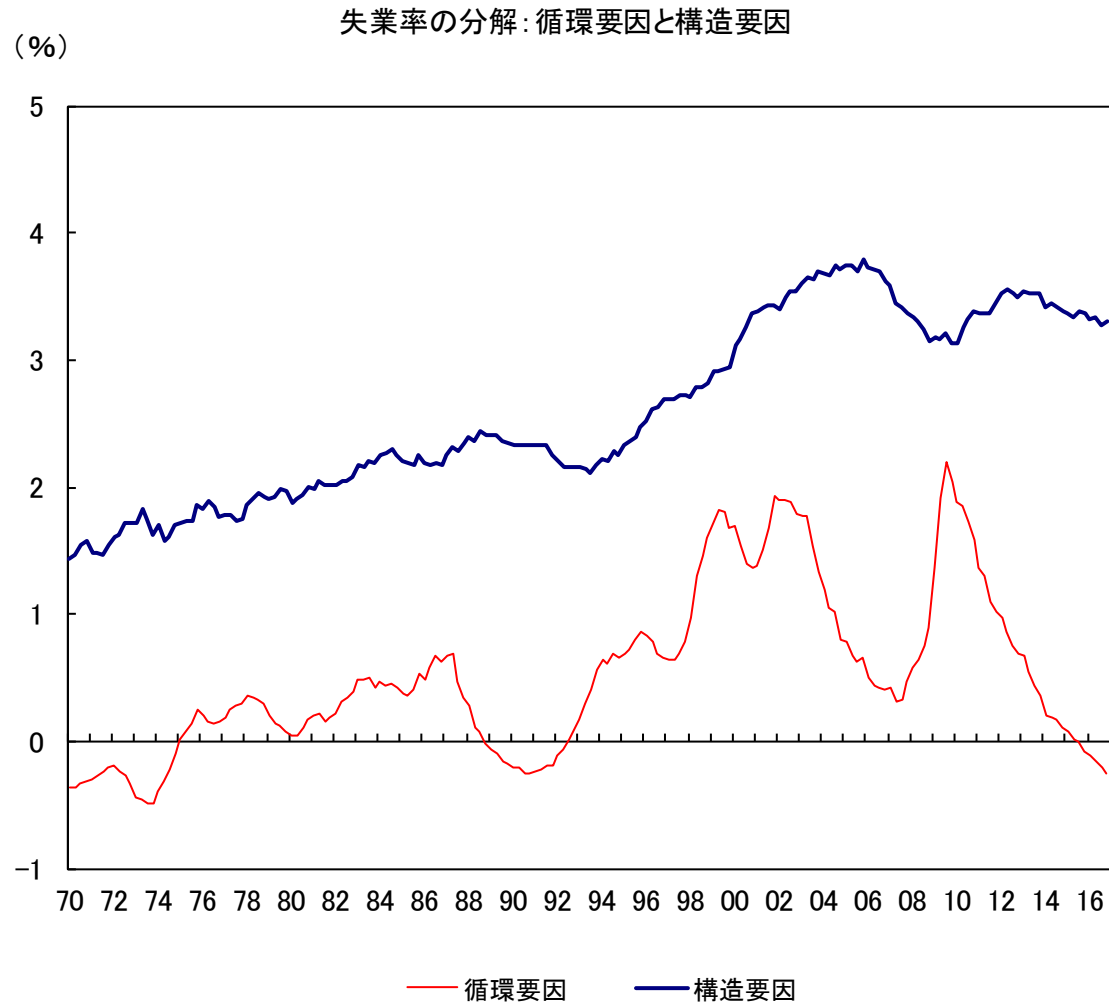
「生鮮食品・エネルギーを除くCPI」に含まれる品目の前年比・変化率の度数分布



(注) 消費税引き上げの影響を除く。

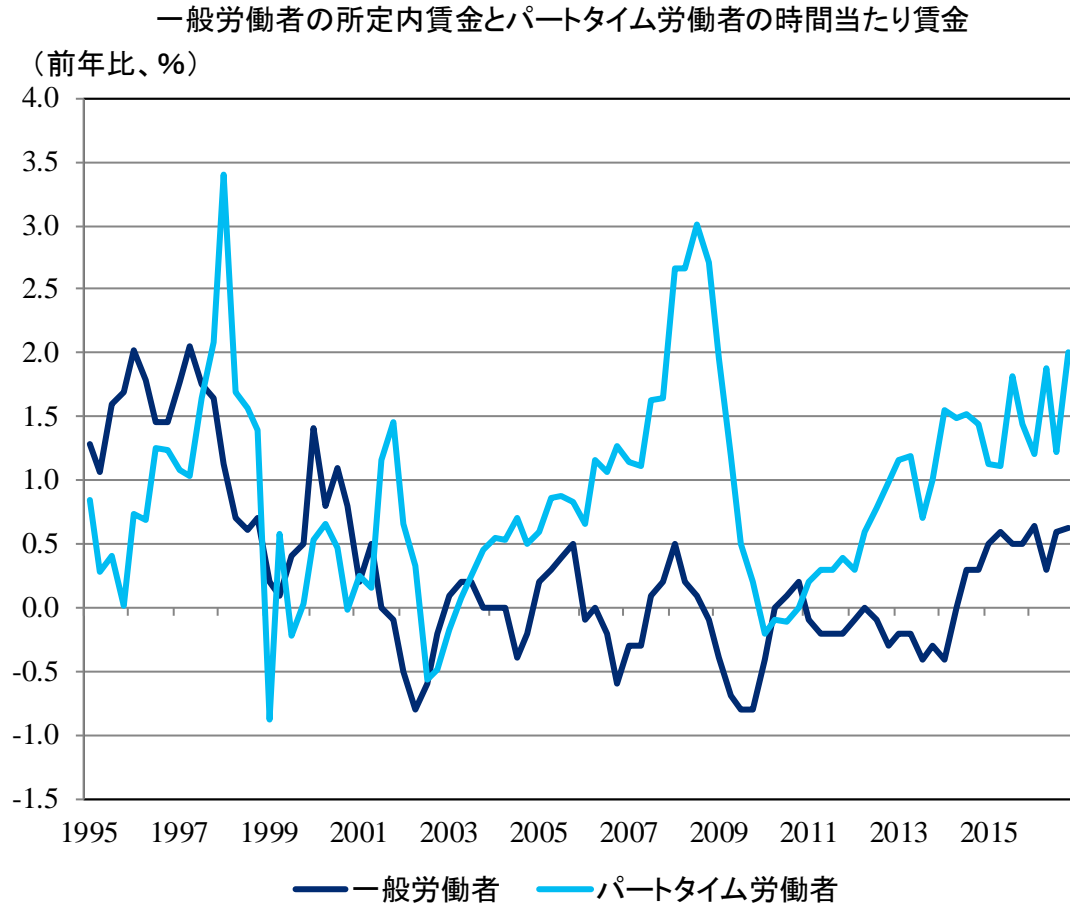
(出所) 総務省、Citi Research

労働市場は着実にタイト化



(出所)総務省、厚生労働省、Citi Research

ただ、正社員の賃金の伸びは高まりにくい

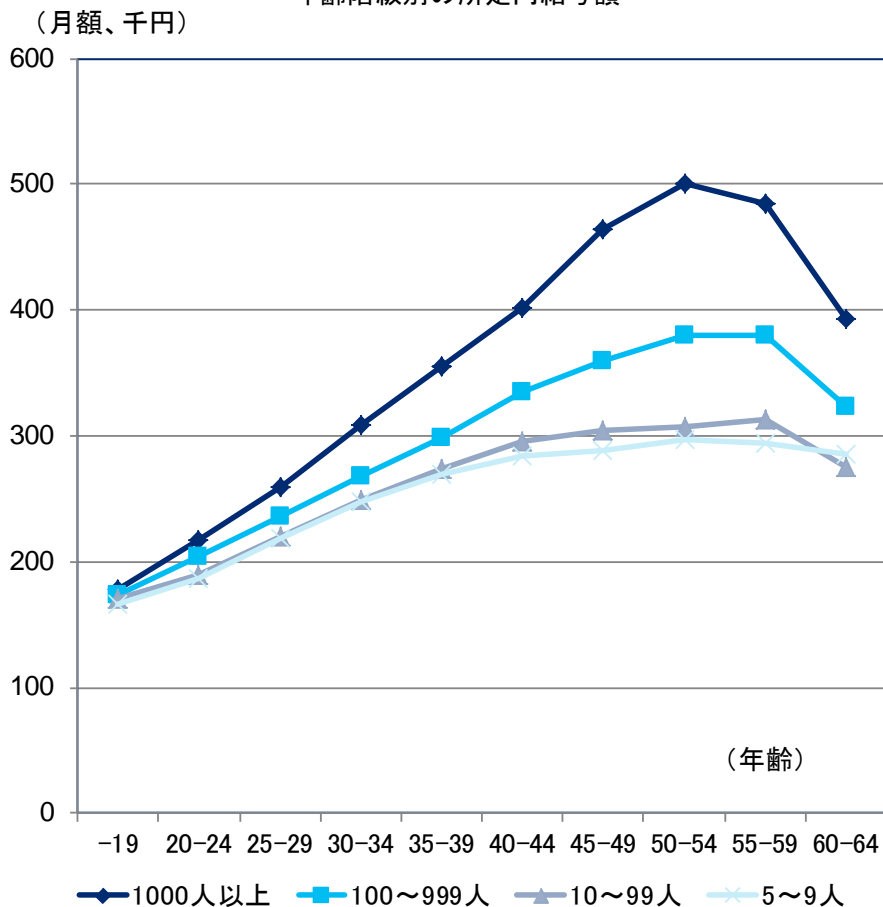


(注) パートタイム労働者の時間当たり賃金は、所定内給与を所定内労働時間で除したものの。

(出所) 厚生労働省、Citi Research

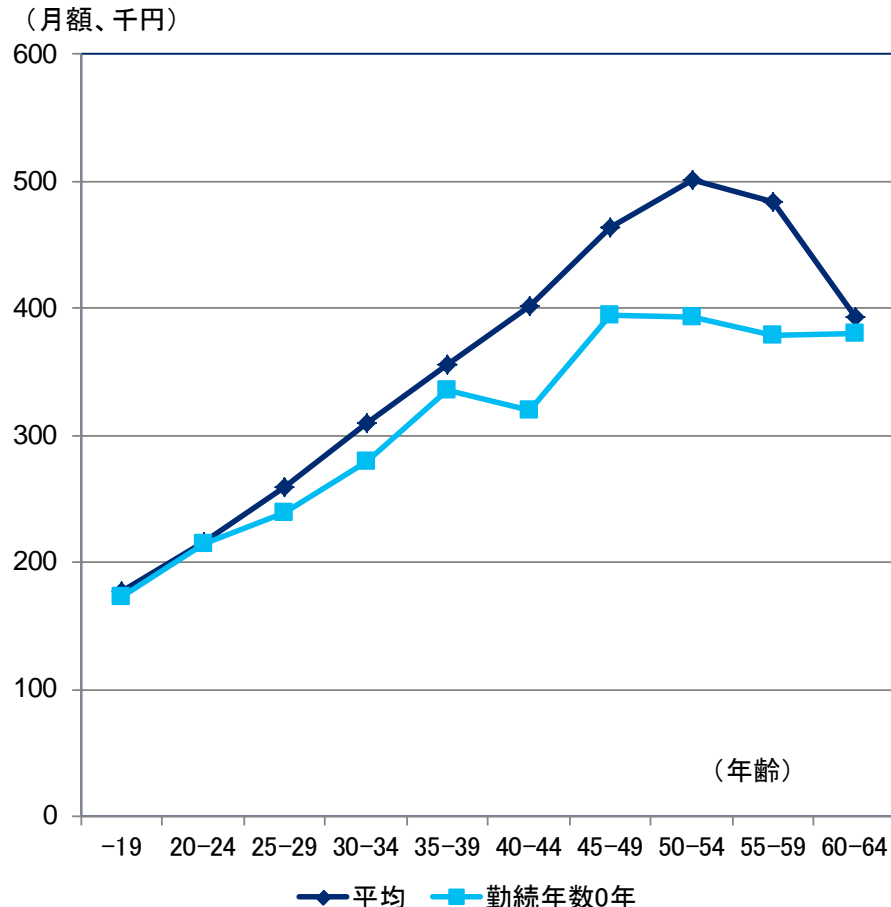
大企業ほど年功賃金の色彩が強い

年齢階級別の所定内給与額



(出所)厚生労働省、Citi Research

所定内給与額：全体平均と勤続年数0年(1000人以上)



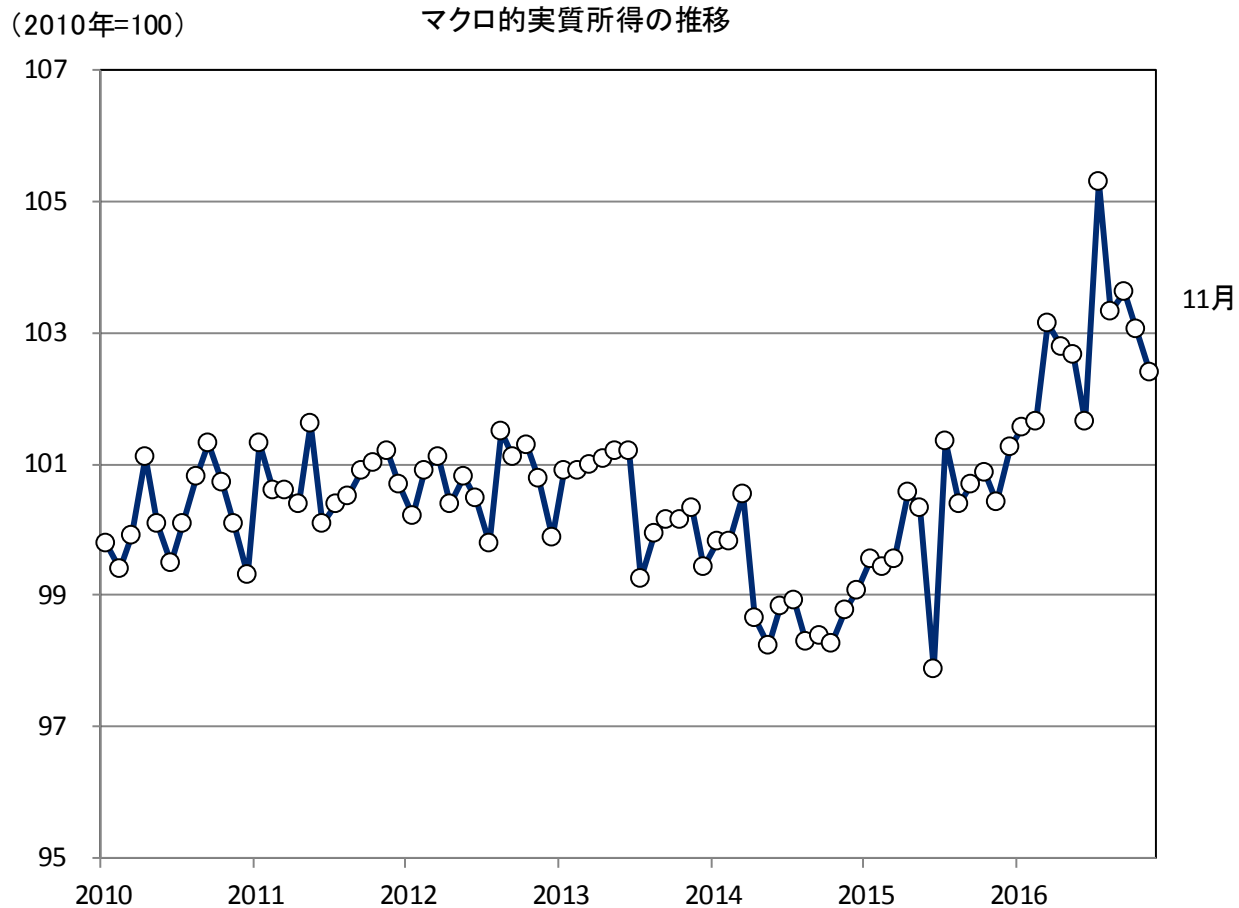
(出所)厚生労働省、Citi Research

個人消費はレンジ圏



(出所) 経済産業省、総務省、Citi Research

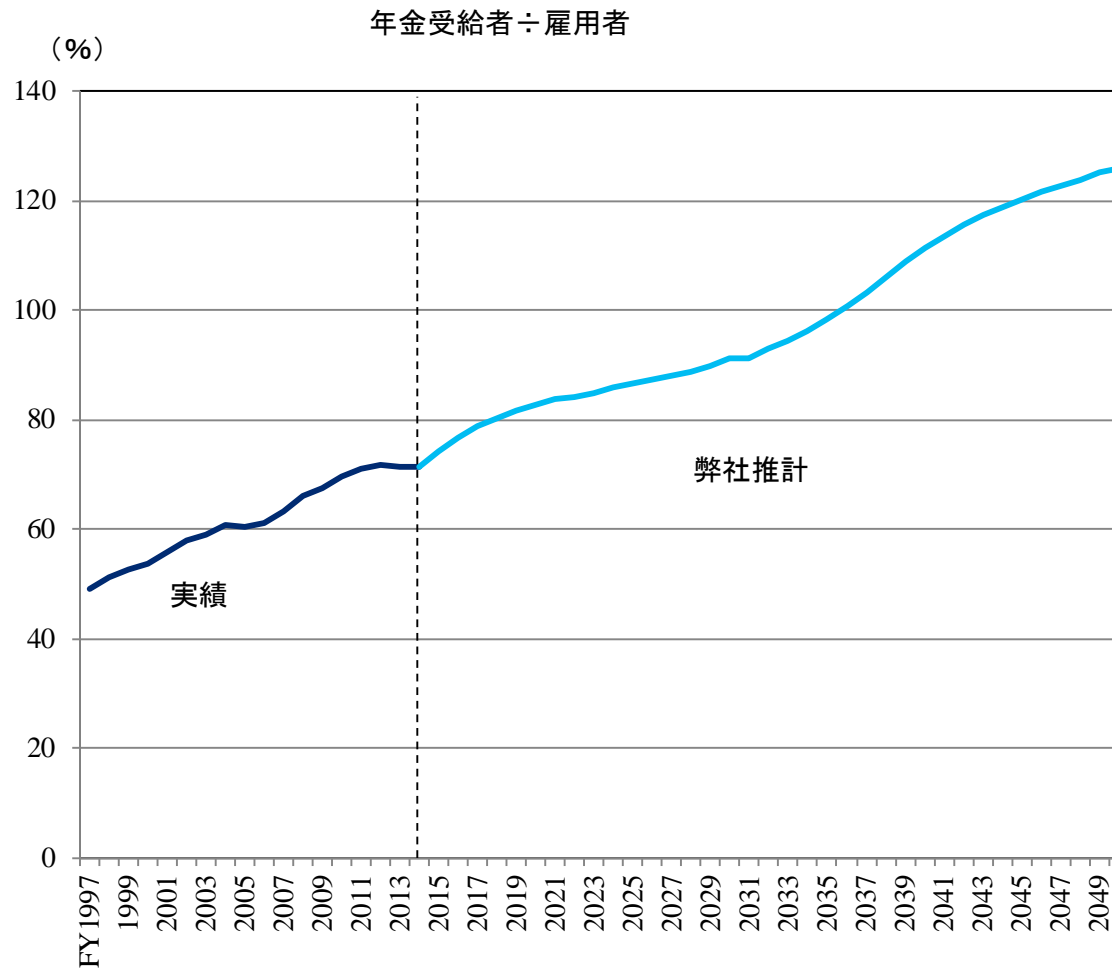
ただ、マクロ的実質所得は消費増税前を上回る



(注) マクロ的実質賃金 = 現金給与総額 × 常用雇用者数 ÷ CPI (持ち家の帰属家賃を除く)。

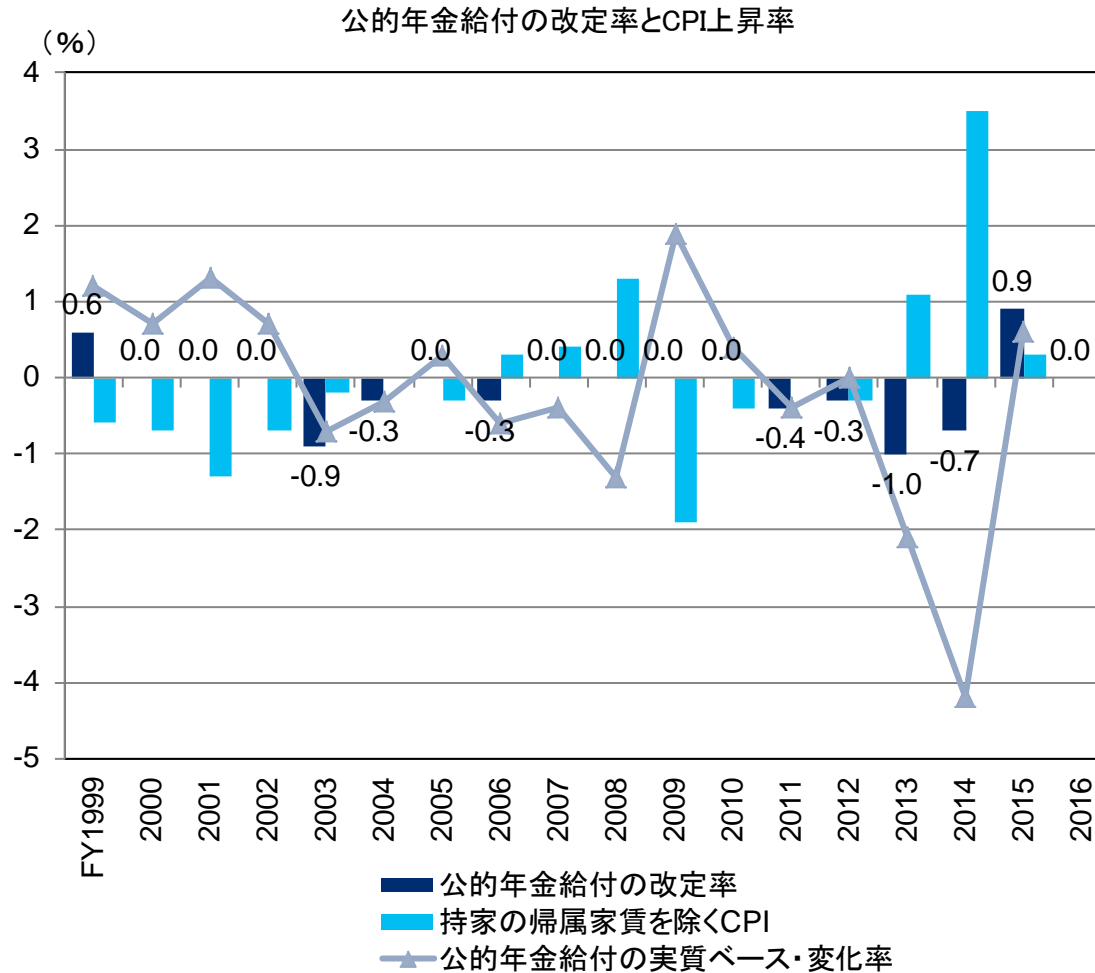
(出所) 厚生労働省、Citi Research

高まる年金生活者の重要性



(出所)厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所、Citi Research

年金生活者の環境が悪化



(出所)厚生労働省、Citi Research

年金生活者の購買力は低下し続ける？

現行法と改正法の下での年金改定率の試算

(%)

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	累積
(ケース1)											
インフレ率の想定	-0.2	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.9
賃金上昇率の想定	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.8
旧法の下での年金改定率	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
(実質ベース)	0.1	-1.1	-0.8	-1.0	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-8.4
改正法の下での年金改定率	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2
(実質ベース)	0.1	-1.1	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-8.5
(ケース2)											
インフレ率の想定	-0.2	0.7	0.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	16.7
賃金上昇率の想定	0.5	0.5	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	16.6
旧法の下での年金改定率	0.0	-0.2	0.0	0.0	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	5.6
(実質ベース)	0.1	-1.1	-0.8	-2.0	-0.9	-1.1	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	-9.7
改正法の下での年金改定率	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.9	0.9	0.9	3.5
(実質ベース)	0.1	-1.1	-0.8	-2.0	-2.0	-2.0	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	-11.6

(注) マクロ経済スライドは2015年度と同じマイナス0.9%を仮定。年金改定率は、2016年度が実績、2017年度以降は試算値。

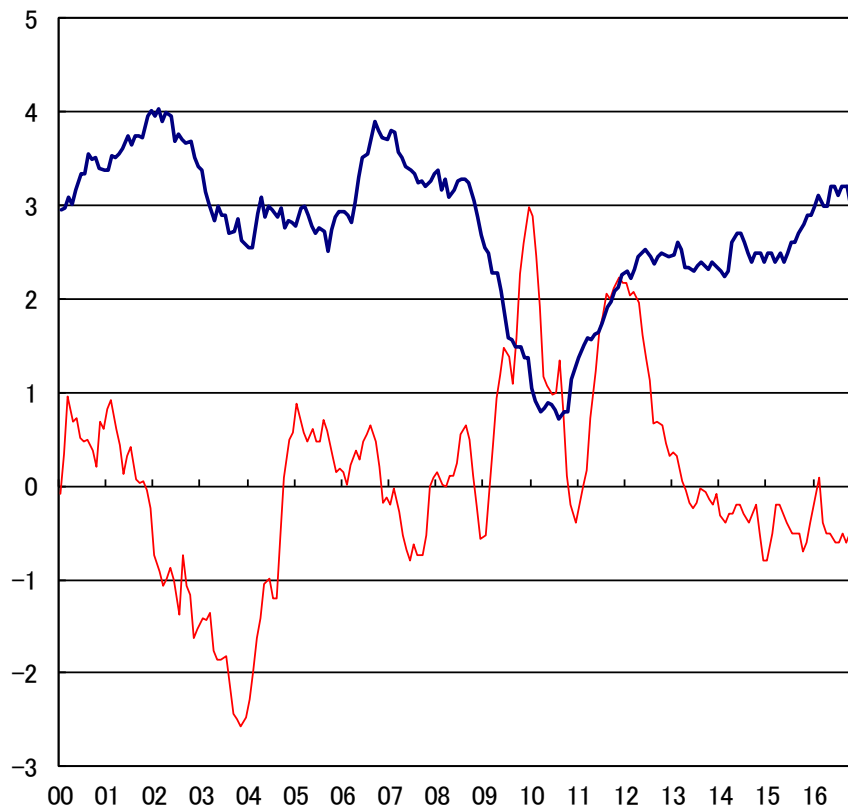
「累積」は2017年度から2015年度までの累積変化率。

(出所) 厚生労働省、Citi Research

対照的な日米のサービスインフレ

米コアCPIの内訳: 財とサービス

(前年比、%)



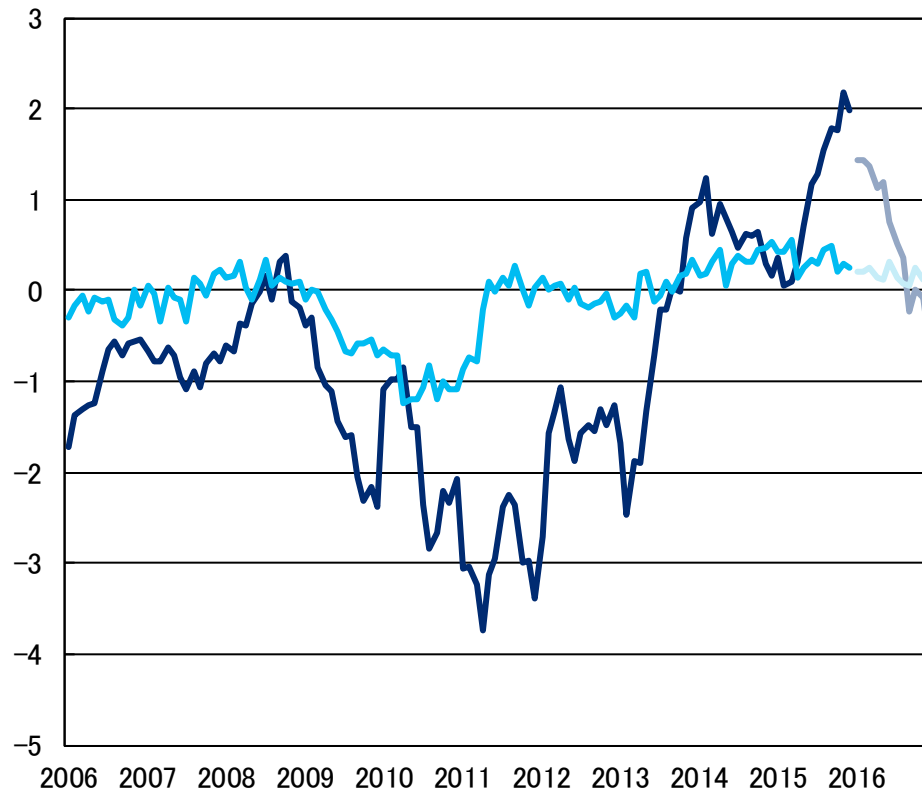
— 財 — サービス

(注) 米国のコアCPI(食料・エネルギーを除く)は、CPI全体の75.7%。
このうち、財が19.5%、サービスが56.3%を占める。

(出所) 米労働省、Citi Research

日本コアコアCPIの内訳: 財とサービス(消費増税調整後)

(前年比、%)



— 財(2010年基準) — 財(2015年基準)
— サービス(2010年基準) — サービス(2015年基準)

(注) 日本のコアコアCPI(食料・エネルギーを除く)は、CPI全体の67.1%。
このうち、財が22.0%、サービスが45.1%を占める。

(出所) 総務省、Citi Research

Appendix A-1

アナリスト・サーティフィケーション

本調査レポートの作成・内容に主たる責任を負うリサーチアナリスト(AC アナリスト)は、(i) 著者欄で"AC"と表示されるか、(ii) その著者に帰属する内容の横に太字で名前が表示されます。著者欄に複数の AC アナリストの名前がある場合、それぞれのアナリストが調査レポート全体を認証します。ただし、(a) 横に太字で名前が表示された他の AC アナリストに帰属する内容、および(b) 以下に挙げた発行体の株価チャートや過去の格付け表で他の AC アナリストの調査対象であると特定される発行体に関し、単独で表明された見解、を除きます。それぞれのアナリストは、レポートの中の責任を持つセクションに関し(1) そこに示された見解が対象発行体や対象証券に対する個人の見解を正確に反映しており、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクとその関係会社も含め、独立した形で作成されたこと、および(2) アナリストの報酬のいかなる部分も、過去、現在または将来において、間接、直接いずれの形でも、本レポートでリサーチアナリストが明らかにした特定の推奨や見解と関係がないこと、を証明します。

重要な開示事項

トルコ共和国の投資家向け開示事項:トルコ資本市場法(Law No: 6362)では、本レポートにおける投資に関する情報やコメント、助言は投資顧問業務の一部に該当しません。投資顧問サービスは、公認機関がリスクやリターンを選好を考慮し、個別に個人や企業に提供するものです。これに対し、本レポートのコメントや助言は一般的な内容です。このため、お客様の財務状況や、リスクとリターンを選好には適さない可能性があります。こうした理由から、本レポートの情報だけに基づいて投資判断を行うと、ご期待通りの結果を得られない可能性があります。さらに、Citi Research は Citigroup Global Markets Inc.(以下「弊社」)の一部門であり、弊社は本リサーチ・レポートが対象とする企業との業務や証券の取引を行うことも、それを求めることもあります。その結果、弊社は、本レポートの客観性に影響する可能性のある利益相反となる場合があることをご承知おきください。

アナリストの報酬は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク及びその関係会社(以下「弊社」といいます)の顧客である投資家に便益をもたらすことを目的とする活動及びサービスに基づいて Citi Research のマネジメントとシティグループのシニアマネジメントによって決定されます。報酬は特定の取引や推奨に連動しません。弊社のすべての従業員と同様に、アナリストは投資銀行部門やセールス、トレーディング、自己勘定取引の収入を含む弊社全体の収益性を反映した報酬を受け取ります。顧客である機関投資家と調査対象企業の経営陣の間のコーポレートアクセス・イベントを設定することも、株式調査アナリストの報酬の要因のひとつになります。

弊社は、弊社が本プロダクトで推奨された有価証券のマーケットメーカーでない場合には、発行会社の金融商品の流動性を供給するための取引において自己勘定における取引を行うことがあります。弊社は、本プロダクトにおいて推奨されたことのある有価証券と連動するところの、取引されている金融商品に関し、通常の発行体です。弊社は、常に本プロダクトにおいて議論されている発行会社の有価証券の売買を行うことがあります。弊社は本プロダクトの内容と矛盾した売買を行う可能性があり、本プロダクトにおいて記載された有価証券に関して、自己勘定で顧客と売買を行う可能性があります。

Citi Research のプロダクト(「本プロダクト」)の対象企業に関する重要な開示事項(過去の開示事項の写しを含む)については、Citi Research, 388 Greenwich Street, 28th Floor, New York, NY, 10013, Attention: Legal/Compliance [E6WYB6412478]までお問い合わせください。また、バリュエーション、リスク、過去の開示事項を除くこれと同じ重要な開示事項は、https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures の開示事項に関するウェブサイトでご覧になれます。バリュ

ーションとリスクは、対象企業の最新レポートの本文に記載されています。Market Abuse Regulation に従い、過去 12 ヶ月に発行されたすべての Citi Research の推奨の履歴は、Citi Velocity (<http://www.citivelocity.com/cv2>)か、ご自身の標準 ポータルを通じてアクセスできます。過去 3 年までの開示事項はご要望に応じて提供いたします。

米国外のリサーチ・アナリストに関する開示事項

本レポートを作成した米国外のリサーチ・アナリスト(すなわち、以下に挙げられている全てのリサーチ・アナリストのうち、Citigroup Global Markets Inc.の被雇用者として示された者以外)は、リサーチアナリストとして金融取引業規制機構(FINRA)に登録されていません。当該アナリストは会員企業の関係者でない場合があります。従って、対象会社との連絡、公の場への登場、及びアナリスト自身の口座における証券取引に関する、FINRA 規則 2241 の規制が適用されない場合があります。本レポートの著者を雇用している法人は以下に列挙されています。:

Citigroup Global Markets Japan Inc.

村嶋 帰一

その他 開示事項

金融商品取引法第 37 条に定める事項の表示

金融商品取引を行われる場合は、各商品等に所定の手数料等(株式取引の場合には、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連する固有リスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブ取引の場合には、お客様との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります。デリバティブ取引にあたり差し入れていただく保証金等の額は担保契約の内容により異なるため、現時点ではお取引の額の保証金等の額に対する比率上限を算出することはできません。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第 16 条第 1 項第 6 号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。商号等: シティグループ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 130 号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

特に断りがなければ、推奨の際に言及される商品の価格は、その商品の主要市場における前日の終値です。

欧州の規制では、推奨が、当該金融商品や発行体の過去 12 ヶ月の推奨と異なる場合、その変更と以前の推奨の日付を記載する必要があります。発行済リサーチレポートの過去の取引履歴をご参照いただくか、リサーチ・アナリストまでお問い合わせください。

欧州の多くの規制では、企業に対し、投資調査レポートの発行や配布の結果生じる利益の相反を管理するポリシーの設定や実行、公開を義務付けています。Citi Research の本プロダクトに適用されるポリシーは、https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures でご覧になれます。

過去 12 ヶ月の各四半期末における「買い」、「中立」、「売り」に相当する Citi Research ファンダメンタル調査の推奨の割合は以下の通りです(括弧内はインベストメントバンキングのクライアントが示した数値)。2016 年第 4 四半期:「買い」31% (71%)、「中立」45% (64%)、「売り」24% (58%)、2016 年第 3 四半期:「買い」

32% (68%)、「中立」44% (64%)、「売り」24% (61%)、2016年第2四半期:「買い」31% (68%)、「中立」45% (63%)、「売り」24% (61%)、2016年第1四半期:「買い」31% (67%)、「中立」45% (63%)、「売り」24% (61%)。

Citigroup Global Markets India Private Limited 又はその関係会社は、1%又はそれ以上の当該発行者の債券を実際又は受益的に所有している場合があります。

Citi Research はレポートを弊社の自己 (Citi Velocity, Citi Personal Wealth Management 等) 及び第三者の電子的配信プラットフォームを通じて全世界の法人・個人顧客に配布しています。特定のリサーチは弊社の自己配信プラットフォームからのみ配信されますが、かかるリサーチには収益予想、目標株価、投資評価、リスク格付又は投資テーマの変更は含まれず、著者の既発行リサーチと矛盾するものではありません。特定のリサーチは法令上の理由により機関投資家にもみ提供されております。Citi Research アナリストは場合により、発行されたレポートを1名かそれ以上の顧客に電子メールで配布することがあります。かかる電子メールの配信は弊社の判断によるものであり、リサーチ発行後においてのみ行われます。Citi Research アナリストがお客様に提供するサービスのレベルやタイプは、アナリストとのコミュニケーション頻度や方法についてのお客様の嗜好、お客様のリスクプロファイルや関心ある投資対象、見通し(マーケット全体、セクター限定、長期・短期等)、規模やお客様のシティとの全般的な関係性、法規制上の制約等、様々な要因により異なります。

Comissão de Valores Mobiliários Rule 483 に従い、シティは関係会社や事業が対象企業と商業的な関係にあるかどうかを開示する必要があります。シティが世界の100カ国以上でさまざまな事業を行っていることを考慮すると、対象企業と商業的な関係にある公算は大きいとみられます。

弊社が推奨、勧誘又は売付けを行う有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関(シティバンクを含む)の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。本プロダクトは、情報提供のみを目的として作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。本プロダクトに記載された有価証券への投資を判断される際には、当該有価証券に関する公開情報若しくは登録された目論見書についての検討をお願いします。本プロダクト上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。ただし、弊社は本プロダクトの「重要な開示事項」においてなされた開示の正確性、完全性を判断する上ですべての妥当な手段を講じています。弊社調査本部は、本プロダクトにおいて言及されている対象会社から協力を得ました。この協力は、対象会社の経営陣との協議を含みますが、それに限定されません。弊社ポリシーによりリサーチアナリストが対象会社にドラフト・レポートを送付することは禁止されていますが、本プロダクトの執筆者は、事実確認を目的として発行の前に対象会社と議論を行ったとお考えください。本プロダクトに掲載された見解及び予測は、本プロダクト発行時における執筆者の判断であり、本プロダクトに含まれるその他のいかなる情報と同様に予告なく変更されることがあります。金融商品の価格及び供給状況もまた予告なく変動する可能性があります。弊社内の他の部門が、本プロダクトにおいて言及されている会社に対し助言を行っている場合においても、そのような役割において得た情報を本プロダクトの作成の際に利用していません。Citi Research ではレポート発行の頻度についての規定はありませんが、本プロダクトがファンダメンタルリサーチあるいはクレジットリサーチのレポートの場合、Citi Research は対象発行体に対し、発行体に影響を及ぼすニュースへの反応を含むリサーチカバレッジを提供する意図があります。ファンダメンタルリサーチ以外のレポートでは、レポートに含まれる見解や推奨、事実が定期的に更新されない場合もあります。Citi Research の調査、推奨、議論の対象であっても、法令又は規程上の理由からある発行体への言及が一定期間制限される場合があります。Citi Research ではさまざまなクラスの顧客に対し(例えば投資期間の長短に応じて)異なるプロダクトやサービスを提供することがあります。その場合、それぞれのプロダクトのレーティングシステムと整合的である限り、別のリサーチ・プロダクトの推奨とは異なる結論や推奨が行われ、証券価格に影響を及ぼす可能性があります。

米国預託証券を含む米国外の有価証券への投資には一定のリスクが伴います。米系以外の発行体の有価証券は、米国の証券取引委員会に登録されておらず、その報告義務の適用を受けない場合があります。外国の有価証券に関しては限られた情報しか入手可能でない場合があります。原則として、外国会社は、米国と同程度の監査及び報告に関する統一基準、慣習並びに要件の適用を受けていません。外国会社の有価証券には、同程度の米国会社

の有価証券と比較して、流動性が低く、株価のボラティリティが高いものもあります。また、外国株式への投資の価値及びこれに対応する米国投資家への配当の支払いに対して、為替変動が重大な悪影響を及ぼすことがあります。米国預託証券の投資家に対して支払う正味配当金の金額は、源泉税率に関する条約を使用して見積りされており、これらは正確と思われるものですが、厳密に正確な配当金の算定については税務の専門家とご協議下さいようお願い申し上げます。米国の州によっては、弊社から本プロダクトを受領した投資家が本プロダクトで言及されている有価証券の買付けを弊社から行うことを禁止していることがあります。詳細につきましては担当のフィナンシャル・アドバイザーにお尋ね下さい。米国内においては、シティグループ・グローバル・マーケット・インクが本プロダクトについて責任を負います。本プロダクトに記載されている情報に基づく米国の投資家のお客様による注文は、シティグループ・グローバル・マーケット・インクを通してのみ執行されるものとします。

本プロダクトの作成に関する責任を負うシティグループ法人は、最初に名前の記載されたアナリストが所属する法人です。オーストラリアにおいて、本プロダクトは、ASX Group の一員であり Australian Securities & Investments Commission の規制下にある Citigroup Global Markets Australia Pty Limited. (ABN 64 003 114 832 and AFSL No. 240992) Citigroup Centre, 2 Park Street, Sydney, NSW 2000 を通じてオーストラリアで配布されています。Citigroup Global Markets Australia Pty Limited は、Banking Act 1959 で規定する公認預金取扱金融機関ではなく、オーストラリア健全性規制庁の規制対象でもありません。オーストラリアにおいて本プロダクトは Citigroup Pty Limited (ABN 88 004 325 080 and AFSL 238098)を通じて、プライベートバンキングの機関投資家のお客様に配布されています。Citigroup Pty Limited は、オーストラリアにおけるプライベートバンキングの機関投資家のお客様に対して、バンカー又はリレーションシップ・マネージャーを通じて、全ての金融商品に関する助言を行っています。Citibank Private Bank の口座を使用する投資に疑義がある場合には、オーストラリアの Citibank Private Bank にお問い合わせ下さい。お客様への商品又はサービスの提供に関して、Citigroup の会社が関係会社又はその代理人に報酬を支払う場合があります。本プロダクトはブラジルにおいて、CVM - Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), BACEN - Brazilian Central Bank, APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais 及び ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais の規制下にある Citigroup Global Markets Brasil - CCTVM SA により配布されています。Av. Paulista, 1111 - 14º andar(parte) - CEP: 01311920 - São Paulo - SP. 本プロダクトがカナダの特定の州において Citigroup Global Markets (Canada) Inc.(以下"CGM Canada"といえます)によって配布されている場合には、本プロダクトは、CGM Canada により承認されています。Citigroup Place, 123 Front Street West, Suite 1100, Toronto, Ontario M5J 2M3. チリにおいて、本プロダクトはシティグループ・インクの間接子会社で、Superintendencia de Valores y Seguros. Agustinas 975, piso 2, Santiago, Chile の規制下にある Banchile Corredores de Bolsa S.A を通じて配布されます。本プロダクトはドイツにおいて、Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)の規制下にある Citigroup Global Markets Deutschland AG ("CGMD")により配布されます。CGMD, Reuterweg 16, 60323 Frankfurt am Main.(Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 of the Laws of Hong Kong)に規定されているように)香港において有価証券に関連するリサーチは、その内容に全責任を負う Citigroup Global Markets Asia Limited により又はこれのために香港で発行されます。Citigroup Global Markets Asia Ltd.は、HongKong Securities and Futures Commission の規制を受けます。リサーチが Citibank, N.A., Hong Kong Branch を通じて、その Citi Private Bank のお客様に配布される場合、Citibank N.A., Citibank Tower, Citibank Plaza, 3 Garden Road, Hong Kong. により配布されたものです。Citibank N.A.は The Hong Kong Monetary Authority の規制を受けます。本文書に関するご質問やお問い合わせは、Citibank N.A., Hong Kong, Branch のプライベートバンカーまでお願いいたします。本プロダクトはインドにおいて、リサーチ・アナリストとして Securities and Exchange Board of India (SEBI)規制下にある Citigroup Global Markets India Private Limited により配布されています(SEBI Registration No. INH000000438)。CGM はインドにおいて、SEBI の登録を受けマーチャント・バンカー、ストック・ブローカー、預託参加者として業務を行っております。CGM が登録されているオフィスの所在地は、1202, 12th Floor, FIFC, G Block, Bandra Kurla Complex, Bandra East, Mumbai - 400051 です。また、企業コードは U99999MH2000PTC126657、連絡先は Tel:+9102261759999 Fax:+9102261759961 となります。本プロダクトはインドネシアにおいて、PT Citigroup Securities Indonesia により配布されています。5/F, Citibank Tower, Bapindo Plaza, Jl. Jend. Sudirman Kav. 54-55, Jakarta 12190. 適用される資本市場の法規制を遵守している場合を除いて、本プロダクト又はその写しのいずれも、インドネシアにおいて、居住地に関わらずインドネシア国民に対して、またインドネシアの住民に対して配布することはできません。本プロダクトは、インドネシアにおいて有価証券の取得を勧誘するものではありません。本

ロダクトで言及されている有価証券は、関連する資本市場の法規制に基づく Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency (BAPEPAM-LK)への登録を受けていないため、公募又はインドネシアの資本市場の法規制の解釈で勧誘を構成する状況を通じたインドネシア領土における又はインドネシア国民に対する勧誘及び販売はできません。本プロダクトは**イスラエル**において、Bank of Israel と Israeli Securities Authority の規制下にある Citibank NAを通じて配布されます。Citibank, N.A, Platinum Building, 21 Ha'arba'ah St, Tel Aviv, Israel. 本プロダクトは**イタリア**において PRA の認可を受け FCA と PRA の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。Via dei Mercanti, 12, Milan, 20121, Italy. 本プロダクトは**日本**において金融庁、証券取引等監視委員会 日本証券業協会、東京証券取引所、大阪証券取引所の規制下にあるシティグループ証券株式会社(「CGMJ」といいます)により配布されています。〒100-6520 東京都千代田区丸の内 1-5-1 新丸の内ビルディング。本プロダクトがSMBC日興証券株式会社によって配布される場合は、ライセンスに基づいて配布されるものです。CGMJ リサーチレポートに過誤訂正がある場合、訂正版は弊社のオンラインサイト Citi Velocity に掲載されますので、ご覧いただきますようお願いいたします。尚、Citi Velocity に関してのお問い合わせは Citi Velocity デスク (81 3) 6270-3019 までお電話ください。本プロダクトは**韓国**において、Financial Services Commission、Financial Supervisory Service、及び Korea Financial Investment Association (KOFIA)の規制下にある Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd.により配布されています。Citibank Building, 39 Da-dong, Jung-gu, Seoul 100-180, Korea. KOFIA は、リサーチアナリストの登録情報をウェブサイトで提供しています。Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd のリサーチアナリストに関する KOFIA の登録情報は、ウェブサイト：<http://dis.kofia.or.kr/websquare/index.jsp?w2xPath=/wq/fundMgr/DISFundMgrAnalystList.xml&divisionId=MDIS03002002000000&serviceId=SDIS03002002000000>。本プロダクトは**韓国**において、Financial Services Commission 及び Financial Supervisory Service の規制下にある Citibank Korea Inc.により配布されています。Citibank Building, 39 Da-dong, Jung-gu, Seoul 100-180, Korea。本プロダクトは**マレーシア**において、Citigroup Global Markets Malaysia Sdn Bhd(Company No. 460819-D)(「CGMM」)によりその顧客に配布されており、CGMM がその内容に責任を負います。CGMM は Securities Commission of Malaysia の規制を受けます。本プロダクトに関するご質問やお問い合わせは CGMM(Level 43 Menara Citibank, 165 Jalan Ampang, 50450 Kuala Lumpur, Malaysia) までお願いします。本プロダクトは**メキシコ**において、Citigroup Inc.の子会社であり Comision Nacional Bancaria y de Valores の規制下にある、Acciones y Valores Banamex, S.A. De C. V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex (「Accival」といいます)により配布されています。Reforma 398, Col. Juarez, 06600 Mexico, D.F. **ニュージーランド**において、本プロダクトは、Financial Advisers Act 2008 (「FAA」)の s5C(1)に規定された機関投資家のお客様に限り、FAA に規定された海外金融アドバイザーで、ASX グループの参加者でもあり、Australian Securities & Investments Commission の規制下にある Citigroup Global Markets Australia Pty Ltd (ABN 64 003 114 832 and AFSL No. 240992)を通じて配布されます。本プロダクトは**パキスタン**において、State Bank of Pakistan 及び Securities Exchange Commission の規制下にある、Citibank N.A. Pakistan Branch により配布されます。AWT Plaza, 1.1. Chundrigar Road, P.O. Box 4889, Karachi-74200. 本プロダクトは**フィリピン**において、Philippines Securities and Exchange Commission の規制下にある Citicorp Financial Services and Insurance Brokerage Philippines, Inc.を通じて配布されています。20th Floor Citibank Square Bldg。本プロダクトはフィリピンにおいて Citibank NA Philippines branch を通じて配布されています。Citibank Tower, 8741 Paseo De Roxas, Makati City, Manila. Citibank NA Philippines NA は The Bangko Sentral ng Pilipinas の規制を受けます。本プロダクトは**ポーランド**において、Komisja Nadzoru Finansowego の規制下にあり Citigroup Inc.の間接子会社である Dom Maklerski Banku Handlowego SA により配布されています。Dom Maklerski Banku Handlowego S.A. ul.Senatorska 16, 00-923 Warszawa. 本プロダクトは、Central Bank of the Russian Federation からロシア連邦での銀行業務を行うライセンスを取得し、Federal Service for Financial Markets から仲介業務を行うライセンスを取得している ZAO Citibank を通じて**ロシア連邦**内で配布されています。本プロダクト並びに本プロダクトに記載されている内容は、ロシア連邦内又はロシア連邦外において有価証券を宣伝するためのものではありません。本プロダクトには、「On Appraisal Activities in the Russian Federation」1998年7月29日 No. 135 FZ(改正)の Federal Law of the Russian Federation において定義された評価(appraisal)をするものではありません。8-10 Gasheka Street, 125047 Moscow. 本プロダクトは**シンガポール**において Capital Markets Services のライセンスを取得し Monetary Authority of Singapore の規制下にある Citigroup Global Markets Singapore Pte. Ltd (「CGMSPL」)により配布されています。本文書に関するご質問やお問い合わせは CGMSPL (8 Marina View, 21st Floor Asia Square Tower 1, Singapore 018960.)までお願いします。本レポートは、Securities and Futures Act (Cap. 289)に規定された認定投資家、専門家や機関投資家を対象として提供されるものです。本プロダクトは、シンガポールにおいて Monetary Authority of Singapore の規制下にありシンガポールにおける銀行のライセンスを取

得している Citibank N.A., Singapore Branch を通じて、Citigroup Private Bank in Singapore により配布されています。本文書に関するご質問やお問い合わせは Citibank N.A., Singapore Branch のプライベートバンカーまでお願いします。本レポートは、Securities and Futures Act (Cap. 289)に規定された認定投資家、専門家や機関投資家を対象として提供されるものです。本レポートはシンガポールにおいて Citibank Singapore Ltd ("CSL")により Citigold/Citigold Private の限られたお客様に配布されるものです。CSL では本レポートに関し独立した調査や内容の分析・準備を提供していません。本レポートに関するご質問やお問い合わせは CSL の Citigold/Citigold Private リレーションシップマネジャーまでお願いします。本レポートは、Securities and Futures Act (Cap. 289)に規定された認定投資家を対象として提供されるものです。Citigroup Global Markets (Pty) Ltd. は、**南アフリカ共和国**において設立された会社で(会社登録番号 2000/025866/07)、登記上の事務所を 145 West Street Sandton, 2196, Saxonwold に有しています。Citigroup Global Markets (Pty) Ltd. は、JSE Securities Exchange South Africa, South African Reserve Bank 及び the Financial Services Board の規制下にあります。南アフリカでは、個人投資家のお客様は、本プロダクトに掲載される投資及びサービスを利用することができません。本プロダクトは**台湾**において、各々のライセンスの範囲や台湾で適用されるに法規制に従い、Citigroup Global Markets Taiwan Securities Company Ltd. ("CGMTS"), 14 and 15F, No. 1, Songzhi Road, Taipei 110, Taiwan 及び/又は Citibank Securities (Taiwan) Company Limited ("CSTL"), 14 and 15F, No. 1, Songzhi Road, Taipei 110, Taiwanを通じて配布されます。CGMTS と CSTL は共に台湾の the Securities and Futures Bureau of the Financial Supervisory Commission of Taiwan の規制を受けます。台湾では、[CGMTS 及び CSTL の書面による許可がなければ]本プロダクトのいかなる部分もマスコミ又はその他の者による複製もしくは引用はできません。本プロダクトが台湾で勧誘又は取引することができない有価証券について記載している場合、本プロダクト又は本プロダクトに含まれる情報のいずれも、台湾において有価証券の宣伝もしくは推奨をするものではありません。本プロダクトは情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の勧誘を目的としたものではありません。本プロダクトに記載された有価証券や金融商品への投資を判断される際には、当該有価証券や金融商品に関する公開情報若しくは登録された目論見書についての検討をお願いします。本プロダクトは、**タイ**において Securities and Exchange Commission of Thailand の規制下にある Citicorp Securities (Thailand) Ltd., により配布されています。399 Interchange 21 Building, 18th Floor, Sukhumvit Road, Klongtoey Nua, Wattana ,Bangkok 10110, Thailand. 本プロダクトは**トルコ**において、Capital Markets Board の規制下にある Citibank AS を通じて配布されています。Tekfen Tower, Eski Buyukdere Caddesi # 209 Kat 2B, 23294 Levent, Istanbul, Turkey. **アラブ首長国連邦**において、本資料は、Dubai International Financial Center ("DIFC"といます)に登録され Dubai Financial Services Authority ("DFSA"といます)の規制下にある法人である Citigroup Global Markets Limited DIFC Branch ("CGML"といます)により、機関投資家のお客様及び市場参加者のみに配布されるものであり、個人投資家のお客様には配布できません。カバー対象の各業種に対する投資をパーセンテージで表示した Citi Research の異なる格付分布は、ご要望に基づき提供されます。本資料に関連する金融商品又はサービスは、機関投資家のお客様及び市場参加者に限り提供されます。本プロダクトは**英国**において Prudential Regulation Authority ("PRA"といます)の認可を受け Financial Conduct Authority ("FCA"といます)と PRA の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。本プロダクトは、英国外居住者による投資又はサービス、若しくは PRA の認可及び FCA/PRA の監督を受けないその他の事項に言及している場合があり、その場合はご要請により、当該事項に関する詳細を入手することが可能です。Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB. 本プロダクトは、**米国**において FINRA 会員であり US Securities and Exchange Commission に登録されている Citigroup Global Markets Inc により配布されています。388 Greenwich Street, New York, NY 10013. 別途記載のない限り EU 加盟国内において、本プロダクトは PRA の認可を受け FCA と PRA の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。

本プロダクトは、投資業務の提供が認められない法域において投資業務の提供を構成するものではありません。本プロダクトに記載される投資は、プロダクトの性質及び内容によっては、価格若しくは価値の変動を伴うものであり、投資家は、当初の投資額よりも少ない金額しか回収できない場合があります。ボラティリティの高い投資の場合、投資額と同等又はこれを上回る程度に価値が急落することがあります。本プロダクトに記載される投資の中には、個人投資家のお客様にとっては課税上の要因となり、課税のレベル及び根拠が変更になることがあります。疑義のある場合には、税務の専門家とご協議下さい。本プロダクトは、特定のマーケットの性質や特定の取引に関連するその他のリスクを識別していません。本プロダクトに含まれる助言は一般的なものであり、特定の投資家の投資目的、財務状況又はニーズは考慮されていません。従いまして、投資家のお客様は、投資判断を行う前に、ご自身の目的、

財務状況及びニーズを鑑みて助言の内容が適切であるかをご検討いただくことが望まれます。お客様ご自身の責任で、関連するオファリング資料を金融商品の取得前に入手、検討の上で、購入をお決め下さい。

Citi Research のプロダクトは、dataCentral を出所とすることがあります。dataCentral は Citi Research 占有のデータベースであり、Citi の予想や会社資料に基づくデータ及びトムソンロイターから提供されるデータを含むものです。印刷されたあるいは印刷可能なリサーチ・レポートには、弊社の電子配信プラットフォームに掲載されたオンライン版レポートとリンクするすべての情報(一部の財務情報や同業他社データなど)が含まれない場合があります。

© 2017 Citigroup Global Markets Inc. Citi Research は、シティグループ・グローバル・マーケティング・インクの一部門です。シティ(Citi)及びシティと弧のマーク(Citi with Arc Design)は、シティグループ・インク及びその関係会社の商号及びサービス・マークであり、世界中で使用及び登録されています。All rights reserved. 本レポートのリサーチ・データは、(a) ひとつまたは複数の金融商品の価格や数量の決定、あるいは(b) 金融商品や金融商品のポートフォリオのパフォーマンスの計測や比較、を目的に使われることを意図していません。Citi Research から事前に書面での同意を得ることなく、こうした目的に利用することは固く禁じられています。本レポート(以下「本プロダクト」)の未許可での利用、複製の作成又は開示は法律で禁じられており、告発の対象となります。本プロダクトの電子メールでの再配信、ウェブサイトやページへの掲載、第三者への本プロダクトへのリンクの提供などがそれに含まれますが、これだけに限定するものではありません。本プロダクト上の情報は、受領されるお客様限りで提供されるものであり、第三者への再配布はご遠慮ください。本レポートに含まれる場合、MSCI からの情報は Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI)の独占的な財産です。MSCI の書面による事前の許可がなければ、本情報及びその他の MSCI の知的財産を複製、再利用、又は指数を含む金融商品を組成に使用することはできません。本情報は、情報自体のみの提供となります。本情報の使用による責任はお客様が負うこととなります。MSCI、その関係会社、及び情報の算出又は編集に関与する全ての第三者は、本情報の独創性、正確性、完全性、商品性及び特定の目的に対する適合性について一切の保証を致しません。また、それらを制限することなく、いかなる場合においても、MSCI その関係会社、及び情報の算出又は編集に関与する全ての第三者は、いかなる損害に対しても責任を負いません。MSCI、Morgan Stanley Capital International、MSCI Indexes は、MSCI 及びその関係会社の登録商標です。弊社は、第三者による行為に対し何らの責任を負うものではありません。本プロダクトは、ウェブサイトのリンク又はアドレスを提供する場合があります。本プロダクトが弊社が運営するウェブサイトを参照している場合を除き、弊社はリンク先のサイトの精査を行っておりません。同様に本プロダクトが弊社のウェブサイトを参照している場合を除き、弊社はウェブサイト上で提供されたデータ、情報に関し、いかなる説明、保証をするものではなく、いかなる責任も負うものではありません。そのようなアドレス又はリンク(弊社のウェブサイトのアドレス又はリンクを含む)は、便宜上、情報提供のみを目的として提供されるものであり、そのリンクサイトの内容は本文書の一部ではありません。本書又は弊社のウェブサイトを通じてそのようなウェブサイト又はリンクにアクセスすることはお客様ご自身のリスクであり、弊社はそのような参照されたウェブサイトに関する、またはそれに起因するいかなる責任を負うものではありません。

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。
