

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

- **危機の後に何が起こるのか？**

正常化へ。米国以外で経済成長が若干鈍化しても、2年越しの世界経済の拡大は持続。

- **新しいFRBは旧FRBと変わらず**

数名の理事が指名されたが、新しいFRBは以前のFRBと同じく緩やかな利上げ路線を辿る見込み。債券利回りと政策金利の長期下降トレンドは終わりに。

- **アセット・アロケーションー調整は終わったのか？**

おそらくまだ終わっていない。ただし利回りの上昇と企業収益の下振れにより株価が頭打ちになる前に、もう一度株式市場が反発する可能性も。



Economic Insights 2018年4月号

危機の後に何が起こるのか？

少なくとも早晩に正常化すると考えます。2年前、長々と続いた危機の時代は終わりました。この危機の時代は米国に端を発した世界金融危機に始まり、それから欧州の債務危機、さらにコモディティ価格の暴落による新興市場の危機へと続きました。最後に2015年に中国が株価の大暴落に見舞われ、人民元の切り下げが市場を驚かせました。2016年初頭、米ドルのピーク到達と同時期にコモディティ価格が底を打ち、経済は回復して2016年半ばから今日まで世界経済の同時拡大が展開しました。

危機が過ぎ去った今、世界経済は正常化の様相を見せ始めています。米国の消費者は、もはや負債を減らそうとせず、家計部門の債務残高が過去最高を更新する一方で貯蓄率が低下し、消費者の景況感には上向いています。欧州債務危機ははるか昔の記憶となり、欧州周辺国の国債利回りがここ何年も安定し、ギリシャは財政黒字です。世界中で新興国経済が持ち直し、ブラジルとロシアが不況を脱し、インドは再び成長が加速しています。総じて世界経済の成長が過去2四半期でピークに達した可能性はありますが、世界経済の足取りはしっかりしており、2019年に入っても緩やかな成長が持続するものとみています。

> 米国:

またしても第1四半期は足踏み局面でした。米国の第1四半期の国内総生産（GDP、インフレ調整後）の伸びは数年ぶりに過去数四半期を下回る低さとなり、個人消費と住宅の建設支出も小幅な伸びとなりました。しかしながら、足踏みはおそらく一時的で、GDP統計の他の部分をみれば潜在的成長のモメンタムが力強いことが読み取れます。GDP成長率は前四半期に比べ年率換算で2.3%増だったものの、力強い伸びを見せた前年の2.9%から減速しました。

昨年第3四半期にハリケーン関連の買い替え支出で増加した個人消費は、1.1%という緩慢な伸びにとどまり、住宅投資は横ばいでした。国内民間総投資は力強く、GDP成長率を1.2ポイント押し上げました。建物に対する投資は12.3%上昇し、昨年第4四半期にGDP成長率を約0.5ポイント押し下げた在庫投資も0.43ポイントの押し上げ要因になりました。さらに昨年第4四半期にGDP成長率を1ポイント強押し下げた純輸出もプラスに寄与しました。全体的としては、実質国内最終需要は前期比+1.6%となりました。

2016年初頭に始まった世界経済の拡大は持続しています。昨年よりも成長が鈍化するかもしれませんが、それでも力強い成長になる見通しです。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

好調な雇用拡大と堅調な景況感により、今年の残りの期間は個人支出が促進されると考えられます。小売売上高はすでに回復を始め、3ヶ月連続で減少していた売上高は0.6%増加しました。米民間調査機関コンファレンス・ボードが発表した消費者信頼感指数は予想外に上昇し、ブルームバーグ週次消費者コンフォート指数は2000年以来的最高値を更新しました。

賃金の上昇が加速し始めており、それが当社の楽観的な見通しの土台となっています。直近の雇用コスト指数は前年比で2.7%上昇と最も好ましい速度で伸びており、民間部門の賃金と給与は2.9%上昇しました。直近2ヶ月の新築/中古住宅販売件数が堅調だったことを見ると、住宅の建設支出が第1四半期に横ばいとなったのは一時的であると推測されます。地区連銀の製造業調査は強弱まちまちで、どちらとも判定しにくいものでした。当社は引き続き、今年の米国のGDP成長率が3%以上になるとみています。予想値は本レポート末尾の表に記載しています。

> 米国以外:

経済成長に若干鈍化の兆候が出ています。日本は2017年中頃、2四半期連続で2%を超える経済成長を遂げたものの、当社は今年の成長率を1%~1.5%と予想します。3月の日本の景況感指数は大幅に下落しましたが、4月は僅かに上昇しました。輸出の伸びは減速し、昨年8月に18%増から今年3月に2.1%となった一方、鉱工業生産は2月、3月と連続して回復しました。失業率は2.5%と驚異的に低く、1990年代半ば以来の最低水準です。労働市場のタイト化が続いているため、当社はこれからもインフレ率がじりじりと上昇すると予想します。また堅調な労働市場も押し上げ要因となるでしょう。

ユーロ圏では成長鈍化が際立っています。この数ヶ月間、ユーロ圏の経済データの悪化が顕著になりました。フランスのGDP成長率は2017年第4四半期の前期比0.7%増から2018年第1四半期の0.3%増へと減速し、英国のGDP成長率は0.1%と小幅な成長にとどまりました。ドイツのIfo経済研究所が発表した独企業景況感指数はさらに勢いを失いました。朗報といえば景況感などを示す諸センチメント指数が4月になって安定したことであり、経済指標の下振れも4月に底を打ちました。ドイツの失業率は5.3%という過去最低の水準を維持しています。当社は第1四半期の軟調な経済指標を受けて、今年のGDP成長率を2%~2.5%と予測しています。

J.P.モルガンの季節調整済みGDP成長率見通しによると、中国の2018年成長率は2017年第4四半期の6.7%から2018年第1四半期の6.9%にやや拡大しました。3月の小売売上高は10.1%増と予想を上回りました。鉱工業生産の伸び率は6.2%から6.0%に縮小し、固定資産投資も勢いを失いました。今年に入って2ヶ月連続で好調だった輸出額は2.7%落ち込みました。ブルームバーグインテリジェンスによると、広義の与信残高の増加を示す社会融資総量の伸び率は、第1四半期に前年比で19.4%減少しました。中国人民銀行(中央銀行)は、4月半ばに銀行預金準備率を1ポイント引き下げ、ここから政府が中国経済に強すぎる打撃を与えないよう金融引き締め舵取りを試みていることが窺われます。しかしながら、債務増加の抑制と環境汚染の軽減という経済目標は、経済成長とそれほど親和的でないものです。当社は中国の今年の経済成長率を6%強になるとみています。

2016年初頭に始まった世界経済の拡大は持続しています。昨年よりも成長が鈍化するかもしれませんが、それでも力強い成長になる見通しです。米国と欧州のGDP統計は若干軟化しましたが、この軟化はおそらく一時的でしょう。2018年は米国の経済成長率が3%以上となり、その他の国の成長がやや鈍化すると当社は予測します。

新しいFRBは旧FRBと変わらず

米連邦準備制度理事会（FRB）は何カ月もの間、いくつかのポストが空席のまま運営されてきました。トランプ大統領は4月にさらに2名をFRBのポストに指名しました。ピムコのグローバル戦略顧問で元財務次官補のコロンビア大学教授リチャード・クラリダ氏と、カンザス州銀行監督官ミシェル・ボウマン氏です。クラリダ氏はFRBの副議長として、ボウマン氏は地域金融機関（コミュニティー・バンク）を代表するポストへ指名されました。この2名の指名とマービン・グッドフレンド氏の指名が共に承認されれば、先のジェローム・パウエル氏のFRB議長への指名とランダル・クオールズ氏の監督担当副議長への指名も含め、トランプ大統領によるFRBメンバーの入れ替えは、これまでに類を見ない大幅な刷新となります。

多くの専門家にとって驚きだったのは、新しいFRBが専門知識、信条、気質において以前のFRBとほとんど変わらないことです。パウエル氏の経歴は経済学というよりは金融業界での経験であり、その一方でクラリダ氏および、最近ニューヨーク連銀総裁に指名され、米連邦公開市場委員会（FOMC）で常に投票権を持つジョン・ウィリアムズ氏はマネタリー・エコノミクスの信奉者です。新FRBでも引き続き経済理論の色彩が濃くなりそうですが、金融市場での堅実な経歴も持っているため、市場に蔓延した「トランプ大統領に指名された理事はイデオロギー主義者で政治的圧力に弱いのではないか」という心配は、杞憂に終わりました。

こうした指名は債券市場にまったく影響を及ぼさなかったようです。米国10年物国債利回りは1月以来の大幅な上昇をほぼ維持し、株式市場が大きく揺れ動いた2月と3月に、僅かに0.25%下げ戻しました。利回りは4月に一時急騰して3%の大台に乗り、4月第4週の終値の利回りは2.96%と6年ぶりの高水準でした。ドイツ国債10年物利回りも若干上昇し、同じ週の終わりに0.57%になりました。直近の米国金利の推移を下記に記載しています。

金利

| | 12/31/2015 | 12/31/2016 | 12/29/2017 | 04/25/2018 (最高値)* | 09/07/2017 (最低値)* | 04/27/2018 現在 |
|------------|------------|------------|------------|----------------------|----------------------|------------------|
| 2年 | 1.05% | 1.19% | 1.88% | 2.49% | 1.27% | 2.48% |
| 10年 | 2.27% | 2.44% | 2.41% | 3.03% | 2.04% | 2.96% |
| 10-2年スプレッド | 1.22% | 1.25% | 0.53% | 0.54% | 0.77% | 0.48% |
| 30年 | 3.02% | 3.07% | 2.74% | 3.21% | 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

> 緩やかな利上げ路線を継承

新しい顔ぶれになったとはいえ、FRBはかなり前から周知してきた「慎重かつ緩やかに金融政策を正常化する」路線を堅持するとみています。インフレがじりじりと上昇したとしても急騰することはないでしょう。もしFRBが積極的ないし強硬な姿勢をとれば、あれこれと異例の政策を試した10年間の成果が覆されることになるため、そうならないと当社は予想します。当社は、フェデラル・ファンドレート（FF金利）の引上げがおそらく2018年にあと2回、2019年にさらに2回行われるとみています。こうした4回の追加利上げが今年と来年に行われれば、FF金利は2.5%～2.75%のレンジになり、ニュートラルな金利水準に近づく模様です。債券市場の専門家とFOMCの委員が期待する金利水準は「FRBが利上げサイクル終了前にあと8回以上利上げする」可能性を示唆しますが、それではFF金利が3.5%を超えてしまい、経済の過熱やインフレの急騰が起きない限り、かなりの行き過ぎといえるでしょう。今のところ、いずれの可能性も現時点では確かなものではありません。

▶ 長期債利回りが上昇するリスク

インフレと債券利回りを10年にわたって押し下げてきた力は、変わりつつあります。まずグローバル化によるインフレ抑制力が薄れてきました。世界貿易機構（WTO）の設立後に貿易制限が軽減され、低賃金で不完全就労状態だった何億人もの労働者が世界の労働市場に大挙してなだれ込み、何年にもわたりインフレ率を押し下げました。低賃金労働者の賃金は低水準のままに留まりません。ポストンコンサルティンググループによると、中国の賃金の伸び率が20年近く二桁台で上昇した結果、米国の製造コストは中国とほぼ同程度の水準までになりました。国際的な商取引に参加する低賃金労働者が少なくなったため、今後のインフレ率はこれまでのような低水準に留まらないでしょう。

さらに世界経済は2年にわたる堅調な拡大によりも、トレンド成長率を優に上回る状態が続いており、労働市場はタイト化しています。米国の失業率は4.1%と低く、日本の失業率にいたっては驚くべき低さで、月別有効求人倍率は1.59倍です。ユーロ圏の失業率は約8.5%と前年比で1ポイントも下がりました。何年も続いた過剰生産能力とそれによる慢性的な低インフレは姿を消しつつあります。タイトな労働市場は賃金上昇の加速を示唆し、米国の最近の雇用コスト指数は景気拡大期における最も早いペースで上昇しています。ドイツの労働組合は数年ぶりに3%前後という大幅賃上げを獲得しました。健全な賃金増と高い稼働率はインフレ率を押し上げるでしょう。

各国の中央銀行は緩和姿勢を後退させています。米FRBは債券保有の縮小およびFFレートの引き上げに着手しており、欧州中央銀行（ECB）は債券買入れを減額し、12月に買入れを終了する可能性が高いでしょう。他の中央銀行も金利を引き上げました。米国の税制改革は景況感を刺激し、経済活動に拍車をかけました。米国の財政政策によって国債発行額が増加する見通しです。

最後に、米国の名目GDP成長率は過去三四半期において約5%でしたが、このように活発な経済成長と照らし合わせると、3%にも満たない米国10年物国債利回りは低過ぎます。こうした理由を全て合わせると、長期債券利回りには常に上昇リスクがあると考えられ、投資家は利回り上昇という状況に慣れるべきでしょう。幸いなことに、まだ金融環境はいたって緩やかで、インフレになったとしても緩やかである見通しのため、この環境は持続されるはずで

▶ きわめて緩慢な上昇

債券利回りと政策金利の30年間続いた下降トレンドが終わったことは確かなものの、長期金利が正常化するまで、かなりの期間を要するかもしれません。債券利回りの動きには波があります。金利上昇の波が押し寄せた後調整が起こり一時的に動きが止まります。したがって4月の3%を超える動きは今回の上昇のピークだった可能性があります。さらにトレーダーの持つ米国債のショート・ポジションが過去最高であることから、利回り上昇局面は当面過ぎ去った可能性があります。その場合、株式市場がもう一度反発して1月の高値水準まで戻すか、それ以上になる余地があるでしょう。株式市場が2019年にいくつかの困難に遭遇することも想定されるため、今後の金利に関する当社の予想は世界中の活発な経済状況を鑑みれば、控え目に映るかもしれません。当社の予想は下記の表をご参照ください。

| 金利 | 2018年末 | 2019年末（予想） |
|------------|------------|------------|
| 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% | 3.0%-3.25% |
| 2-10年スプレッド | 0.5% | 0.25%-0.5% |

4月のアセット・アロケーション - 調整局面は終わったのか？

おそらくまだ終わってないでしょう。S&P500指数は、1月26日終値の高値から2月8日終値の底値まで約9%下落しましたが、不況を伴わない調整の典型的な下落幅ほどにはなっていません。さらに、ピークから90日はおよそ本格的な調整となるに足る最短期間です。しかも、これほど大きな下落があると、とかく「本格的な弱気相場に突入するのではないか」という懸念が広がるものですが、今のところそうした悲観論はまだ出ていません。調査によると投資家はまだ楽観視しており、プット/コール比率やライデックスにおけるロングファンドとショートファンドの比率もそれを物語っています。したがって株式市場がもう一度下落する可能性が十分にあり、特に最近の長期債利回りの上昇がまだ終わっていない場合、その可能性は高くなるでしょう。市場のコンセンサスと異なり、当社は「押し目買い」を推奨するものではありませんが、悲観的な見方が台頭し、もう一段安の波が来るならば、再び株式を買い増す好機と思われる。

＞もう一度反発？

しかし、いったんこの調整が済んで債券利回りが安定した場合、株式相場が上昇して1月の高水準に戻るかそれ以上になると当社は予想します。現在の水準まで高くなった金利は、景況感や資本支出および米国の住宅建設支出に対する明るさが見込まれ、借入コストの上昇はまだ企業収益の足を引っ張っていません。FRBやいくつかの中央銀行が緩和姿勢をやや後退させてはいますが、金融環境はいまだ緩和的です。インフレ率はじりじりと上昇しているものの、中央銀行が金融引き締め策に転じるには至らないと考えます。

株式市場でもう一度反発が起きる経済状況の下地はできています。米国以外の経済成長が若干鈍化しているものの、世界経済の拡大は明らかに持続しています。第1四半期の企業収益は好調で、今後も収益の増加が見込まれる中、企業投資の強い伸びを後押しすると予想されます。活発な投資は生産性の向上を加速させ、実質家計所得の伸びを促進するでしょう。米国とユーロ圏における賃金上昇率の改善は個人支出を健全な水準に保つでしょう。企業、消費者、雇用の総合的な諸指数をみても、近いうちに不況になる兆しは全くないと考えます。

当社は次の株価の動きは上昇とみており、その場合に牽引役となるのは、米国株や近年パフォーマンスがもっとも良好であった成長株のユニバースになると考えます。しばらくの間、市場コンセンサスとして新興国株式が牽引役と期待されましたが、今年は誤りとなっています。金利上昇やドル高、また世界経済の景気の山という現在の環境は、新興国株式や新興国債券にとって順風ではありません。債券へ投資するならば、より短期の債券を検討すべきものと考えます。

Baseline Economic Forecasts for 2018 - 2019

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 | |
|--|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|--------------|-----------------|-------------|
| | Actual | | Forecast | | Forecast | | Forecast | | | | | |
| Real GDP | 17,385.8 | 2.3% | 17,528.8 | 3.3% | 17,664.8 | 3.1% | 17,810.5 | 3.3% | 16,716.2 | 1.5% | 17,096.2 | 2.3% |
| Personal Consumption Expenditures | 12,066.8 | 1.1% | 12,168.9 | 3.4% | 12,255.6 | 2.9% | 12,342.9 | 2.9% | 11,572.1 | 2.7% | 11,890.7 | 2.8% |
| Durable Goods | 1,754.0 | -3.3% | 1,771.3 | 4.0% | 1,788.8 | 4.0% | 1,806.4 | 4.0% | 1,595.1 | 5.5% | 1,701.6 | 6.7% |
| Non-Durables | 2,612.5 | 0.1% | 2,631.8 | 3.0% | 2,654.6 | 3.5% | 2,677.5 | 3.5% | 2,514.3 | 2.8% | 2,575.0 | 2.4% |
| Services | 7,769.5 | 2.1% | 7,815.7 | 2.4% | 7,862.2 | 2.4% | 7,908.9 | 2.4% | 7,507.3 | 2.3% | 7,675.2 | 2.2% |
| Gross Private Domestic Invest. | 3,064.4 | 7.3% | 3,102.9 | 5.1% | 3,146.6 | 5.8% | 3,199.5 | 6.9% | 2,858.3 | -1.6% | 2,952.3 | 3.3% |
| Bus. Fixed Invest. | 2,400.8 | 6.1% | 2,436.2 | 6.0% | 2,473.9 | 6.3% | 2,512.2 | 6.3% | 2,210.4 | -0.6% | 2,314.2 | 4.7% |
| Structures | 488.6 | 12.3% | 493.4 | 4.0% | 500.6 | 6.0% | 508.0 | 6.0% | 446.4 | -4.1% | 471.5 | 5.6% |
| Equipment | 1,154.1 | 4.7% | 1,176.5 | 8.0% | 1,199.4 | 8.0% | 1,222.7 | 8.0% | 1,047.8 | -3.4% | 1,098.1 | 4.8% |
| Intellectual Property Products | 763.1 | 3.6% | 770.6 | 4.0% | 778.2 | 4.0% | 785.9 | 4.0% | 720.4 | 6.3% | 748.8 | 3.9% |
| Residential Invest. | 605.0 | 0.0% | 611.0 | 4.0% | 617.0 | 4.0% | 621.6 | 3.0% | 587.4 | 5.5% | 597.9 | 1.8% |
| Change in Inventory | 33.1 | - | 30.0 | - | 30.0 | - | 40.0 | - | 33.4 | - | 15.2 | - |
| Net Exports | -645.9 | - | -653.7 | - | -657.6 | - | -661.7 | - | -586.2 | - | -621.8 | - |
| Exports | 2,256.3 | 4.8% | 2,273.6 | 3.1% | 2,289.9 | 2.9% | 2,304.1 | 2.5% | 2,120.1 | -0.3% | 2,191.4 | 3.4% |
| Imports | 2,902.2 | 2.6% | 2,927.2 | 3.5% | 2,947.5 | 2.8% | 2,965.8 | 2.5% | 2,706.3 | 1.3% | 2,813.2 | 4.0% |
| Gov't Purchases of Goods & Services | 2,930.0 | 1.2% | 2,939.7 | 1.3% | 2,949.3 | 1.3% | 2,958.9 | 1.3% | 2,900.2 | 0.8% | 2,903.3 | 0.1% |
| Federal | 1,131.0 | 1.7% | 1,134.0 | 1.1% | 1,136.8 | 1.0% | 1,139.6 | 1.0% | 1,114.6 | 0.0% | 1,116.4 | 0.2% |
| National Defense | 682.3 | 1.8% | 684.0 | 1.0% | 685.7 | 1.0% | 687.4 | 1.0% | 667.0 | -0.7% | 668.6 | 0.2% |
| Non-Defense | 448.3 | 1.6% | 449.4 | 1.0% | 450.5 | 1.0% | 451.6 | 1.0% | 447.0 | 1.2% | 447.2 | 0.1% |
| State & Local | 1,797.2 | 0.8% | 1,803.9 | 1.5% | 1,810.6 | 1.5% | 1,817.4 | 1.5% | 1,783.6 | 1.2% | 1,785.0 | 0.1% |
| Final Sales of Dom. Product | 17,332.3 | 1.9% | 17,480.3 | 3.5% | 17,616.2 | 3.1% | 17,751.9 | 3.1% | 16,664.1 | 1.9% | 17,062.0 | 2.4% |
| Final Sales to Dom. Purchasers | 17,973.4 | 1.6% | 18,132.8 | 3.6% | 18,272.7 | 3.1% | 18,412.5 | 3.1% | 17,250.3 | 2.1% | 17,681.2 | 2.5% |
| y/y | 2.9% | | 2.9% | | 2.9% | | 3.0% | | | | | |
| | 1st Quarter 19 | | 2nd Quarter 19 | | 3rd Quarter 19 | | 4th Quarter 19 | | 2018 Forecast | | 2019 Forecast | |
| | Forecast | | Forecast | | Forecast | | Forecast | | | | | |
| Real GDP | 17,952.7 | 3.2% | 18,087.7 | 3.0% | 18,207.8 | 2.7% | 18,314.9 | 2.4% | 17,597.5 | 2.9% | 18,140.8 | 3.1% |
| Personal Consumption Expenditures | 12,430.8 | 2.9% | 12,522.7 | 3.0% | 12,605.0 | 2.7% | 12,681.1 | 2.4% | 12,208.5 | 2.7% | 12,559.9 | 2.9% |
| Durable Goods | 1,824.2 | 4.0% | 1,842.2 | 4.0% | 1,855.8 | 3.0% | 1,869.6 | 3.0% | 1,780.1 | 4.6% | 1,848.0 | 3.8% |
| Non-Durables | 2,700.6 | 3.5% | 2,727.2 | 4.0% | 2,754.1 | 4.0% | 2,774.5 | 3.0% | 2,644.1 | 2.7% | 2,739.1 | 3.6% |
| Services | 7,956.0 | 2.4% | 8,003.3 | 2.4% | 8,045.0 | 2.1% | 8,086.9 | 2.1% | 7,839.1 | 2.1% | 8,022.8 | 2.3% |
| Gross Private Domestic Invest. | 3,246.7 | 6.0% | 3,283.1 | 4.6% | 3,313.9 | 3.8% | 3,335.6 | 2.6% | 3,128.3 | 6.0% | 3,294.8 | 5.3% |
| Bus. Fixed Invest. | 2,550.3 | 6.2% | 2,582.0 | 5.1% | 2,608.1 | 4.1% | 2,630.1 | 3.4% | 2,455.8 | 6.1% | 2,592.6 | 5.6% |
| Structures | 516.6 | 7.0% | 524.2 | 6.0% | 531.9 | 6.0% | 538.4 | 5.0% | 497.6 | 5.5% | 527.8 | 6.1% |
| Equipment | 1,240.6 | 6.0% | 1,258.8 | 6.0% | 1,271.3 | 4.0% | 1,280.7 | 3.0% | 1,188.2 | 8.2% | 1,262.9 | 6.3% |
| Intellectual Property Products | 797.4 | 6.0% | 803.4 | 3.0% | 809.3 | 3.0% | 815.3 | 3.0% | 774.5 | 3.4% | 806.4 | 4.1% |
| Residential Invest. | 630.7 | 6.0% | 635.3 | 3.0% | 640.1 | 3.0% | 644.8 | 3.0% | 613.6 | 2.6% | 637.7 | 3.9% |
| Change in Inventory | 40.0 | - | 40.0 | - | 40.0 | - | 35.0 | - | 33.3 | - | 38.8 | - |
| Net Exports | -666.6 | - | -669.5 | - | -672.1 | - | -672.6 | - | -654.7 | - | -670.2 | - |
| Exports | 2,321.2 | 3.0% | 2,338.9 | 3.1% | 2,355.7 | 2.9% | 2,370.3 | 2.5% | 2,281.0 | 4.1% | 2,346.5 | 2.9% |
| Imports | 2,987.8 | 3.0% | 3,008.5 | 2.8% | 3,027.8 | 2.6% | 3,042.9 | 2.0% | 2,935.7 | 4.4% | 3,016.7 | 2.8% |
| Gov't Purchases of Goods & Services | 2,970.7 | 1.6% | 2,980.4 | 1.3% | 2,990.1 | 1.3% | 2,999.8 | 1.3% | 2,944.5 | 1.4% | 2,985.2 | 1.4% |
| Federal | 1,144.7 | 1.8% | 1,147.6 | 1.0% | 1,150.4 | 1.0% | 1,153.3 | 1.0% | 1,135.4 | 1.7% | 1,149.0 | 1.2% |
| National Defense | 690.8 | 2.0% | 692.5 | 1.0% | 694.3 | 1.0% | 696.0 | 1.0% | 684.9 | 2.4% | 693.4 | 1.2% |
| Non-Defense | 453.3 | 1.5% | 454.4 | 1.0% | 455.6 | 1.0% | 456.7 | 1.0% | 450.0 | 0.6% | 455.0 | 1.1% |
| State & Local | 1,824.2 | 1.5% | 1,831.0 | 1.5% | 1,837.8 | 1.5% | 1,844.6 | 1.5% | 1,807.3 | 1.2% | 1,834.4 | 1.5% |
| Final Sales of Dom. Product | 17,894.1 | 3.2% | 18,029.1 | 3.1% | 18,149.2 | 2.7% | 18,261.3 | 2.5% | 17,545.2 | 2.8% | 18,083.5 | 3.1% |
| Final Sales to Dom. Purchasers | 18,559.6 | 3.2% | 18,697.5 | 3.0% | 18,820.2 | 2.7% | 18,932.7 | 2.4% | 18,197.9 | 2.9% | 18,752.5 | 3.0% |
| y/y | 3.3% | | 3.2% | | 3.1% | | 2.8% | | | | | |

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、特定なニーズ、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、特定なニーズ、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。

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