

# 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

### ● 経済成長がピークを迎えたら何が起るのか？

物事がこれ以上ないくらいうまくいっている場合には、大抵の場合それ以上によくなるものではない。しかし弊社では、力強いモメンタムは2019年に入っても続くともみている。

### ● 投資家タイプのFRB議長

FRBウォッチャーであれば、パウエル新議長の率直かつ明快、曖昧さのない口調に慣れる必要があるだろう。インフレ率は徐々に上昇しており、金利はさらに若干上昇した後、数カ月間は横ばいで推移すると予想される。

### ● アセットアロケーション： 2月は避難先がなかった

2月は急激かつ大幅な相場下落により、ほとんどの投資家が打撃を受けた。月初の安値への絞押しは買いの好機となり、世界経済が依然として力強いことから、サイクル終盤の上昇局面が訪れればリターンが見込まれる。



For the month of February 2018

## 経済成長がピークを迎えたら何が起るのか？

経済成長はやや減速するでしょう。これまで、世界経済はしばらく同時拡大が続いていました。この同時拡大は、2016年初めにコモディティ価格の底打ちと共に始まり、2017年に入って勢いを増しました。日本、ユーロ圏、米国経済はトレンドを上回るペースで成長し、中国経済は減速したとはいえ、緩やかな減速にとどまりました。コモディティ価格と世界貿易は堅調に上向きました。信頼感指数などのセンチメント指標は急上昇し、一部指標は過去最高を何度も更新しました。経済指標では、ユーロ圏を中心に上振れのサプライズが続きました。投資家と企業はようやく、金融危機後の景気低迷の終焉を認識しました。

しかし、物事がこれ以上ないくらいうまくいっているときには、やはり大抵の場合それ以上にはならないものです。現に、世界の経済成長は既にピークに到達し、わずかながら勢いは弱まり始めた可能性があります。コモディティ価格もほぼピークに達したとみられます。JPモルガンが集計した世界の景況感指標はピークを過ぎた模様です。各国別の信頼感指数も同様にピークアウトした可能性があります。投資家は経済成長の勢いが増すことに慣れてきているため、データが予想を上回るサプライズは起こりにくくなっています。

### ➤ ユーロ圏

シティグループのエコノミック・サプライズ指数は、2月下旬に2016年以来初めてマイナスに転じ、直近の景況感指標は全体的に軟化しています。ユーロ圏の総合購買担当者景気指数（PMI）は1ポイント以上低下の57.5となり、国別の景気指数も総じて低下しました。ドイツのIfo企業景況感指数、ユーロ圏景況感指数、ZEW投資家景況感指数はいずれも、過去最高を下回っています。とはいえ景気の減速を示唆しているわけではなく、単に過去最高の更新はいつまでも続かないということです。

ユーロ圏経済に楽観的な見方をする理由は多くあります。例えばセンチメント指標は依然として力強い経済成長を示唆し、労働市場は回復し、失業率は過去数年間で最低の8.6%となっています。またドイツの労働市場は、ある意味非常に好調と言えます。欧州委員会の調査によれば、ドイツは製造業労働者の不足は過去最も深刻なレベルです。これらはいずれも内需を下支えする要素です。そして世界経済の力強い成長は、たとえユーロ高が逆風になったとしても輸出を押し上げるでしょう。当社は2018年のユーロ圏GDP成長率を2~2.5%と予想していますが、若干上振れる可能性もあります。

物事がこれ以上ないくらいうまくいっているときには、大抵の場合やはりそれ以上にはならないものです。

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

## ＞ 日本

日本の2017年10-12月期のGDP成長率は前期比年率0.5%となり、2%を超えた前2四半期から減速しました。経済成長率のトレンドがおそらく0.5~1%程度であることを考えれば、減速は意外なことではありません。実際、経済協力開発機構（OECD）のデータを用いた調査会社コーナーストーン・マクロの計算によると、日本は過去6年間に潜在成長率を上回るペースで成長してきたため、いずれかの時点で本来のペースに回帰する必要があったのです。1月の鉱工業生産指数は前月比で6%以上低下しました。中国の春節（旧正月）の時期が毎年ずれるという影響もあるとはいえ、それでも大幅な低下です。2月の製造業PMIはやや低下しましたが、なお54.1と好調な水準を維持しています。大手企業の景況感を示すロイター短観指数も低下しました。一方で、失業率は2.4%の超低水準にあり、2018年のGDP成長率は1~1.5%と当社は予想しています。

## ＞ 中国

経済成長率の鈍化が最も顕著なのは中国です。2月の国家統計局発表の製造業PMIは1ポイント低下して50.3となり、景気の好不況の節目を示す50をかわろうじて上回りました。やはり春節が影響している可能性もありますが、大幅な低下と言えます。財新が発表した製造業PMIは小幅上昇の51.6となりましたが、鉄道貨物輸送量や石油／鉄鋼／銅の生産量といったハードデータは、2017年末にかけて減速しました。信用残高の伸びも鈍化が続いており、1月の社会融資総量は前年同月比17.2%減となりました。政府は非伝統的な貸出の削減という目標を達成しつつあり、これに伴って信用残高の伸び率は持続可能なペースに鈍化しています。

## ＞ 米国

米国経済にはまだ成長余地がありそうです。主要な消費者信頼感指数はいずれも過去最高水準にあります。コンファレンスボードによる、雇用市場に対する消費者の見解を示す労働市場動向指数は、2001年以来の高水準となりました。サプライマネジメント協会（ISM）による製造業景況指数は大幅に上昇し、2004年5月以来の好調な水準となりました。新規失業保険申請件数は1969年以降で最も低い水準に急低下しました。一方で、主要経済指標の一部は1月に減速しました。小売売上高、鉱工業生産指数、新築／中古住宅販売件数、耐久財受注といった指標はいずれも低下しました。2017年10-12月期のGDP成長率（改定値）は、2.5%にわずかに引き下げられました。在庫増が若干下方修正されて足かせとなった一方で、個人消費は3.8%増と好調な伸びを維持しました。

米国の労働市場は驚異的な力強さを見せており、個人消費は今後も健全な状態が続くとみられます。加えて、賃金上昇率の加速は消費をさらに押し上げるでしょう。設備投資は回復しており、減税を背景に好調が続くと予想されます。商工業向けの融資基準の緩和は経済成長の追い風となります。また米国の資本ストックは老朽化が進んでおり、国内には設備投資の余地が十分にあります。中には深刻なレベルのものもあり、需要は積み上がっています。つまり、米国は基盤となる内需が堅調であることに加え、税制改革や新予算案による財政刺激という、特に設備投資にとって追加のプラス材料が揃っていません。

## 結論

それでは、経済成長がピークを迎えたら何が起ころのでしょうか。世界の経済成長は既にピークを過ぎているとみられ、成長はやや減速するでしょう。欧州の力強い景況感はクライマックスを迎えたと推測されます。日本の経済成長はトレンド成長率に向かっていきます。中国は長期的な減速期に入りました。米国では気候要因によるものとはいえ、1月に複数の経済指標が減速を示しました。2018年は若干の経済成長の減速と、コモディティ価格の頭打ちが予想されますが、それでも世界経済にとって良い年になりそうです。力強いモメンタムは2019年に入っても持続すると、当社では予想しています。米国経済に対する当社の具体的な予想は、本レポート末尾の表に記載しています。

## 投資家タイプのFRB議長

FRBウォッチャーであれば、ジェローム・パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）新議長の発言の特徴を知っておく必要があるでしょう。彼の初の議会証言での、率直かつ明快で、曖昧さをもたせない話しぶりには、「一方で．．．」と言った後に必ず「他方で．．．」と続く経済学者の話し方に慣れている投資家は戸惑ったようです。パウエル議長は、米国経済に関する「個人的見通し」が昨年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）以降に強まったと率直に述べました。それ自体は事実であり、特に目新しいことではありませんでした。ところが、議長のストレートな物言いを受けて、2018年中の4回の利上げに向けた地ならしであるとの憶測が浮上し、株式市場は下落しました。しかし実際は、これまでの経歴から、同議長は明白な事実、すなわち米国経済の成長見通しが改善していることを述べたにすぎないと思われれます。議長の発言の中で、段階的な利上げ路線からの逸脱を示唆するような文言は見当たりませんでした。

## インフレ動向

インフレ率がFRBの目標に達するのを待っている様子は、さながら戯曲「ゴドーを待ちながら」を彷彿とさせます。戯曲では主人公の2人の男はゴドーが来るのを待っていますが、ゴドーは最後まで現れません。FRBは超低水準のインフレ率が続く、または目標に達しても再び低下することを懸念しています。つまり、インフレ率が目標をしばらくの間やや上回ったとしても、FRBの利上げは緩やかなペースになる公算が大きいということです。当社もその見解に同意しており、堅調な景気拡大を踏まえれば、インフレ率は間違いなく年内にFRBの目標に達し、目標を上回ることも考えられます。しかし、コモディティ価格と世界経済の成長モメンタムが2018年1-3月期にピークを迎えるとみられることから、インフレ率が予想外に急上昇してもFRBが積極姿勢を強めることはないと考えています。

コンセンサスはここしばらく、インフレ率と金利は「長期にわたり低水準が続く」と考えていました。ところが、昨年9月に2%付近だった米国10年物国債利回りが、先日2.95%まで上昇したことで、コンセンサスも反転しています。世界経済の力強い成長と上昇基調を見せるインフレ率も、そうしたコンセンサスの心境の変化に貢献しています。米国金利の推移については下表をご参照ください。

### 金利

	12/31/2015	12/31/2016	12/29/2017	02/21/2018 (最高値)*	09/07/2017 (最低値)*	02/28/2018 現在
2年	1.05%	1.19%	1.88%	2.27%	1.27%	2.25%
10年	2.27%	2.44%	2.41%	2.95%	2.04%	2.86%
10-2年スプレッド	1.22%	1.25%	0.53%	0.68%	0.77%	0.61%
30年	3.02%	3.07%	2.74%	3.22%	2.66%	3.12%

\*12ヶ月の最高値と最低値、過去12ヶ月間の10年物国債利回りを基準  
出所: Bloomberg

## ▶ 利回りは高値水準で横ばい推移か？

おそらく、その通りでしょう。利回りの上昇が5カ月間で1%ポイントにとどまったことで、世界の株式市場では未消化の大きな材料が残されました。堅調な経済成長に加え、株式市場の急騰からは長期国債利回りが上昇するはずだったことは明らかです。ではなぜ金利は2017年10-12月期以前に上昇しなかったのでしょうか。米国の名目GDP成長率が4~5%にあることと、10年物米国債利回りが2~2.5%にとどまることは、全く相容れません。

今後の金利の上昇余地については、今年から来年にかけてFRBが利上げにどの程度積極姿勢をとるかに左右されます。市場コンセンサスは向こう2年間の利上げ予想を引き上げています。一部のFRBウォッチャーは、2018~2019年に年4回25bpずつ利上げすると予想しています。その場合、フェデラルファンド（FF）金利は3.25~3.50%のレンジに上昇することになります。こうした高水準のFF金利は、米国の名目GDP成長率が4~5%のレンジを維持しない限り、米国の経済成長の大きな重しになるとみられます。仮に名目GDP成長率がこの水準を維持した場合、長期国債利回りも同様の水準に近づくと考えられます。

短期的には、10年物米国債利回りが3%超の水準で頭打ちとなり、米国債市場は一段と落ち着くと考えます。市場は少なくとも、10年物米国債利回りの直近高値である、2014年1月2日に付けた3.05%に達してから安定化することを望んでいるようです。足元ならびに最近の株式市場の変動も、利回りの大幅な上昇を抑制するでしょう。

さらに、長期国債利回りの急騰、市場のボラティリティ、米国債利回りに対する社債スプレッドの拡大、ドルの安定推移により、金融環境は既に大幅にタイト化しており、FRBが実施すべき重要な役割の一部を果たしています。こうした基調が続いた場合、FRBは利上げペースを加速するのではなく、より緩やかなアプローチをとることも考えられます。当社の利回り予想は図表2の通りです。ただし、2019年末の予想は明らかに推測に過ぎず、経済成長と株式市場が来年を通じて上昇モメンタムを維持するかどうか大きく依存しています。

金利	2017年末	2018年末
FF金利	2.13%	2.63%
2年物国債利回り	2.5%-2.75%	2.75%-3.0%
10年物国債利回り	3.0%-3.25%	3.25%-3.5%
2-10年スプレッド	0.5%	0.25%-0.5%

## アセットアロケーション： 2月は避難先がなかった

2月は極めて低調な月でした。2月のパフォーマンスをプラスで切り抜けた投資家は少なかったようです。賢明にも1月終盤までに投資資金をキャッシュで手元に置いた投資家だけが、プラスのリターンを上げました。当社がトラッキングしている世界46株価指数のうち、騰落率がプラスとなったのは5つのみで、そのうち1つはほぼ横ばいでした。米国およびグローバルのMSCIセクター指数において、上昇したセクターはありませんでした。それでも、S&P500指数の配当込みのトータルリターンは、2月に3.7%下落した後でも、年初来では1.8%の上昇となりました。MSCIエマージング・マーケット指数も2カ月間では4.6%の上昇と好調を維持しましたが、2月は上げ幅を3.4%失いました。

債券も分散効果を発揮する、安全な避難先とはなりません。当社がトラッキングする21債券指数のうち、上昇したのは1つだけで、この短期米国国債指数も横ばいを若干上回る程度でした。REITは長期金利の急騰から打撃を受け、リターンは最も低い部類に入りました。MSCI米国REIT指数は7.9%、グローバルREIT指数は6.7%下落し、年初来でもそれぞれ11.9%と7.9%下落しました。

## ▶ 今後の見通し

当社では昨年末より、ポートフォリオからリスク資金を若干引き揚げることを提案してきました。また1月末のレポートでも、さらに慎重な姿勢をとり、次なる好機のための資金温存について述べました。今後より優れた投資機会が訪れると考えていましたが、バリュウの改善した機会が現れ始めています。2月初めの大幅な下落（S&P500指数は9営業日で高値から底値まで10.2%低下）は、そのペース、下げ幅ともに激しいものでした。2週間前に指摘したように、この急落は1月の賃金伸び率が予想を上回ったことがきっかけとなり、ボラティリティをショートしていた投資家の損失抑制の動きが拍車をかけた格好となりました。ただし、金利上昇を裏付けるファンダメンタルズ要因からは、調整が起ころうとしていることを示唆していました。

現在の局面は、株式市場が長期国債利回りの上昇に完全に適応するタイミングかもしれません。そのため、今回の調整は1~2カ月で終わらない可能性があります。下落基調は、3月1日にトランプ政権が高関税を課す方針を表明したことで拍車がかかっています。長期国債利回りが3%の節目を突破し、2014年初めの高値を上回った場合、再び市場には売りの連鎖が生じる恐れがあります。その場合、S&P500指数は2月初めの安値か、それを若干下回る水準まで再度下落する可能性があります。

さらなる調整が生じた場合、これまでに引き揚げた資金があれば、それを市場に再投資する好機となるかもしれません。景気の勢いはユーロ圏では今四半期に、また中国や日本でもそれ以前にピークアウトしましたが、世界経済のモメンタムは依然として非常に力強いことがその理由です。米国では税制改革により促進された設備投資の増加を牽引役とし、経済成長率はおそらく今後数四半期にわたりレンジ上限を維持すると考えます。FOMCが2018年に2~3回の利上げに踏み切ったとしても、FRBが緩和的な姿勢であることに変わりはありません。企業利益は好調な伸びを示し、長期金利は間もなく安定化するでしょう。当社では、米国の2009年3月からの長期に及ぶ投資サイクルは、サイクル終盤の堅調な上昇局面に入ると考えています。

※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。

Baseline Economic Forecasts for 2018-2019, by Quarter

Baseline Forecasts

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

	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2016 ACTUAL		2017 ACTUAL	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
<b>Real GDP</b>	<b>17,416.9</b>	<b>3.4%</b>	<b>17,560.1</b>	<b>3.3%</b>	<b>17,701.4</b>	<b>3.3%</b>	<b>17,842.4</b>	<b>3.2%</b>	<b>16,716.2</b>	<b>1.5%</b>	<b>17,092.5</b>	<b>2.3%</b>
<b>Personal Consumption Expenditures</b>	<b>12,127.2</b>	<b>3.3%</b>	<b>12,218.0</b>	<b>3.0%</b>	<b>12,305.2</b>	<b>2.9%</b>	<b>12,393.1</b>	<b>2.9%</b>	<b>11,572.1</b>	<b>2.7%</b>	<b>11,888.9</b>	<b>2.7%</b>
Durable Goods	1,786.5	4.0%	1,808.5	5.0%	1,826.3	4.0%	1,844.3	4.0%	1,595.1	5.5%	1,701.8	6.7%
Non-Durables	2,628.5	3.0%	2,651.2	3.5%	2,674.1	3.5%	2,697.2	3.5%	2,514.3	2.8%	2,574.4	2.4%
Services	7,767.1	2.2%	7,813.3	2.4%	7,859.8	2.4%	7,906.5	2.4%	7,507.3	2.3%	7,674.0	2.2%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>3,018.7</b>	<b>2.2%</b>	<b>3,069.4</b>	<b>6.9%</b>	<b>3,118.1</b>	<b>6.5%</b>	<b>3,165.9</b>	<b>6.3%</b>	<b>2,858.2</b>	<b>-1.6%</b>	<b>2,950.2</b>	<b>3.2%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,398.4	5.9%	2,433.2	5.9%	2,470.8	6.3%	2,509.0	6.3%	2,210.4	-0.6%	2,313.9	4.7%
Structures	472.6	2.0%	477.3	4.0%	484.3	6.0%	491.4	6.0%	446.4	-4.1%	470.4	5.4%
Equipment	1,160.9	7.0%	1,183.4	8.0%	1,206.4	8.0%	1,229.8	8.0%	1,047.8	-3.4%	1,098.2	4.8%
Intellectual Property Products	766.9	4.0%	774.4	4.0%	782.1	4.0%	789.8	4.0%	720.4	6.3%	749.5	4.0%
Residential Invest.	605.3	0.0%	611.3	4.0%	617.3	4.0%	621.9	3.0%	587.5	5.5%	598.0	1.8%
Change in Inventory	15.0 -		25.0 -		30.0 -		35.0 -		33.4 -		13.3 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-661.3 -</b>		<b>-669.2 -</b>		<b>-673.2 -</b>		<b>-677.4 -</b>		<b>-586.3 -</b>		<b>-621.4 -</b>	
Exports	2,247.0	3.0%	2,264.3	3.1%	2,280.5	2.9%	2,294.6	2.5%	2,120.1	-0.3%	2,191.6	3.4%
Imports	2,908.3	3.6%	2,933.4	3.5%	2,953.7	2.8%	2,972.0	2.5%	2,706.3	1.3%	2,813.0	3.9%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,930.1</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,939.6</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,949.2</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,958.8</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,900.2</b>	<b>0.8%</b>	<b>2,903.1</b>	<b>0.1%</b>
Federal	1,131.0	1.7%	1,133.9	1.0%	1,136.7	1.0%	1,139.5	1.0%	1,114.6	0.0%	1,116.5	0.2%
National Defense	682.8	2.0%	684.5	1.0%	686.2	1.0%	687.9	1.0%	667.0	-0.7%	668.6	0.2%
Non-Defense	448.3	1.5%	449.4	1.0%	450.5	1.0%	451.6	1.0%	447.0	1.2%	447.3	0.1%
State & Local	1,799.1	1.5%	1,805.8	1.5%	1,812.5	1.5%	1,819.3	1.5%	1,783.7	1.2%	1,784.7	0.1%
Real Final Sales	17,401.9	3.7%	17,535.1	3.1%	17,671.4	3.1%	17,807.4	3.1%	16,664.1	1.9%	17,060.1	2.4%
Real Domestic Final Sales	18,063.2	3.9%	18,204.2	3.2%	18,344.6	3.1%	18,484.9	3.1%	17,250.3	2.1%	17,678.9	2.5%
y/y	3.0%		3.1%		3.1%		3.3%					
	1st QUARTER 19		2nd QUARTER 19		3rd QUARTER 19		4th QUARTER 19		2018 FORECAST		2019 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
<b>Real GDP</b>	<b>17,964.2</b>	<b>2.8%</b>	<b>18,092.1</b>	<b>2.9%</b>	<b>18,207.3</b>	<b>2.6%</b>	<b>18,305.7</b>	<b>2.2%</b>	<b>17,630.2</b>	<b>3.1%</b>	<b>18,142.3</b>	<b>2.9%</b>
<b>Personal Consumption Expenditures</b>	<b>12,485.2</b>	<b>3.0%</b>	<b>12,573.2</b>	<b>2.8%</b>	<b>12,653.9</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,721.4</b>	<b>2.2%</b>	<b>12,260.9</b>	<b>3.1%</b>	<b>12,608.4</b>	<b>2.8%</b>
Durable Goods	1,862.4	4.0%	1,876.3	3.0%	1,890.2	3.0%	1,897.2	1.5%	1,816.4	6.7%	1,881.5	3.6%
Non-Durables	2,720.4	3.5%	2,747.3	4.0%	2,774.3	4.0%	2,794.9	3.0%	2,662.7	3.4%	2,759.2	3.6%
Services	7,953.6	2.4%	8,000.9	2.4%	8,040.6	2.0%	8,080.5	2.0%	7,836.7	2.1%	8,018.9	2.3%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>3,221.8</b>	<b>7.2%</b>	<b>3,255.2</b>	<b>4.2%</b>	<b>3,282.7</b>	<b>3.4%</b>	<b>3,304.3</b>	<b>2.7%</b>	<b>3,093.0</b>	<b>4.8%</b>	<b>3,266.0</b>	<b>5.6%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,555.8	7.7%	2,584.5	4.6%	2,607.3	3.6%	2,629.2	3.4%	2,452.8	6.0%	2,594.2	5.8%
Structures	499.8	7.0%	507.1	6.0%	514.6	6.0%	520.9	5.0%	481.4	2.3%	510.6	6.1%
Equipment	1,256.6	9.0%	1,272.1	5.0%	1,281.5	3.0%	1,291.0	3.0%	1,195.1	8.8%	1,275.3	6.7%
Intellectual Property Products	801.4	6.0%	807.3	3.0%	813.3	3.0%	819.3	3.0%	778.3	3.8%	810.3	4.1%
Residential Invest.	631.0	6.0%	635.7	3.0%	640.4	3.0%	645.1	3.0%	613.9	2.7%	638.0	3.9%
Change in Inventory	35.0 -		35.0 -		35.0 -		30.0 -		26.3 -		33.8 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-682.4 -</b>		<b>-685.5 -</b>		<b>-688.2 -</b>		<b>-688.7 -</b>		<b>-670.3 -</b>		<b>-686.2 -</b>	
Exports	2,311.6	3.0%	2,329.4	3.1%	2,346.1	2.9%	2,360.6	2.5%	2,271.6	3.7%	2,336.9	2.9%
Imports	2,994.1	3.0%	3,014.8	2.8%	3,034.2	2.6%	3,049.3	2.0%	2,941.9	4.6%	3,023.1	2.8%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,970.7</b>	<b>1.6%</b>	<b>2,980.3</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,990.0</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,999.8</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,944.4</b>	<b>1.4%</b>	<b>2,985.2</b>	<b>1.4%</b>
Federal	1,144.6	1.8%	1,147.5	1.0%	1,150.3	1.0%	1,153.2	1.0%	1,135.3	1.7%	1,148.9	1.2%
National Defense	691.3	2.0%	693.0	1.0%	694.7	1.0%	696.5	1.0%	685.3	2.5%	693.9	1.2%
Non-Defense	453.3	1.5%	454.4	1.0%	455.6	1.0%	456.7	1.0%	449.9	0.6%	455.0	1.1%
State & Local	1,826.1	1.5%	1,832.9	1.5%	1,839.7	1.5%	1,846.6	1.5%	1,809.2	1.4%	1,836.3	1.5%
Real Final Sales	17,929.2	2.8%	18,057.1	2.9%	18,172.3	2.6%	18,275.7	2.3%	17,603.9	3.2%	18,108.6	2.9%
Real Domestic Final Sales	18,611.6	2.8%	18,742.6	2.8%	18,860.5	2.5%	18,964.4	2.2%	18,274.2	3.4%	18,794.8	2.8%
y/y	3.1%		3.0%		2.9%		2.6%					

Source: Historical Statistics - U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis; 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。

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