

Economic Insights

2018年12月

Bob Baur (ボブ・バウアー)

プリンシパル・グローバル・インベスターズ チーフ・グローバル・エコノミスト

金利見通し: FRBは再び慎重姿勢

12月18-19日の米連邦公開市場委員会（FOMC）会合からわずか4日間に、S&P500指数が累積で7.7%急落したこともあり、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の年明け1月4日の発言にはスタンスの変化がみられました。同議長は2016年初めにイエレン前議長がハト派寄りに転換したことについて、当時の経済状況や金融環境を考えると妥当だったと擁護しました。そして政策は既定路線ではなく、今後合理的と判断すれば積極的に方向転換する意向を示しました。パウエル議長は、バランスシート縮小も方針転換の対象であると明言しました。カプラン・ダラス連銀総裁のコメントにも、同様のスタンスの変化が見られました。

FF金利先物に織り込まれた市場の2019年利上げ回数は1回だけです。当社も数カ月前から同様に考えてきましたが、現時点では上半期に利上げは行われず、今サイクル中の利上げは打ち止めの可能性もあるとみています。FRBは2019年の大半の期間、様子見姿勢を維持するかもしれません。しかしながら、株式市場が当社の予想通りに上半期にもう一段下落しても、その後底打ちして順調に回復すれば、年後半に利上げが行われる可能性もあると考えます。

中立水準に近い: 現在、FF金利は2.25%~2.5%のレンジにあり、一部予想で中立的とみなされる水準に近づいています。加えてインフレ率が伸び悩んでいることから、政策の正常化にこれ以上FF金利を引き上げる必要はありません。10年近く続いた超低金利からの脱却に適應するのは容易ではなく、混乱は避けられません（2018年の混乱は想定しておくべきでした）。さらに、FRBによる大規模な債券買い入れと、それに伴うバランスシートの膨張は、実効FF金利を大幅なマイナス圏に押し下げましたが、これまでに既に数%ポイントの引き締めが行われています。2019年に数回の追加利上げが実施されるとの強気の意見もありましたが、そのようなことは決して起こらないでしょう。

第4四半期のレビュー

大荒れの1年が終わりました。1月に過度な熱狂ぶりが見られた市場も12月には意気消沈して悲観的になり、景気後退の懸念さえ浮上しましたが、クリスマス後に株価は反発し、多くの投資家は押し目買いの好機と捉えました。2018年の金融資産の投資リターンは概して低調な結果に終わりました。世界の主要株価指数の多くは年間及び第4四半期のリターンがマイナスとなり、中でも新興国市場と欧州市場は2桁の落ち込みとなりました。世界の債券指数は強弱まちまちでしたが、社債と新興国債券はマイナスでした。

世界経済の減速をめぐる悲観的な見方は2018年を通して高まり続け、特に中国とユーロ圏では経済指標が悪化しました。米国の景気後退に関する懸念はもはやコンセンサスとなりつつありますが、米国経済は依然として力強く、雇用市場は好調で賃金上昇も加速しています。ただし、株式市場を襲った下降気流が企業の景況感を押し下げている、設備投資がやや落ち込んで、米国の経済成長率は2.5%前後に低下する可能性があります。

地政学的な不確実性によってユーロ圏は苦戦しており、経済成長率は1.5%近辺という精彩を欠く水準にとどまると予想され、下振れの可能性もあります。中国経済は漸進的な構造的減速が今後も続くと考えられます。中国の政策当局は景気を刺激し目標軌道に戻そうと躍起になっていますが、既に高水準の債務と深刻な環境汚染から下振れリスクが高まっています。日本経済は第3四半期のマイナス成長から回復に向かっています。力強い雇用市場、賃金の上昇、堅調な企業業績から、経済成長率は1~1.5%を維持する見通しです。世界経済が減速する中でインドは例外的に高成長が期待され、世界経済の新たな牽引役となるかもしれません。

株式市場の下落はまだ続くと思われるものの、今後数週間で株価が上昇して弱気相場が小休止すれば、運用資金をリスク資産からある程度引き揚げる良い機会になると考えられます。当社は、投資家が新たなより厳しい金融環境に順應するまでに、株式市場が2018年の高値から25~30%安まで下落すると予想します。しかし、市場の下落は景気後退を伴わないことから、2019年半ばから2020年にかけて株式市場は急上昇する可能性があります。

株式市場の上昇が1月後半まで続けば、株価と並んで米国の長期国債利回りも上昇するかもしれません。10年国債利回りが2.8~2.9%程度になれば、さらに6カ月保有し続けるのもよいでしょう。一方で、株式市場の売りによって上昇基調が終焉を迎えた場合、米国債利回りは2019年半ばにかけて株価と共に低下し続けると予想されます。

安全資産: 10年物米国債利回りは予想通り上昇し、ピークに3.26%を付けたものの、当社が見込んでいた3.5%には達しませんでした。3.26%が今サイクルのピークになるのは間違いないでしょう。利回りはその後、直近では2.54%まで急激に低下しており、わずか2カ月間で大幅低下となりました。世界の株式市場がもう一度下落する可能性があることを踏まえれば、最終的に10年物国債利回りはおそらく2.25%までさらに低下すると予想されず。投資家は株式市場の乱高下を受けて、ディフェンシブな姿勢に転じています。クリスマス後の株式市場のダイナミックな上昇は、米国債利回りが安全資産への大規模な逃避を受けて低下し続けたことから、概ねショートカバーによるものでした。世界の株式市場でクリスマス後の上昇が持続した場合、債券利回りは一段と上昇しかねませんが、10年物米国債利回りが2.8~2.9%のレンジに戻った場合には、短期的に買いの好機になるとみられます。日本とドイツの10年国債利回りがゼロ付近にあることが、米国債利回りの上昇を抑制すると思われる。

社債: クレジットスプレッドはハイイールド債を中心に、経済に対する悲観的な見方が急速に広まった10月半ば以降大幅に拡大しました。その後は、パウエルFRB議長によるタカ派的トーンを和らげた発言と好調な米雇用統計を受けて、1月4日にピークを打ちました。株式の上昇相場が続く景況感が再浮上すれば、スプレッドは引き続き縮小するかもしれません。しかし、金融政策のより正常な状態に向けて長期に及ぶ調整局面が続くと思われるため、長期債の投資家は信用力の低い債券に対しては慎重姿勢を維持することを推奨します。

株式市場見通し: 弱気相場は終わったのか?

2018年の株式市場は、1月の過度な熱狂ぶりから12月の悲観的で景気後退懸念に至るまで、波乱の展開となりました。クリスマス以降、株価が短期間で力強く上昇したことを背景に、今や専門家は押し目買いを推奨し弱気相場は終わったと主張しています。ファンダメンタルズは本当に変化したのでしょうか。そうとは言えません。2018年に台頭した3つの市場センチメントはいずれも外れました。すなわち、年初の熱狂はフリーマネー終焉に伴う混乱を無視し、第4四半期の悲観ムードは堅調な米国経済を見過していました。「押し目買い」した投資家は、金融政策の正常化に向けた長期の調整局面を軽視しています。弱気市場はまだ終わっていないかもしれません。

運用資金をポートフォリオのリスク資産から引き上げるためにサントクロース・ラリーを期待していた投資家は大いに落胆しました。大半の投資家は12月と2018年の終わりを迎えてようやく安堵したことでしょう。S&P500指数は12月に9.2%下落し、通年でも6.2%の下落となりました。配当を再投資した場合の年間下落率は4.4%となります。ただし、ピークから底値までの下落率は20.2%に達し、弱気相場入りしました。その結果、2018年にプラスのリターンを上げた株式投資家はほとんどいませんでした。MSCIインデックス・ファンドへのパッシブ投資はそれよりはるかに悪く、MSCI新興国市場指数、MSCI欧州指数、MSCI日本指数はそれぞれ16.6%、17.2%、16.8%下落しました。

不動産投資信託(REIT)は長期利回りが2018年に低下したことから、相対的に小幅な下落にとどまりました。債券投資家は12月にハイイールド債を除き、プラスのリターンを上げ、バークレイズ長期米国債指数のリターンは5.5%と、大半の債券指数を上回りました。しかしながら、プラスのリターンで2018年を終えられたのは、国債及び国債に順ずる信用力の短中期債券の投資家だけでした。

今後の見通し: これまでのところ、米国の金融政策正常化に世界は十分に対応できていない一方、弱気相場は一段落した可能性があり、そうした状況を示す材料が出揃いつつあるようです。例えば、パウエルFRB議長は12月のFOMC会合でのメッセージに対する市場の深刻な反応を受けて、穏やかでハト派寄りの発言を行っています。予想以上に好調な12月の米雇用統計が発表されたことから、経済に対する過度に悲観的な見方は後退しました。クリスマス休日前の急落で大量の損切りが生じました。米中の貿易交渉担当者はより前向きな発言を行っており、クレジットスプレッドはピークを打った模様です。クリスマス後の株式市場の上昇は当面持続する可能性があり、希望の源泉が永遠に枯れることはありません。

株式市場の上昇が続いた場合、投資家は運用資金を一部のリスク資産から引き揚げて、晩春から初夏にかけての買いの好機に備える絶好のチャンスかもしれません。当社は、今後数週間に売りが優勢になり、再び下落に転じ、景気後退を伴わない現在の循環的な弱気相場は、あと数カ月間は続くと思っています。全体で下落幅は2018年のピークから25~30%に達する可能性があります。

景気後退は予想されないことから、弱気相場に入ったとしても緩やかなものにとどまるでしょう。1960年以降、景気後退を伴わない弱気相場は6回ありました。その際にダウ平均は平均6.7カ月の期間に26.7%下落しました。弱気相場により、投資家は新たな金融環境は厳しいことを認識し、中央銀行が流動性供給を縮小しつつあり、フリーマネーはなくなったことを再認識するでしょう。弱気相場を脱する頃には、市場参加者は市場環境が変わったことを学び、世界の終わりが差し迫っていないことを理解すれば、株式市場は年末にかけて堅調な回復が見込まれます。

世界経済見通し: ペースは鈍化するが成長は続く

2016年第2四半期に始まった長期的な景気拡大は減速しています。しかしながら、世界の金融市場に織り込まれている経済に対する悲観的な見方は行き過ぎのように見えます。現在の世界経済の拡大は、ペースは鈍化し地域間で大きな乖離があるとはいえ、2019年を通して持続すると思われます。世界の株式市場は1月4日に、好調な米雇用統計に加えてパウエルFRB議長が金融政策の正常化ペースを緩やかにすることを示唆したため押し上げられました。中国当局は銀行の預金準備率の追加引き下げと、中小企業に対する信用供給の拡大により、景気を支援する姿勢を打ち出しています。中国と欧州には下振れリスクがあります。

米国: 経済に対する悲観的見方は行き過ぎ

米国の第4四半期のGDP成長率は、大幅な貿易赤字と小幅な在庫増加を下押し要因に、トレンド近辺で2.5%を若干下回ったと推測されます。第4四半期の設備投資は堅調持続が予想され、極めて好調な個人消費を背景に企業売上高は大幅な伸びが続く見通しです。ジョンソン・レッドブックによれば、12月29日までの1週間の既存店売上高は前年同期比9.3%増と過去最高を記録し、12月は7.7%増加しました。さらに好調な企業利益の伸びを背景に、企業は堅調な設備投資を維持する資金を保有しています。消費者と中小企業の信頼感は過去最高付近にあり、最近の金融市場の混乱に伴う落ち込みも今のところ小幅にとどまっています。

消費者信頼感がかなり好調なものには理由があります。米国の雇用市場は絶好調で、2018年の民間部門の雇用者数の伸びは月間平均21万4,000人増と、4年ぶりの高水準を付けました。新たな雇用の創出は産業界全般に広がっており、雇用が増加した産業の割合は70%と1998年以来2番目の高さになりました。賃金の伸びも改善しており、12月の平滑化後の平均時給は前年同月比3.2%増と、2009年5月以来の伸びとなりました。年率換算3カ月前比でも3.4%超の増加となり、賃金の伸びは依然として加速しています。消費者の総所得は、労働時間の拡大と賃金の伸びから前年比5.2%増加したことが示唆されました。緩やかなインフレは健全な実質所得の伸びを意味しており、個人消費の高成長が十分に見込まれます。

今後の見通し: 米国の経済成長に関する楽観的な見方にとってカギとなるのは、堅調な設備投資と個人消費の拡大です。大企業経営陣の景況感は、12月の株価急落とネガティブなセンチメントの広がりを受けて急低下しました。最近デューク大学が企業CFOを対象に実施した調査によると、「2019年末までに米国は景気後退に入ると予想している」と答えた回答者は42%でした。2019年は企業利益の堅調な伸びが見込まれ、税制上の投資優遇措置も維持されているとはいえ、景気拡大を予想する回答者の比率低下から、設備投資は過去2年間の好調なペースが持続しない可能性が示唆されます。そのため、当社は設備投資予想を下方修正しました。

一方で、個人消費のファンダメンタルズは引き続き極めて好調です。賃金上昇率の改善と健全な雇用の伸びを背景に、多くの人々が周縁から労働市場に戻っています。12月の失業率が3.9%に小幅上昇した理由はこのためで、労働市場のスラックは大方の予想よりも大きいことが示されました。こうした労働市場への流入は、より多くの人々が労働に従事し、所得を稼ぎ、信頼感を得ることから、極めて明るい材料です。米国の住宅市場は、住宅ローン利息と不動産税の税制上の変更を主な理由に2018年は鈍化しましたが、影響は一時的なものです。世帯数が増加するとともに、住宅ローン金利は低下しており、住宅市場のファンダメンタルズは底堅さを維持しています。

実質所得の増加は生活水準向上の要因であり、従って、信頼感と個人消費を持続させる原動力と言えます。2019年の個人消費支出の伸びは3%を上回り、上振れる可能性もあると当社はみており、GDP成長率は2.5%~3.0%と予想しています。これが実現すれば、現在の米国の景気拡大は大方の予想を超えて史上最長を更新することになります。

欧州経済は緩やかに成長

欧州では経済指標はまさに失望的な結果となり、景気の落ち込みは年末まで長引きました。企業景況感指数は大幅に悪化し、マークイット購買担当者景気指数(PMI)の総合指数は2018年1月の58.8から12月には51.1まで低下し、サービス業PMIと製造業PMIも同様の低下を示しました。消費者信頼感はすべての指標で低下し、消費は依然として精彩を欠いています。鉱工業生産は前年比1.2%の小幅増にとどまっています。

今後の見通し: 英国のEU離脱交渉をめぐる地政学的な不確実性、ポピュリズムの高まり、フランスでの抗議運動の広まりといった混乱は下方リスクを示唆しており、設備投資の伸びは引き続き低調にとどまるでしょう。ただし、経済のファンダメンタルズがすべて悪いわけではありません。失業率は晩秋を通じて5年振りの低水準である8.1%で横ばいを維持し、就業者数は第3四半期に前年同期比1.3%増と力強い伸びを示しました。事例報告によれば、賃金上昇率は改善しており、家計消費は今後もGDPの力強い原動力となるはずで、イタリア政府は予算案でEUと合意しました。ECBは債券買入れプログラムを終了する一方で、長期の貸出オペを再開する可能性が高いとみられます。2019年の欧州の経済成長率は約1.5%と低調なペースで変動を伴いながら推移する見通しです。

日本経済は回復

第3四半期のGDP成長率が異常気象でマイナス成長となった後、日本経済は良好な回復が続いています。企業景況感指数、鉱工業生産、自動車販売台数、小売売上高は揃って持ち直しています。労働市場は引き続き驚くほど逼迫しており、失業率は2.5%の低水準で、有効求人倍率は1.65倍に達しています。就業者数は2018年に2.4%増加して過去最高を更新し、賃金上昇率は上向いています。企業利益は順調に増加しており、第3四半期は前年同期比5.7%増となりました。日本の2019年の経済成長率は引き続き1%前後のトレンド並み、または、それを上回る水準となるでしょう。

中国経済は減速が続く

中国経済は引き続き減速しています。マークイットと中国国家統計局による製造業の企業景況感指数はいずれも12月に景気の拡大と縮小の境目となる50を下回り、数年ぶりの低水準を付けました。サービス業の景況感指数は低水準でほぼ横ばいとなりました。小売売上高と鉱工業生産は小幅鈍化が続いています。1級都市(大都市)の住宅価格は小幅な下落に転じました。不動産投資と公共インフラ投資は引き続き活発で、明るい基調を保っています。個人消費の伸びは減速しており、昨年の自動車販売台数は数十年ぶりに前年比減少しました。

割安な人民元を背景とする膨大な貿易黒字は、1990年代から2000年代にかけて中国の経済成長率を突出した水準に押し上げました。金融危機後の中国は巨額の借入れによって高成長を維持しました。当局は債務の伸び抑制と、環境汚染の削減に取り組んでいます。そうした目標と、間近に迫った労働人口の減少は経済成長にとってマイナス材料です。第3四半期のGDP成長率は年率約6%にとどまり、上半期実績と政府目標を下回りました。

当局は銀行の預金準備率の引き下げ、減税、中小企業に的を絞った貸出、財政赤字の拡大、さらなるインフラ投資によって経済の下支えに取り組んでいます。米国との貿易摩擦の影響が表面化しているため、中国経済は上向くのが困難となっています。さらに、銀行間短期金利がここ数カ月で徐々に上昇しており、金融環境は当局の緩和に向けた取り組みにもかかわらずタイト化しています。公式の経済成長率は年末に5%台半ばのレンジまたはそれを下回る水準に低下する可能性もあります。

インド: 経済成長の新たなリーダーに浮上

インドの経済成長はここ数年間、強い逆風にさらされてきました。第1の逆風は、地下経済のあぶり出しと一掃を狙った高額紙幣の廃止でした。次に、州を越えて税効率を高めるため、消費税が統一されました。不良債権を抱える銀行の自己資本比率要件が引き上げられ、大手銀行の不良債権処理が特に中小企業への融資の伸びを抑制しました。最後に中央銀行と政府の対立が挙げられ、これは最終的にインド準備銀行総裁の辞任によって解消されました。

インドの経済成長率は逆風の弱まりに伴い、2018年に7%台半ばのレンジを回復し、第2四半期は8.2%に大幅加速しました。インドの企業景況感指数は2017年半ば以降、上昇傾向が続いています。鉱工業生産は10月に急激に増加しました。2019年のインドの経済成長率は7%付近で推移する見通しです。

Baseline Economic Forecasts for 2018 - 2019

A. Growth in Real GDP - Qtr-Qtr (% Change, Annualized):

	1st Quarter 18 Actual		2nd Quarter 18 Actual		3rd Quarter 18 Actual		4th Quarter 18 Forecast		2016 Actual		2017 Actual	
	Real GDP	18,324.0	2.2%	18,511.6	4.2%	18,665.0	3.4%	18,766.3	2.2%	17,659.2	1.6%	18,050.7
Personal Consumption Expenditures	12,722.8	0.5%	12,842.0	3.8%	12,953.3	3.5%	13,059.8	3.3%	12,248.2	2.7%	12,558.7	2.5%
Durable Goods	1,628.2	-2.0%	1,662.3	8.6%	1,677.4	3.7%	1,693.9	4.0%	1,476.8	5.5%	1,577.9	6.8%
Non-Durables	2,858.6	0.1%	2,886.7	4.0%	2,919.2	4.6%	2,944.4	3.5%	2,763.9	2.7%	2,822.0	2.1%
Services	8,267.9	1.0%	8,329.8	3.0%	8,394.9	3.2%	8,444.8	2.4%	8,022.5	2.3%	8,184.5	2.0%
Gross Private Domestic Invest.	3,321.0	9.6%	3,316.7	-0.5%	3,436.2	15.2%	3,438.7	0.3%	3,050.5	-1.3%	3,196.6	4.8%
Bus. Fixed Invest.	2,654.0	11.5%	2,710.1	8.7%	2,727.0	2.5%	2,768.5	6.2%	2,411.2	0.5%	2,538.1	5.3%
Structures	533.3	13.9%	551.7	14.5%	546.9	-3.4%	554.9	6.0%	494.7	-5.0%	517.5	4.6%
Equipment	1,250.9	8.5%	1,264.9	4.6%	1,275.6	3.4%	1,294.3	6.0%	1,116.2	-1.5%	1,183.7	6.1%
Intellectual Property Products	875.7	14.1%	897.9	10.5%	910.2	5.6%	923.6	6.0%	803.9	7.5%	841.1	4.6%
Residential Invest.	615.3	-3.4%	613.2	-1.3%	607.7	-3.6%	612.2	3.0%	591.3	6.5%	611.1	3.3%
Change in Inventory	30.3	-	-36.8	-	89.8	-	35.0	-	23.4	-	22.5	-
Net Exports	-902.4	-	-841.0	-	-949.7	-	-956.1	-	-786.2	-	-858.7	-
Exports	2,517.8	3.6%	2,574.2	9.3%	2,542.2	-4.9%	2,561.7	3.1%	2,378.1	-0.1%	2,450.1	3.0%
Imports	3,420.1	3.0%	3,415.2	-0.6%	3,491.9	9.3%	3,517.8	3.0%	3,164.4	1.9%	3,308.7	4.6%
Gov't Purchases of Goods & Services	3,152.2	1.5%	3,171.8	2.5%	3,192.0	2.6%	3,203.1	1.4%	3,132.5	1.4%	3,130.4	-0.1%
Federal	1,213.1	2.6%	1,224.0	3.7%	1,234.7	3.5%	1,237.9	1.0%	1,187.8	0.4%	1,196.4	0.7%
National Defense	722.8	3.0%	733.3	6.0%	742.2	4.9%	744.0	1.0%	709.2	-0.6%	713.8	0.7%
Non-Defense	489.5	2.1%	490.1	0.5%	492.0	1.6%	493.2	1.0%	478.0	1.9%	481.9	0.8%
State & Local	1,937.7	0.9%	1,946.6	1.8%	1,956.3	2.0%	1,963.6	1.5%	1,942.8	2.0%	1,932.3	-0.5%
Final Sales of Dom. Product	18,274.4	1.9%	18,515.9	5.4%	18,562.1	1.0%	18,712.6	3.3%	17,617.5	2.1%	17,769.1	0.9%
Final Sales to Dom. Purchasers	19,141.3	1.9%	19,330.8	4.0%	19,471.6	2.9%	19,644.3	3.6%	18,387.2	2.3%	18,550.0	0.9%
year-over-year	2.6%		2.9%		3.0%		3.0%					
	1st Quarter 19 Forecast		2nd Quarter 19 Forecast		3rd Quarter 19 Forecast		4th Quarter 19 Forecast		2018 Forecast		2019 Forecast	
Real GDP	18,894.0	2.7%	19,018.1	2.7%	19,135.9	2.5%	19,248.9	2.4%	18,566.7	2.9%	19,074.2	2.7%
Personal Consumption Expenditures	13,152.2	2.9%	13,248.8	3.0%	13,336.3	2.7%	13,418.5	2.5%	12,894.5	2.7%	13,288.9	3.1%
Durable Goods	1,710.6	4.0%	1,727.5	4.0%	1,742.4	3.5%	1,755.3	3.0%	1,665.5	5.5%	1,734.0	4.1%
Non-Durables	2,969.8	3.5%	2,999.1	4.0%	3,025.0	3.5%	3,047.5	3.0%	2,902.2	2.8%	3,010.4	3.7%
Services	8,495.0	2.4%	8,545.6	2.4%	8,592.2	2.2%	8,639.0	2.2%	8,359.4	2.1%	8,568.0	2.5%
Gross Private Domestic Invest.	3,470.5	3.8%	3,494.5	2.8%	3,520.3	3.0%	3,544.5	2.8%	3,378.2	5.7%	3,507.4	3.8%
Bus. Fixed Invest.	2,795.8	4.0%	2,820.1	3.5%	2,841.3	3.0%	2,865.9	3.5%	2,714.9	7.0%	2,830.8	4.3%
Structures	559.0	3.0%	563.2	3.0%	567.4	3.0%	571.6	3.0%	546.7	5.6%	565.3	3.4%
Equipment	1,303.9	3.0%	1,310.4	2.0%	1,316.9	2.0%	1,326.7	3.0%	1,271.4	7.4%	1,314.5	3.4%
Intellectual Property Products	937.1	6.0%	950.9	6.0%	961.4	4.5%	972.0	4.5%	901.8	7.2%	955.3	5.9%
Residential Invest.	616.7	3.0%	621.3	3.0%	625.9	3.0%	630.6	3.0%	612.1	0.2%	623.6	1.9%
Change in Inventory	35.0	-	30.0	-	30.0	-	25.0	-	29.6	-	30.0	-
Net Exports	-961.5	-	-966.9	-	-971.2	-	-972.8	-	-912.3	-	-968.1	-
Exports	2,580.7	3.0%	2,599.8	3.0%	2,618.5	2.9%	2,634.7	2.5%	2,549.0	4.0%	2,608.4	2.3%
Imports	3,542.2	2.8%	3,566.7	2.8%	3,589.7	2.6%	3,607.5	2.0%	3,461.3	4.6%	3,576.5	3.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	3,212.0	1.1%	3,220.9	1.1%	3,229.9	1.1%	3,237.9	1.0%	3,179.8	1.6%	3,225.2	1.4%
Federal	1,241.9	1.3%	1,245.9	1.3%	1,250.0	1.3%	1,253.1	1.0%	1,227.4	2.6%	1,247.7	1.7%
National Defense	746.8	1.5%	749.6	1.5%	752.4	1.5%	754.3	1.0%	735.6	3.1%	750.8	2.1%
Non-Defense	494.5	1.0%	495.7	1.0%	496.9	1.0%	498.2	1.0%	491.2	1.9%	496.3	1.0%
State & Local	1,968.5	1.0%	1,973.4	1.0%	1,978.3	1.0%	1,983.2	1.0%	1,951.1	1.0%	1,975.9	1.3%
Final Sales of Dom. Product	18,840.2	2.8%	18,969.3	2.8%	19,087.2	2.5%	19,205.1	2.5%	18,516.2	4.2%	19,025.5	2.8%
Final Sales to Dom. Purchasers	19,777.3	2.7%	19,911.8	2.7%	20,034.0	2.5%	20,153.5	2.4%	19,397.0	4.6%	19,969.2	2.9%
year-over-year	3.1%		2.7%		2.5%		2.6%					

Source: U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Principal Global Investors

Disclosures

Unless otherwise noted, the information in this document has been derived from sources believed to be accurate as of April 2017. Information derived from sources other than Principal Global Investors or its affiliates is believed to be reliable; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Past performance is not necessarily indicative or a guarantee of future performance and should not be relied upon to make an investment decision.

The information in this document contains general information only on investment matters. It does not take account of any investor's investment objectives, particular needs or financial situation and should not be construed as specific investment advice, an opinion or recommendation or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding a particular investment or the markets in general. All expressions of opinion and predictions in this document are subject to change without notice. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that Principal Global Investors or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Principal Financial Group, Inc., Its affiliates, and its officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy (including by reason of negligence) arising out of any for error or omission in this document or in the information or data provided in this document.

Any representations, example, or data not specifically attributed to a third party herein, has been calculated by, and can be attributed to Principal Global Investors. Principal Global Investors disclaims any and all express or implied warranties of reliability or accuracy arising out of any for error or omission attributable to any third party representation, example, or data provided herein.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This document is issued in:

Japan by Principal Global Investors (Japan) Ltd. (Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 462,
Japan Investment Advisers Association,
The Investment Trusts Association, Japan

This material is not intended for distribution to, or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

©2017 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and the symbol design and Principal Financial Group are trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a member of the Principal Financial Group. Principal Global Investors is the asset management arm of the Principal Financial Group

Disclosures

本書は情報の提供のみを目的として作成されたものです。本書中の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、適用法令にて規定されるものを除き、本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。本書中の分析、意見等はその前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、本書中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。本書中の情報は貴社の投資目的、特定のニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定のニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。当指数に関する著作権、およびその他知的財産権はMSCIに帰属しており、書面による許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。MSCIおよびその関係会社は、データの独創性、正確性、完全性、商品性、使用目的への適合性について保証するものではなく、当指数の使用に伴ういかなる責任を負いません。

記載の内容は過去の実績値であり、将来を約束するものではありません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

住所：〒100-0011 東京都千代田区内幸町1-1-1 帝国ホテルタワー 11階

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第462号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会