

Economic Insights

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

トピック・サマリー:

・世界経済は順調に成長中

2016年初めに始まった世界的な景気回復は巡航速度に達した。今やコンセンサスでさえ、その証拠を認識している。モメンタムはピークに達したとみられるが、堅調な経済成長は2018年に入っても続く予想される。

・力強い経済成長と金融緩和の縮小

世界経済は成長を続け、多くの中央銀行は金融緩和策の縮小を検討し始めている。原油価格の上昇、世界経済の力強い成長、投資家の警戒感の後退により、長期国債利回りは年末にかけて上昇する見通しだ。

・アセットアロケーション -リフレへの回帰

投資家が世界経済は自律的に好転していると判断したことから、9月は景気循環銘柄が反発した。堅調な経済状況は、株価上昇がさらに続くと考えられる。ただし、金利上昇やインフレ懸念をきっかけに、足元の高バリュエーションからの調整が起こることも考えられる。



2017年10月号

世界経済は順調に成長

米ドルが下落に転じコモディティ価格が底打ちした2016年初めに始まった世界的な景気回復は、巡航速度に達したとみられます。今やコンセンサスでさえ、堅調な鉱工業生産、力強い経済成長、設備投資の回復といった証拠を認識しています。加えて、企業の景況感や消費者の信頼感は過去最高水準まで上昇しており、株式市場関係者もリフレを実感しています。

- ・低金利
- ・企業利益の回復
- ・警戒感の後退
- ・ここ数週間に小型バリュー株が大型グロース株をアウトパフォーム

銀行指数は市場をアウトパフォームしています。金利は緩やかに上昇しており、目先の懸念（デフレリスク、欧州の政治的混乱、中国のハードランディングなど）が大幅に低下したことを投資家が好感していることを示唆しています。

➤ 欧州と日本

ユーロ圏経済は急速に回復しており、景況感指数は17年ぶりの高水準も目前にきています。全てのセクターや国で信頼感が改善しており、イタリアの企業でさえ、今後の見通しについて過去10年間で最も楽観視しています。9月の製造業購買担当者景気指数（PMI）改定値は58.1と6年半以上ぶりの高水準となりました。総合PMIは56.7と前月から1ポイント上昇しました。民間需要は個人消費と設備投資の両面で成長を後押ししています。9月のインフレ率は前年同月比1.12%と緩やかなペースにとどまりましたが、昨年第4四半期の0.81%を上回っています。失業率は低下し、雇用はますますの伸びを示しています。ドイツの失業率は5.6%と、1990年代初めの東西統一以降で最も低い水準となりました。英国でも、ブレグジットをめぐる懸念が経済成長や家計支出の伸びの妨げにはなっていません。

世界経済の力強い同時拡大が休むことなく続く中、各国中央銀行は金融危機後に導入した異例の金融政策の見直しを進めています。

Bob Baur · Chief Global Economist, Principal Global Investors

日本の第3四半期の国内総生産（GDP）成長率は、好調だった第2四半期の年率2.5%を下回ると予想されますが、経済指標は十分に力強く、安倍首相が衆議院を解散して10月22日に総選挙を行い、過半数議席を上乗せするという賭けに出たのもうなずけます。労働参加率は約15年ぶりの高水準にありますが、失業率がわずか2.8%で、有効求人倍率1.52倍という1974年2月以来の高水準であることを考えれば当然と言えるでしょう。企業利益は過去最高を更新し、投資も上向いています。

＞ 中国

中国国家統計局が発表した9月のPMIは、製造業、サービス業ともに改善を示唆しています。製造業PMIは5年ぶりの高水準となる52.4、サービス業PMIは前月から2ポイント上昇の55.4となりました。8月の工業部門企業利益は前年同月比24%増となり、財新／マークイットが発表した民間部門の製造業PMIはやや低下したものの、依然として成長を示しています。中国人民銀行は、中小・零細企業への貸出が増えている銀行を対象に預金準備率の引き下げを発表しました。財政刺激策は縮小に向かっていますが、今回の発表で流動性の増加が予想されます。経済成長は加速していませんが、当面ハードランディングの恐れはなさそうです。とはいえ、債務が名目経済成長率を上回るペースで増加していることから、将来的に金融市場の混乱が起こる可能性は十分にあります。

＞ 米国

ロサンゼルス天気予報といえば、「今日は暖かく明日も暖かいでしょう」というのが定番です。過去1年間の米国経済も同じような状況でした。実質経済成長率は平均2.2%で、景気が拡大局面入って以降の平均値と同水準にあります。信頼感が高く、雇用の伸びは堅調で、インフレ率は低水準にとどまっています。シナリオに変更はなく、良好な状況が続いています。

8月の全米独立企業連盟（NFIB）の中小企業楽観指数は105.3となり、12年ぶりの高水準となった今年1月の数値に近づいています。信頼感全般に関する他の指標にはばらつきがみられ、恐らくハリケーン関連の影響と思われませんが、それでも2000年以来の高水準を維持しています。低水準の失業率が続く中、雇用は力強く伸びており、非農業部門雇用者数は過去3カ月で平均18万5,000人増、過去24カ月では平均19万1,000人増となっています。

米連邦準備制度理事会（FRB）の地区連銀が発表した9月の製造業景況感指数は、極めて堅調でした。企業利益は回復し、設備投資は明らかに加速しています。ハリケーン「ハービー」、「イルマ」、「マリア」による大規模な被害のため、第3四半期のGDP成長率は20~30bp押し下げられるとみられますが、その後の数四半期は復興事業で成長が若干引き上げられると予想されます。経済のフル回転に伴い、向こう数カ月の米国経済は2016年後半と同様の状況になる可能性があります。弊社の米国経済予想は本稿の末尾に掲載しています。以下の表は米国経済成長見通しの一部です。

米国経済見通し	2016 (実績値)	2017 (予想値)	2018 (予想値)
実質GDP	+1.5%	+2.2%	+2.6%
国内最終需要	+2.1%	+2.5%	+2.6%
自動車販売台数	17.5m (0.4%)	17.2m (-1.5%)	17.4m (1.0%)
鉄工業生産	-1.2%	1.5%	+1.2%
住宅着工件数 (百万)	1,117 (6.3%)	1,212 (3.0%)	1,285 (6.0%)
税引後企業利益 (国民所得生産勘定)	2.2%	+8%	+6%
連邦財政収支	-\$0.6t	-\$0.7t	-\$0.6t
失業率 (軍人を除く)	4.9%	4.5%	4.2%
消費者物価指数 (CPI)	+1.3%	+2.1%	+2.4%
消費者物価指数 (CPI) 除く食品&エネルギー	+2.2%	+1.9%	+2.1%
GDPデフレーター	+1.3%	+1.5%	+1.9%

景気サイクルはピークに

景気後退局面や不況時ではなく、既に好調な経済に政府が財政刺激を供給するのでしょうか。その答えはいずれ分かるはずですが、米国議会は間もなく、大規模な法人減税を盛り込んだ税制改革法案について審議に入る予定です。日本の政府関係者は、将来の消費増税分を教育支援に充てることを示唆しました。ドイツの総選挙の結果と、欧州統合の深化を掲げるマクロン仏大統領の計画により、財政規律目標に関連した財政面の制約が緩和される可能性があります。中国の預金準備率引き下げも一つの刺激策となるでしょう。リフレの勢いが強まらなければ、財政刺激がその役割を果たす可能性があり、景気の過熱懸念さえもたらずかもしれません。

力強い経済成長と金融緩和の縮小

世界経済の力強い同時拡大が休むことなく続く中、各国中央銀行は金融危機後に導入した異例の金融政策の見直しを進めています。FRBは2015年12月にFF金利の利上げに踏み出し、各国中銀の先陣を切って出口戦略に着手しました。その後2016年12月に追加利上げを実施し、2017年に入ってさらに2回引き上げました。現在、FF金利は1.0%~1.25%のレンジにあります。FRBはまた、2017年10月に膨れ上がった債券ポートフォリオの縮小を開始することを発表しました。市場が織り込む5回目となる12月の利上げの確率は50%を大きく上回っており、こうした予想を背景に9月の平均金利は1.28%に上昇しました。カナダ銀行も政策金利を25bpずつ2回引き上げて1.00%とし、金融緩和政策の解消に乗り出しています。

欧州中央銀行 (ECB) と日銀はこれまでのところ、FRBが正常化のペースの主導権を握っていることに満足しているようです。ECBは9月の政策理事会で政策を据え置き、年内に終了予定の債券購入プログラムの変更に関する発表はありませんでした。ドラギ総裁はこの点に関し第4四半期に発表することを示唆しており、投資家は「10月発表」と想定しています。ドラギ総裁は、政策金利は「資産購入終了後もかなりの期間にわたり」据え置く見込みであることを再確認し、「インフレ率の持続的回復を確実にするため、非常に大規模な金融緩和が必要になる」と強調しました。ECBの取組みは、インフレの伸び悩みと通貨高 (ユーロは対ドルで年初来12%上昇) により複雑なものになっています。通貨高が輸入物価を押し下げており、9月のコアCPI上昇率は8月の前年同月比1.2%から1.1%にやや鈍化しましたが、それでも2016年12月の同0.9%からは加速しています。

日本経済は良好ながらインフレ率は極めて低調で、8月の総合CPI上昇率は前年同月比0.7%にとどまりました。コアCPI上昇率はわずか0.2%となり、賃金の伸び率は経済成長のペースに追いついていません。そのため、日銀は極端に緩和的な金融政策を変更することに関心を持っていません。

＞ 金利は上昇

世界経済の堅調な成長と原油価格の上昇、ならびに自律的な景気拡大に対する投資家の確信の強まりを受けて、9月の国債利回りは7/8月の低下から上昇に転じました。10年物米国債利回りは8月末から0.2%上昇の2.32%で9月を終え、第3四半期は横ばいとなりました。英10年国債利回りは9月に0.34%上昇して1.36%を付ました。10年物ドイツ国債利回りも若干上昇して0.46%となり、四半期でもほぼ横ばいでした。日銀によるゼロ近辺への誘導にもかかわらず、10年物国債利回りは0.05%まで押し上げられました。米国金利の推移については下表をご参照ください。

金利	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	03/13/2017 (最高値)*	09/30/2016 (最安値)*	09/29/2017 現在
2年	0.38%	0.66%	1.05%	1.37%	0.76%	1.49%
10年	3.03%	2.17%	2.27%	2.63%	1.60%	2.33%
2年-10年 スプレッド	2.65%	1.51%	1.22%	1.26%	0.84%	0.84%
ド30年	3.97%	2.75%	3.02%	3.21%	2.32%	2.86%

*12ヶ月の最高値と最安値、過去12ヶ月間の10年物国債利回りを基準

出所: Bloomberg

＞ 金利の見通し

投資家にとっての重大な問題は今後の長期金利の行方です。国債利回りは歴史的な低水準で推移しており、中銀による国債の大量購入と保有がその一端を担っていますが、深刻な金融危機の後遺症や投資家の「安全への逃避」行動も、国債利回りが低位にとどまる要因となっています。

＞ 短期金利に関して

イエレンFRB議長は最近のコメントの中で、米国ではトレンドを上回る経済成長が続き、労働市場は改善し、インフレ期待は安定しており、インフレの上昇圧力が強まるとの見方を繰り返しました。イエレン議長はもはやハト派とはみなされておらず、足元の低インフレ率は相互に関連性はなく、堅調な経済成長が続く限り低インフレは解消すると考えています。議長は直近の講演で、雇用の増加は長期の潜在成長力を上回っており、賃金の伸びが過熱しインフレを招く可能性があることから、FRBは金融緩和の解除にあまり時間をかけるべきではないとの見方を示しました。これらのコメントは12月の追加利上げを裏付けているように見えますが、当社は利上げの確率を50%と予想しています。トランプ政権の税制改革案が年内に議会を通過すれば、12月の利上げは確定事項となるでしょう。

＞ 金利はより長期にわたり低位にとどまるのか？

先進国の長期国債利回りは、潜在成長率の低下と低インフレという二つの構造的な理由から、過去の実績よりかなり低位にとどまる可能性があるとの意見も聞かれます。先進国の人口高齢化は、労働者数の伸びが過去数十年より減速することを意味します。米国の労働力の伸びは、1970年代の前年比3%に対し現在は約1%程度であり、この1%という数字でさえ、足元の人口増加率0.5%~0.75%を大きく上回っています。労働者数の伸びの鈍化は、経済成長の減速を意味します。

インフレ率は当面、FRBの目標を下回って推移することが見込まれます。Amazonの影響による小売業界の競争激化と価格の透明性改善により、価格上昇は抑制されています。技術革新のペースが加速し、効率性の向上を促しており、ロボット工学と人工知能が労働力の代用となるかもしれず、賃金の伸びを抑制する可能性もあります。また、アメリカやその他後進地域でのインフラ投資が数億人規模の新規労働者を創出し、世界の労働供給の拡大につながると予想されます。これらはいずれも、将来はインフレよりもデフレが問題となることを示唆しています。経済成長の鈍化と緩やかなインフレ上昇は、金利が過去の通常の水準に戻らない可能性がある構造的理由となっています。

景気循環銘柄の上昇

世界経済の回復は力強く自律的で、欧州でもエネルギーセクターが追い風となっていると考えます。OECDの調査によれば、調査対象45カ国すべての経済が拡大しており、その多くの国で経済成長が加速しています。世界的な金融危機後10年近くが経ち、金融危機が生み出した不安や懸念、警戒心は薄れ始めています。構造的な要因が長期金利を下押ししたとしても、堅調な成長モメンタムがもたらす景気循環の原動力が、目先の金利を押し上げられると思われれます。現時点の10年物米国債利回り2.3%は、米国の4%以上の名目成長率と整合していません。従って、長期利回りが長期的に低水準にとどまるか否かに関する証左が待たれるところですが、長期国債利回りは年末にかけて上昇する見通しです。下表に当社の米国債利回りの予想を示しています。

金利	2017年末予想	2018年末予想
FF金利	1.13%-1.38%	1.88%
2年物米国国債利回り	1.75%	2.0%-2.25%
10年物米国国債利回り	2.75%-3.0%	3.0%-3.25%
2-10年のスプレッド	1.0%-1.25%	1.0%

アセットアロケーション - リフレへの回帰

市場のコンセンサスは9月に、2016年に鮮明だったリフレ効果を再認識し始めました。言うまでもなく、リフレとは景気循環的な経済活動が加速し、利益の回復をもたらす、インフレ率が緩やかに押し上げられ、金利が小幅に上昇する局面のことです。リフレが起きると、市場ではグロース株からバリュー株へ、大型株から小型株へ、ディフェンシブ銘柄から景気循環銘柄（経済活動の改善の恩恵を受ける）へ、リターンがローテーションします。そして、9月に市場で見られたのはまさにこうした動きでした。

株式市場は、好不調の銘柄の差が大きいにもかかわらず、全体のパフォーマンスは比較的良好でした。S&P500指数のトータルリターンは9月が2.1%、第3四半期は4.5%となりました。MSCIオール・カントリー・ワールド指数は9月が1.8%上昇、第3四半期は4.7%上昇しました。エネルギーと工業のセクターが、全セクターの中で最も高いパフォーマンスを上げました。銀行株指数は金利上昇の恩恵を受けました。一方、不動産投資信託（REIT）は、金利の上昇が足かせになったために、9月のパフォーマンスは冴えず、第3四半期は低調に終わりました。リフレ的回復が本格化したことから、多くの債券指数は9月に下落しましたが、それでも、ユーロ圏と米国のハイイールド債の投資家は、相応のリターンを獲得しました。

今後の見通し








過去の実績を平均すると、ダウ平均は1年の中で第4四半期が最も高いパフォーマンスを上げています。2010年以降では、平均月間リターンは11月が最高で、10月がそれに続いています。今年の10月は例年とは若干異なるはずですが、米国の経済が堅調で、企業利益の前年比伸び率は加速している一方（12カ月実績ベースの利益は第2四半期に前年比20%近く上昇）、金利は低位にとどまっているからです。当社は第4四半期の大半でリフレートレードが続くとみています。

新興国の株式と社債は通常、リフレ期間に良好なパフォーマンスとなります。ただし、2017年9月はこれが当てはまりませんでした。MSCIエマージング・マーケット指数は0.6%下落し、自国通貨建ての新興国債券インデックスも低調でした。当社はこうしたアンダーパフォーマンスが長引くと考えます。ただし、新興国の株式と債券は、9月は低調だったものの、年初来でみると最も高いパフォーマンスとなっています。ドル安と金利低下、コモディティ価格の回復はいずれも、新興国の証券市場には強力な追い風となりましたが、追い風はすでに止み、逆風に転じています。欧州と日本の主要株式指数が9月に力強さを示したことから、当面は欧州と日本の株式が新興国に代わって、リターンを牽引すると予想されます。

株式市場の上昇局面はもうしばらく続くと思われる一方で、重要な長期リターンの見通しはそれほど良くありません。8年以上に及ぶ超低金利と各国中銀の積極的な動きは、まずまずの経済成長と相まって、株式と債券のバリュエーションを押し上げています。良好な長期リターンを決定する最も重要な要因は購入価格です。株式と債券の購入価格が高いことを考慮すると、長期リターンは良くても控え目となるでしょう。

株式市場の当面の上昇余地を決定づけるのは、インフレ指標と長期金利のさらなる上昇です。株式市場がさらに5%程度上昇することも「無きにしもあらず」です。株式市場が25%以上下落するような本格的な弱気相場に転じる可能性は、現時点では低い模様です。この類いの相場下落は通常リセッションを伴いますが、足元の経済状況を見ると、リセッションが間近に迫っているとは思われません。ただし、金利が突然または持続的に上昇し、インフレ懸念が再燃すれば、高止まりしている株式市場はただちに大幅な調整に入る可能性があります。世界経済の成長モメンタムは今や、ピークに達したと思われれます。2017年末またはそれ以降にかけて経済が減速し、それが長期金利の上昇を伴う場合は大幅な調整をもたらすことも考えられます。従って、上昇局面が持続する可能性はありますが、先行きのリスクは高まっています。弱気な投資家はこの上昇局面を利用して、さらに利益確定を行うことを望むかもしれません。

Table I: Global Economic Trends

			Real GDP	CPI	Unemployment Rate	Benchmark Rate EOP	10 yr. Treasury Rate EOP	
	<u>US:</u>	2014	2.4%	1.6%	6.2%	0.25%	2.18%	
		2015	2.4%	0.1%	5.3%	0.38%	2.27%	
		2016	1.5%	1.3%	4.9%	0.62%	2.46%	
		2017 F	2.2%	2.1%	4.5%	1.38%	2.50%	
		2018 F	2.7%	2.4%	4.2%	2.13%	2.75%	
	<u>Canada:</u>	2014	2.6%	1.9%	6.9%	0.75%	1.78%	
		2015	0.9%	1.1%	6.9%	0.50%	1.39%	
		2016	1.5%	1.4%	7.0%	0.50%	1.72%	
		2017 F	2.8%	1.7%	6.5%	1.25%	2.20%	
		2018 F	2.0%	2.0%	6.4%	1.50%	2.50%	
	<u>UK:</u>	2014	3.1%	1.5%	6.3%	0.50%	1.75%	
		2015	2.2%	0.0%	5.4%	0.50%	1.96%	
		2016	1.8%	0.7%	4.9%	0.25%	1.24%	
		2017 F	1.5%	2.7%	4.6%	0.25%	1.40%	
		2018 F	1.3%	2.5%	5.0%	0.50%	1.70%	
	<u>Eurozone:</u>	2014	1.3%	0.4%	11.6%	0.05%	0.54%	
		2015	2.0%	0.0%	10.9%	0.05%	0.63%	
		2016	1.8%	0.2%	10.0%	0.00%	0.21%	
		2017 F	2.1%	1.6%	9.2%	0.00%	0.70%	
		2018 F	1.9%	1.5%	8.7%	0.00%	1.00%	
	<u>Japan:</u>	2014	0.3%	2.7%	6.3%	0.10%	0.31%	
		2015	1.1%	0.8%	3.4%	0.10%	0.26%	
		2016	1.0%	-0.1%	3.1%	-0.10%	0.04%	
		2017 F	1.4%	0.5%	2.9%	-0.10%	0.05%	
		2018 F	1.0%	0.8%	2.8%	-0.10%	0.10%	
	<u>Australia:</u>	2014	2.8%	2.5%	6.1%	2.50%	2.75%	
		2015	2.4%	1.5%	6.1%	2.00%	2.88%	
		2016	2.5%	1.3%	5.7%	1.50%	2.77%	
		2017 F	2.5%	2.0%	5.7%	1.50%	2.80%	
		2018 F	2.8%	2.2%	5.6%	1.75%	3.15%	
	<u>China:</u>	2014	7.3%	2.0%		5.60%		
		2015	6.9%	1.4%		4.35%		
		Official Statistics	2016	6.7%	2.0%		4.25%	
		2017 F	6.6%	2.0%		4.35%		
		2018 F	6.2%	2.2%		4.35%		

F - Forecast, EOP - End of Period

Source: International Monetary Fund, OECD & Sovereign Group, China NBS, Principal Global Investors

Table II: U.S. Economic Indicators

Indicator	Level			Y/Y			Level			Y/Y %		
	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	105.3	105.7	104.7	2.1%	2.4%	1.5%	103.1	104.6	106.5	-1.2%	1.5%	1.8%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	76.7	76.9	76.1	1.2%	1.3%	0.4%	75.7	76.5	77.4	-1.4%	1.0%	1.2%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,217	1,190	1,180	2.3%	-2.7%	1.4%	1,177	1,250	1,377	6.3%	6.2%	7.0%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	8,401.7	9,809.7	11,285.6	-2.2%	-3.0%	-2.8%	17,465	17,203	17,375	0.4%	-1.5%	1.0%
5 Civilian Labor Force (thousands)	160,145	160,494	160,571	0.8%	0.8%	0.7%	159,186	160,429	162,088	1.3%	0.78%	1.11%
6 Civilian Employment (thousands)	153,168	153,513	153,439	1.4%	1.3%	1.2%	151,437	153,295	155,295	1.7%	1.2%	1.3%
7 Total Unemployment (thousands)	6,977	6,981	7,132	-10.5%	-9.9%	-9.2%	7,750	7,134	6,793	-6.5%	-8.1%	-4.8%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q4-16	Q1-17	Q2-17	Q4-16	Q1-17	Q2-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,787.4	1,810.5	1,774.7	19.6%	11.8%	7.4%	1,687.9	1,772	1,867	2.2%	8.0%	6.0%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	115.7	117.1	117.6	-0.3%	1.9%	1.1%	116.0	118.1	120.5	1.0%	2.0%	2.0%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2014	2015	2016	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	2.4%	2.2%	1.9%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.4%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,998	2,713	2,240	50	207	145	210	189	156			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.2	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	1.7	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.3	4.0	3.8	4.0	4.0	4.1	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	13.7	14.7	14.3	13.3	13.2	13.6	-	-	

Y/Y% - Year Over Year Percent, F - Forecast, SAAR - Seasonally Adjusted Annual Rate, YTD - Year to Date

Source: Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Dept. of Commerce, Principal Global Investors

Baseline Economic Forecasts for 2017-2018, by Quarter

Baseline Forecasts

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

	1st QUARTER 17		2nd QUARTER 17		3rd QUARTER 17		4th QUARTER 17		2015 ACTUAL		2016 ACTUAL	
	Actual		Actual		Forecast		Forecast					
Real GDP	16,903.2	1.2%	17,031.1	3.1%	17,140.4	2.6%	17,270.5	3.1%	16,471.5	2.9%	16,716.2	1.5%
Personal Consumption Expenditures	11,758.0	1.9%	11,853.0	3.3%	11,915.6	2.1%	12,009.3	3.2%	11,264.3	3.6%	11,572.1	2.7%
Durable Goods	1,647.3	-0.1%	1,677.8	7.6%	1,682.0	1.0%	1,702.6	5.0%	1,511.9	7.8%	1,595.1	5.5%
Non-Durables	2,540.2	1.1%	2,566.6	4.2%	2,579.3	2.0%	2,604.8	4.0%	2,446.8	3.1%	2,514.3	2.8%
Services	7,621.0	2.5%	7,664.4	2.3%	7,702.4	2.0%	7,750.1	2.5%	7,340.2	3.2%	7,507.3	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,897.0	-1.2%	2,924.7	3.9%	2,942.8	2.5%	2,978.5	4.9%	2,905.4	5.2%	2,858.2	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2,263.6	7.1%	2,300.6	6.7%	2,323.2	4.0%	2,348.8	4.5%	2,223.5	2.3%	2,210.4	-0.6%
Structures	468.0	14.8%	476.0	7.0%	478.4	2.0%	483.1	4.0%	465.4	-1.8%	446.4	-4.1%
Equipment	1,059.4	4.4%	1,082.0	8.8%	1,097.9	6.0%	1,111.4	5.0%	1,084.5	3.5%	1,047.8	-3.4%
Intellectual Property Products	738.6	5.8%	745.3	3.7%	749.0	2.0%	756.4	4.0%	677.8	3.8%	720.4	6.3%
Residential Invest.	605.5	11.1%	594.1	-7.3%	589.6	-3.0%	599.7	7.0%	556.9	10.2%	587.5	5.5%
Change in Inventory	1.2 -		5.5 -		30.0 -		30.0 -		100.6 -		33.4 -	
Net Exports	-622.2 -		-613.6 -		-619.2 -		-624.0 -		-545.3 -		-586.3 -	
Exports	2,162.3	7.3%	2,181.1	3.5%	2,195.7	2.7%	2,210.3	2.7%	2,127.1	0.4%	2,120.1	-0.3%
Imports	2,784.5	4.3%	2,794.8	1.5%	2,814.8	2.9%	2,834.3	2.8%	2,672.4	5.0%	2,706.3	1.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,896.6	-0.6%	2,895.2	-0.2%	2,899.3	0.6%	2,904.9	0.8%	2,878.5	1.4%	2,900.2	0.8%
Federal	1,108.4	-2.4%	1,113.7	1.9%	1,115.3	0.6%	1,116.4	0.4%	1,114.1	-0.1%	1,114.6	0.0%
National Defense	658.6	-3.3%	666.2	4.7%	667.9	1.0%	667.9	0.0%	667.0	-2.2%	667.0	-0.7%
Non-Defense	449.0	-1.1%	446.9	-1.9%	447.5	0.5%	448.6	1.0%	441.6	3.2%	447.0	1.2%
State & Local	1,786.2	0.5%	1,779.6	-1.5%	1,784.0	1.0%	1,788.5	1.0%	1,762.8	2.3%	1,783.7	1.2%
Real Final Sales	16,883.5	2.7%	17,006.6	2.9%	17,110.4	2.5%	17,240.5	3.1%	16,354.3	2.6%	16,664.1	1.9%
Real Domestic Final Sales	17,502.7	2.4%	17,618.3	2.7%	17,729.6	2.6%	17,864.5	3.1%	16,900.4	3.3%	17,250.3	2.1%
y/y	2.0%		2.2%		2.2%		2.5%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,397.4	3.0%	17,506.1	2.5%	17,602.4	2.2%	17,682.2	1.8%	17,086.3	2.2%	17,547.0	2.7%
Personal Consumption Expenditures	12,097.5	3.0%	12,172.9	2.5%	12,247.1	2.5%	12,314.1	2.2%	11,884.0	2.7%	12,207.9	2.7%
Durable Goods	1,723.5	5.0%	1,736.3	3.0%	1,751.3	3.5%	1,762.1	2.5%	1,677.4	5.2%	1,743.3	3.9%
Non-Durables	2,624.1	3.0%	2,640.3	2.5%	2,656.7	2.5%	2,669.9	2.0%	2,572.7	2.3%	2,647.7	2.9%
Services	7,798.1	2.5%	7,844.5	2.4%	7,887.3	2.2%	7,930.3	2.2%	7,684.5	2.4%	7,865.1	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	3,010.7	4.4%	3,037.8	3.6%	3,053.9	2.1%	3,061.9	1.1%	2,935.7	2.7%	3,041.1	3.6%
Bus. Fixed Invest.	2,372.3	4.1%	2,393.3	3.6%	2,409.9	2.8%	2,421.3	1.9%	2,309.1	4.5%	2,399.2	3.9%
Structures	485.5	2.0%	487.9	2.0%	490.3	2.0%	490.3	0.0%	476.4	6.7%	488.5	2.5%
Equipment	1,125.0	5.0%	1,136.1	4.0%	1,144.5	3.0%	1,150.2	2.0%	1,087.7	3.8%	1,138.9	4.7%
Intellectual Property Products	763.8	4.0%	771.4	4.0%	777.1	3.0%	782.8	3.0%	747.3	3.7%	773.8	3.5%
Residential Invest.	608.5	6.0%	614.4	4.0%	619.0	3.0%	620.5	1.0%	597.2	1.7%	615.6	3.1%
Change in Inventory	30.0 -		30.0 -		25.0 -		20.0 -		16.7 -		26.3 -	
Net Exports	-629.2 -		-632.5 -		-633.7 -		-634.0 -		-619.7 -		-632.4 -	
Exports	2,228.9	3.4%	2,245.4	3.0%	2,262.1	3.0%	2,276.1	2.5%	2,187.4	3.2%	2,253.1	3.0%
Imports	2,858.1	3.4%	2,877.9	2.8%	2,895.8	2.5%	2,910.1	2.0%	2,807.1	3.7%	2,885.5	2.8%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,916.6	1.6%	2,926.1	1.3%	2,933.3	1.0%	2,938.4	0.7%	2,899.0	0.0%	2,928.6	1.0%
Federal	1,121.4	1.8%	1,124.2	1.0%	1,127.0	1.0%	1,129.8	1.0%	1,113.5	-0.1%	1,125.6	1.1%
National Defense	671.2	2.0%	672.8	1.0%	674.5	1.0%	676.2	1.0%	665.1	-0.3%	673.7	1.3%
Non-Defense	450.2	1.5%	451.4	1.0%	452.5	1.0%	453.6	1.0%	448.0	0.2%	451.9	0.9%
State & Local	1,795.1	1.5%	1,801.8	1.5%	1,806.3	1.0%	1,808.6	0.5%	1,784.6	0.1%	1,803.0	1.0%
Real Final Sales	17,367.4	3.0%	17,476.1	2.5%	17,577.4	2.3%	17,662.2	1.9%	17,060.2	2.4%	17,520.8	2.7%
Real Domestic Final Sales	17,996.6	3.0%	18,108.6	2.5%	18,211.1	2.3%	18,296.2	1.9%	17,678.8	2.5%	18,153.1	2.7%
y/y	2.9%		2.8%		2.7%		2.4%					

Source: Historical Statistics - U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov/bea/dn1.htm>), Projections - Internal Estimates.

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。

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