

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

● イタリア人の仕事

映画「The Italian Job」の主人公と同様に、市場の大きな混乱が最悪の結果を阻止したものと思われる。問題は残っているが、イタリアの新政権にとっては手腕を発揮する好機になる可能性も。

● 経済成長の乖離と景気回復

2019年も世界経済の健全な成長は持続する見通しだが、動向は変化している。米国経済は力強く前進しているが、米国以外の国の経済活動はややペースダウン。

● 金融政策正常化への道筋

金融政策正常化には利上げも含まれるが、時期と利上げ幅が問題。長期金利の上昇は小休止し、FRBは緩やかなペースでの利上げを継続するとみている。

● アセット・アロケーションー反発の時期も近い？

テクニカル面や経済指標のシグナルは株価上昇を示唆しているが、今サイクルの最終局面になるかもしれない。米国株への投資を据え置き可能性も。



Economic Insights 2018年5月号

イタリア人の仕事

ポピュリスト政党の、しかも社会主義派のリーダーが市場の動向を気にするとは、なかなか興味深いことです。それは、国債市場と株式市場が急落したわずか数日後にイタリアで新政権が突然発足したことから確実に推察されます。5月29～30日の2日間にイタリアの主要株式指数であるFTSE MIB指数は4.7%下落し、イタリア2年物国債利回りは0.44%から2.64%に6倍に跳ね上がりました。

きっかけは、ポピュリスト政党の五つ星運動と中道右派連合を主導する北部同盟という、3月4日の総選挙での上位2党が作成した組閣名簿に対して、セルジオ・マッタレッラ大統領が拒否権を発動したことでした。大統領が拒否したのは、ユーロ加盟に反対姿勢を表明しているパオロ・サボーナ氏の財務相指名でした。ユーロ加盟は選挙の争点ではなかったため、同氏は適任ではないというのが大統領の見解です。状況は急激に悪化し、大統領を弾劾して再選挙の実施となる可能性が高まりました。そうなれば、ポピュリストがさらに勢力を増す可能性もあります。結局のところ、両党はその週のうちにサボーナ氏を影響力の小さいポジションに指名し直し、事態は落ち着きを取り戻しました。株式市場は急反発し、国債利回りは急低下しました。

映画「The Italian Job (邦題：ミニミニ大作戦)」の主人公なら、市場の混乱ぶりを見て大喜びしたことでしょう。何が言いたいかというと、挑発的政策に対する国民の熱狂も、金融市場に悪影響が及ぶと分かった途端に急速に冷めるということです。新政権は痛手となる事態の悪化を食い止めたものの、生産性の低迷や高水準の債務といった問題は残っています。明るいニュースは、経済成長が回復していること、財政に若干ながら拡大余地があること、そして国民の大半がユーロ圏残留を望んでいることです。また、プレグジットで苦痛を経験したEUは、以前よりも柔軟に対応し、新連立内閣との全面対立を避けようとするはずで、政治的リスクは完全に払拭されてはいませんが、目の前の危機は回避されました。

※当資料は、2018年6月5日付で作成された「Economic Insights May 2018」を和訳したものです。

世界経済の健全な成長は2019年も持続する見通しながら、動向は変化しています。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

経済成長の乖離と景気回復

5月最終週の市場は乱高下の展開となりましたが、多くの経済指標で良好なシグナルが発信されました。しかし、世界経済の動向は大きく変化しています。2017年は、経済協力開発機構（OECD）が調査対象とする全ての国で経済が成長し、3分の2以上の国で成長率は加速しました。今年には昨年ほどの力強さはありません。2017年に欧州と日本の経済はトレンドを大幅に上回るペースで成長し、新興国はコモディティ価格の上昇と世界中に拡大した外国貿易の増加の恩恵を受けました。2018年は状況が若干異なり、世界経済の同時成長は終わりを迎えました。米国経済が勢いを増しながら力強く前進していく一方、米国以外の国の経済活動はややペースダウンしています。成長が小幅に減速しているとはいえ、世界経済の拡大は2019年まで続くと予想されます。

＞ ユーロ圏の経済成長は減速

ユーロ圏の経済指標は、2018年に入ってから徐々に弱まっています。サービス業と製造業の購買担当者景気指数（PMI）は極めて高水準だった1月以降に軟化し、現在はGDP成長率約2%のペースまで低下しています。第1四半期の実質GDP成長率は年率換算で1.7%にとどまり、2017年第4四半期の2.7%から減速しました。欧州委員会が発表した5月のユーロ圏景況感指数は前月比でわずかに低下しましたが、17年ぶりの高水準に近いレベルを維持しています。昨年12月の5.1%に対し、3月の鉱工業生産指数は前年比3.0%となりました。

景気が減速した理由はいくつかありますが、多くは猛吹雪、ストライキ、インフルエンザ、振替休日など、1回限りの要因です。ユーロは過去1年間にドルに対して強含み、1年前の1ユーロ=1.11ドルから今年4月には1.24ドルまで上昇し、欧州の輸出競争力を損ないました。欧州、特にドイツでは、設備稼働率が84%超と史上最高に近い水準にあり、生産能力が限界に近づいていると思われます。製造サプライヤーからの流通にはかなりの時間がかかっています。貿易摩擦や政治的リスクもまた生産量の抑制につながるとみえています。

一部の要因は一過性のため、ユーロ圏の経済成長率は2～2.5%に回復すると見込まれます。ユーロが1.16ドルまで下落したことから、ドイツの小売売上高は急速に拡大し、賃金上昇率も加速し、失業率は2009年初め以来となる8.5%まで着実に低下しています。ユーロ圏のインフレ率はこの1年超で最も高い水準に達し、欧州中央銀行（ECB）の目標値に近づいています。地政学的リスクにより、イタリアとスペインの政権交代が経済成長の上振れを阻む恐れがあります。

＞ 日本は下振れサプライズ

日本では厳冬も経済に悪影響を及ぼしたようで、第1四半期GDP成長率は2年ぶりにマイナス成長となりました。経済指標は強弱まちまちですが、第2四半期は回復が確実視されています。5月の製造業PMIはまたしても低下しましたが、4月は輸出が持ち直し、小売売上高は予想を上回りました。賃金伸び率は加速し、失業率は2.5%と、数十年来の低水準を維持しています。有効求人倍率は1.59倍です。日本のGDP成長率は変動が大きく、速報値から大きく上方修正されることも珍しくありません。たとえ第1四半期のGDP成長率がマイナスのままとしても、力強い労働市場と賃金上昇が内需を支えし、マイナス成長は一時的なものに終わると思われれます。

＞ 鈍化する中国経済

中国が公式発表するGDP成長率は、過去数四半期にわたり6%台後半の高水準を維持していますが、今後低下する公算が強まっています。最近の企業景況感はずかしく上向き、製造業の利益は力強く伸びていますが、製造業のハードデータをまとめた当社の経済成長モメンタム指標は、数カ月前から精彩を欠いています。国内需要と設備投資は伸び悩んでおり、それらを示す経済指標は4月にいづれも低下しました。習近平国家主席が掲げる、環境汚染の削減と債務伸び率の抑制という2つの目標は経済成長にとっては足かせ要因です。GDP成長率は年内にも6%台前半に鈍化すると思われれますが、それでもなお先進国のリーダー達にとっては夢のような数値であることには変わりありません。

＞ 勢いを増す米国のモメンタム

米国経済の成長見通しは一段と強まっています。5月の地区連銀製造業指数は一律に上振れ、サプライズとなりました。企業景況感指数や消費者信頼感指数も過去最高付近で推移しています。雇用市場は、景気サイクル終盤とは思えないほど良好です。「求人がたくさんある」と回答した人と「仕事がなかなか見つからない」と回答した人の差に基づく信頼感指数は、今サイクルで最高レベルにあり、2001年3月以来の最も高い水準にあります。5月の雇用統計では、3月と4月の合計就業者数を1万5,000人に追加上方修正とした上、5月はさらに22万3,000人の増加となりました。求人数は過去最高を更新し、失業率は1969年以来の低水準となる3.8%となりました。賃金伸び率も多くの指標で加速しています。

第1四半期のGDP成長率はわずかに下方修正されましたが、在庫が大幅に減少したことが原因であり、第2四半期に大幅な回復が見込まれます。設備投資では、機器への投資が上方修正されて年率換算で9.2%増と、4四半期連続の力強い伸びとなりました。構造物および知的財産への投資はいずれも2桁の伸びでした。4月の個人消費は昨年11月以来の高水準となりました。住宅関連指標は予想を下回りましたが、住宅建設業者は楽観視しており、住宅建設活動も好調なトレンドを維持しています。

設備投資が増加している背景には、昨年12月に可決された税制改革での優遇措置もありますが、単純にニーズが高い状況にあります。2001年以降、住宅およびシェールガス関連以外の投資は非常に低調で、資本ストックは老朽化が進んでいます。積極的な設備投資は経済全体に波及効果をもたらし、将来の経済成長につながるでしょう。生産性が向上することで、賃金伸び率が上昇し、実質所得が増加し、結果として個人消費が伸びるからです。労働1時間当たりの生産量が増加すれば、企業は利益を犠牲にせずに賃金を引き上げることが可能になります。2018年の米国のGDP成長率は平均3~3.5%が見込まれ、その後2019年にやや減速すると予想されます。

＞ 結論

ユーロ圏、日本、中国、そして大半の新興国の経済に2017年後半ほどの力強さはないと思われませんが、世界経済は2019年に入っても拡大が続く見通しです。上述の通り、米国以外の国では経済成長が徐々に減速するものの、インドは例外で、第1四半期のGDP成長率は前年比7.7%の上昇となり、中国さえも上回りました。今後数四半期の米国経済は、過去数四半期よりも好調が予想されます。

金融政策正常化への道筋

米連邦準備制度理事会（FRB）を始め、誰もが金融政策正常化の道筋を見極めようとしています。正常化の過程では金利が上昇しますが、問題はどこまで上昇するかです。2007年半ばから2016年半ばの10年近くにわたる景気停滞からの急激な回復を受けて、金利とインフレは「より長期にわたりより低位」にとどまるとのコンセンサスは崩壊しました。

長期米国債の利回りは、世界経済の同時回復が2016年末に勢いを増すとともに、2016年7月につけた過去最低の1.36%から上昇に転じました。大統領選後の2017年1月には2.6%まで順調に上昇しましたが、夏場に緩やかに低下しました。その後12月の米税制改革法案の成立後に再び急上昇し、2018年5月に3.11%に達しました。同様に、2年物米国債の利回りも、2016年7月の0.55%から直近高値の2.59%まで上昇しています。足元のフェデラル・ファンド金利（FF金利）は1.5~1.75%のレンジにあり、6月14日のFOMC会合で25bpの追加利上げが見込まれます。米国金利の推移については下表をご参照ください。

※2018年6月14日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）にて、連邦準備制度理事会（FRB）は、政策金利（FFレート）を0.25%引き上げることを決定しました。

金利

	12/31/2015	12/31/2016	12/29/2017	05/17/2018 (最高値)*	09/07/2017 (最低値)*	06/01/2018 現在
FF金利**	0.5%	0.75%	1.5%			1.75%
2年	1.05%	1.19%	1.88%	2.56%	1.27%	2.47%
10年	2.27%	2.44%	2.41%	3.11%	2.04%	2.90%
10-2年スプレッド	1.22%	1.25%	0.53%	0.55%	0.77%	0.43%
30年	3.02%	3.07%	2.74%	3.25%	2.66%	3.05%

*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 **FF金利の上限金利
出所: Bloomberg

当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

▶ 長期金利の上昇は一服、FRBは緩やかなペースでの利上げを継続

金融政策と金利は正常化の方向に向かっている公算が大きいものの、どの程度に達するのでしょうか。長期利回りに関しては、名目潜在経済成長率が恐らく約4%あるいはそれを若干上回る水準にあることを踏まえると、長期国債利回りもこのレンジに上昇すると示唆されます。その場合、当該水準に達するには長い時間を要するでしょう。当社はいくつかの理由から、長期利回りの上昇は小休止すると予想しています。経済成長に対する楽観的見方がピークを迎えているのは確かです。非実需投資家による一段の利回り上昇を見込んだ長期国債のショート・ポジションは、過去最高近くにあります。また、利回りがさらに大きく上昇すれば、住宅市場と株式市場に悪影響を及ぼし兼ねません。利回りの押し上げ要因は今のところ出尽くし感があります。

FF金利に関しては、今後の利上げはインフレと経済成長次第となるでしょう。経済成長について言えば、米国経済は活況を呈しています。アトランタ連銀による第2四半期GDP成長率予想は現在4.7%です。失業率は3.8%で、中立的な水準を大きく下回っているのは確かです。住宅価格は、住宅ローン貸出基準の緩和に伴い急上昇しています。これらの点はいずれも、追加利上げが複数回行われることを示唆しています。恐らく2019年末まで四半期毎に追加利上げが1回実施されるというのが市場コンセンサスですが、その場合、FF金利は2019年半ばに中立水準あるいはそれを上回る2.75~3%に達することになります。

▶ インフレ

インフレは抑制されており、徐々に高まりつつあるとはいえ、明確な上昇を示していません。4月の個人消費支出（PCE）の総合価格指数はFRB目標と同じ前年比2%上昇し、コア価格指数（食品とエネルギーを除く）は同1.8%上昇と、ともに伸びは前月比横ばいにどまりました。3カ月平均（年率）で平滑化後のコア指数は減速しており、コア指数の構成項目数では上昇した数が下落した数を下回っています。投入価格と賃金の上昇を示す多くの事例が散見されているものの、これらの指数には表れていません。賃金の伸びは確かに加速するとはいえ、設備投資の改善が生産性の向上につながり、物価上昇を抑制するとみられます。

当社は、FRBが緩やかな利上げペースを維持すると考えています。デフレとの長く厳しい戦いが続いたため、FRBは過度に積極的な姿勢に転じる前に、この戦いを確実に終わらせたいと望んでいるでしょう。また、FRBのメンバーは、長期国債利回りを上回る水準にFF金利を引き上げて逆イールドを招いたとして、FRBが過去の景気後退の原因になったと批判されていることも十分に認識しています。1960年以降の全ての景気後退局面で、直前に逆イールドが生じました。

一部の理事が最近のイールドカーブのフラット化に懸念を表明していることから、当社はFF金利の利上げは緩やかなペースになるとの見方を維持しています。具体的には、2018年にあと2回、2019年に2回の利上げが行われると予想するものの、企業業績が足元の高い期待を下回ることによって来年初めに株式市場で混乱が生じた場合、利上げが小休止される可能性もあると思われます。そのため、当社の今後の利回り予想は世界的な景気の強さを踏まえれば、控え目に見えるかもしれません。政治だけでなく市場についても、18カ月以上先を見通すのは困難です。下表に当社の米国債利回りの予想を示しています。

金利	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	0.25%-0.5%	0.0%-0.5%

アセット・アロケーション: 反発の時期も近い?

恐らくその通りでしょう。市場にとっては変動が大きく低調な月であったようですが、米国の株式と債券の投資リターンは概ねプラスとなり、特に小型株とテクノロジー株は良好なパフォーマンスを上げました。5月にラッセル2000指数は6.0%、S&P 500指数の情報技術セクターは7.1%上昇しました。S&P 500指数は5月に2.2%上昇し、年初来では1.2%の上昇となっています。ナスダック総合指数とラッセル2000指数はいずれも過去最高付近で月末を迎えました。一方、欧州、日本、新興国の総合指数はそれほど好調ではなく、MSCIエマージング・マーケット・インデックスは3.2%下落し、第2四半期来では4.3%下落しています。MSCI欧州指数は前月比4%の下落となりました。長期米国債利回りは小幅に低下したため、バークレイズ米国長期国債インデックスは2.1%とプラスのリターンでした。

＞見通し

当社は調整局面が終わり、その後市場はある程度上昇すると考えています。S&P 500指数は4月2日に調整局面が底打ちして以降、高値と安値が切り上がる展開に移行しています。株価が上昇した銘柄数から株価が下落した銘柄数を差し引いた累積数は、調整局面を通じて急増し続け、現在は5月21日に記録した過去最高をわずかに下回っているに過ぎません。小型株がアウトパフォームしており、2009年以降の相場を主導してきたテクノロジー株がまたもやりターンを牽引しています。過去のパターンによれば、中間選挙が実施される年は米国株式市場の変動が激しくなりますが、いったん混乱が収束すれば、株式相場は上昇します。これらは全て良好なテクニカルシグナルです。

経済のファンダメンタルズも株価の上昇を妨げるものではありません。米国企業の利益の伸びは素晴らしく、当社独自のリセッション・ダッシュボードはリセッションのシグナルを発信していません。経済成長は世界的に順調で、米国景気は活況を呈しています。新興国以外の国では、財政状況はそれほど厳しくありません。FRBは積極的な姿勢に転じるとは思われず、他の先進国中銀はなお緩和的な金融政策を維持しています。インフレ率は抑制されており、急上昇する可能性は低いでしょう。長期金利の上昇トレンドには歯止めがかかった模様です。政治リスクと貿易を巡る緊張は高まっていますが、イタリアの目の前の危機は回避されました。貿易問題はくすぶり続けると思われませんが、最悪の事態を招くことはないと思われます。

＞トレードの対象

どのような上昇局面になったとしても、それが長期的に持続することはありません。企業業績が今年後半か来年初めに市場の期待を裏切れば、株式市場はもたつくかもしれません。賃金と借入コストの上昇は、ある時点で企業業績を下押しすると思われる。将来の企業業績に対する期待はかなり高く、それが実現する可能性は低いとみられます。米国と世界の経済成長は2019年にかけて緩やかに減速する見通しです。中期的に当社が最も選好する投資対象は依然として米国株で、2番目は、魅力はかなり見劣りするものの、日本株です。ユーロ圏は政治的な問題の影響を受けやすい状況が続くでしょう。新興国の経済指標にとってマイナス材料となるのは、経済成長の減速、コモディティ価格の頭打ち、米国金利の上昇、ドルが年初にコンセンサスが見込んでいたようにはピークアウトしないことが挙げられます。長期国債利回りがレンジ内にとどまれば、不動産投資信託（REIT）はバリュエーションがかなり低いため、5月に続いて上昇する可能性があります。また、今後は利回りの上昇が一定の信用リスクをもたらすため、当社は引き続き良質な債券を愛好します。

Baseline Economic Forecasts for 2018 - 2019

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

	1st Quarter 18 Actual		2nd Quarter 18 Forecast		3rd Quarter 18 Forecast		4th Quarter 18 Forecast		2016 Actual		2017 Actual	
Real GDP	17,379.7	2.2%	17,532.0	3.6%	17,673.1	3.3%	17,819.0	3.3%	16,716.2	1.5%	17,096.2	2.3%
Personal Consumption Expenditures	12,065.9	1.0%	12,168.1	3.4%	12,254.8	2.9%	12,342.1	2.9%	11,572.1	2.7%	11,890.7	2.8%
Durable Goods	1,757.2	-2.6%	1,774.5	4.0%	1,792.0	4.0%	1,809.6	4.0%	1,595.1	5.5%	1,701.6	6.7%
Non-Durables	2,614.8	0.4%	2,634.1	3.0%	2,656.9	3.5%	2,679.8	3.5%	2,514.3	2.8%	2,575.0	2.4%
Services	7,764.3	1.8%	7,809.5	2.4%	7,856.0	2.4%	7,902.7	2.4%	7,507.3	2.3%	7,675.2	2.2%
Gross Private Domestic Invest.	3,064.1	7.2%	3,112.1	6.4%	3,161.0	6.4%	3,214.1	6.9%	2,858.3	-1.6%	2,952.3	3.3%
Bus. Fixed Invest.	2,418.2	9.2%	2,453.7	6.0%	2,491.6	6.3%	2,530.1	6.3%	2,210.4	-0.6%	2,314.2	4.7%
Structures	490.7	14.2%	495.5	4.0%	502.8	6.0%	510.2	6.0%	446.4	-4.1%	471.5	5.6%
Equipment	1,156.2	5.5%	1,178.7	8.0%	1,201.6	8.0%	1,224.9	8.0%	1,047.8	-3.4%	1,098.1	4.8%
Intellectual Property Products	776.2	10.9%	783.9	4.0%	791.6	4.0%	799.4	4.0%	720.4	6.3%	748.8	3.9%
Residential Invest.	601.9	-2.0%	607.8	4.0%	613.8	4.0%	618.4	3.0%	587.4	5.5%	597.9	1.8%
Change in Inventory	20.2	-	25.0	-	30.0	-	40.0	-	33.4	-	15.2	-
Net Exports	-650.9	-	-658.7	-	-662.7	-	-666.8	-	-586.2	-	-621.8	-
Exports	2,252.9	4.2%	2,270.1	3.1%	2,286.4	2.9%	2,300.6	2.5%	2,120.1	-0.3%	2,191.4	3.4%
Imports	2,903.8	2.8%	2,928.9	3.5%	2,949.1	2.8%	2,967.4	2.5%	2,706.3	1.3%	2,813.2	4.0%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,929.8	1.1%	2,939.5	1.3%	2,949.1	1.3%	2,958.7	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%	1,139.7	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	1,797.0	0.8%	1,803.7	1.5%	1,810.4	1.5%	1,817.2	1.5%	1,783.6	1.2%	1,785.0	0.1%
Final Sales of Dom. Product	17,339.2	2.0%	17,488.5	3.5%	17,624.6	3.1%	17,760.5	3.1%	16,664.1	1.9%	17,062.0	2.4%
Final Sales to Dom. Purchasers	17,985.0	1.9%	18,146.1	3.6%	18,286.2	3.1%	18,426.1	3.1%	17,250.3	2.1%	17,681.2	2.5%
y/y	2.8%		2.9%		3.0%		3.1%					
	1st Quarter 19 Forecast		2nd Quarter 19 Forecast		3rd Quarter 19 Forecast		4th Quarter 19 Forecast		2018 Forecast		2019 Forecast	
Real GDP	17,963.6	3.3%	18,098.8	3.0%	18,219.0	2.7%	18,326.2	2.4%	17,601.0	3.0%	18,151.9	3.1%
Personal Consumption Expenditures	12,430.1	2.9%	12,522.0	3.0%	12,604.2	2.7%	12,680.3	2.4%	12,207.7	2.7%	12,559.1	2.9%
Durable Goods	1,827.5	4.0%	1,845.5	4.0%	1,859.2	3.0%	1,872.9	3.0%	1,783.3	4.8%	1,851.3	3.8%
Non-Durables	2,703.0	3.5%	2,729.6	4.0%	2,756.5	4.0%	2,777.0	3.0%	2,646.4	2.8%	2,741.5	3.6%
Services	7,949.7	2.4%	7,996.9	2.4%	8,038.6	2.1%	8,080.5	2.1%	7,833.1	2.1%	8,016.4	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	3,267.4	6.8%	3,304.0	4.6%	3,334.9	3.8%	3,356.8	2.6%	3,137.8	6.3%	3,315.8	5.7%
Bus. Fixed Invest.	2,574.3	7.2%	2,606.3	5.1%	2,632.6	4.1%	2,654.7	3.4%	2,473.4	6.9%	2,617.0	5.8%
Structures	518.9	7.0%	526.5	6.0%	534.2	6.0%	540.7	5.0%	499.8	6.0%	530.1	6.1%
Equipment	1,248.7	8.0%	1,267.1	6.0%	1,279.5	4.0%	1,289.0	3.0%	1,190.4	8.4%	1,271.1	6.8%
Intellectual Property Products	811.1	6.0%	817.1	3.0%	823.2	3.0%	829.3	3.0%	787.8	5.2%	820.2	4.1%
Residential Invest.	627.5	6.0%	632.1	3.0%	636.8	3.0%	641.5	3.0%	610.5	2.1%	634.5	3.9%
Change in Inventory	40.0	-	40.0	-	40.0	-	35.0	-	28.8	-	38.8	-
Net Exports	-671.8	-	-674.7	-	-677.3	-	-677.8	-	-659.8	-	-675.4	-
Exports	2,317.7	3.0%	2,335.4	3.1%	2,352.2	2.9%	2,366.7	2.5%	2,277.5	3.9%	2,343.0	2.9%
Imports	2,989.4	3.0%	3,010.1	2.8%	3,029.5	2.6%	3,044.5	2.0%	2,937.3	4.4%	3,018.4	2.8%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,966.9	1.1%	2,976.5	1.3%	2,986.2	1.3%	2,995.9	1.3%	2,944.3	1.4%	2,981.4	1.3%
Federal	1,143.4	1.3%	1,146.2	1.0%	1,149.1	1.0%	1,151.9	1.0%	1,135.4	1.7%	1,147.6	1.1%
National Defense	690.0	1.5%	691.7	1.0%	693.4	1.0%	695.2	1.0%	684.9	2.4%	692.6	1.1%
Non-Defense	452.8	1.0%	453.9	1.0%	455.0	1.0%	456.2	1.0%	450.0	0.6%	454.5	1.0%
State & Local	1,821.7	1.0%	1,828.5	1.5%	1,835.3	1.5%	1,842.2	1.5%	1,807.1	1.2%	1,831.9	1.4%
Final Sales of Dom. Product	17,905.0	3.3%	18,040.2	3.1%	18,160.5	2.7%	18,272.7	2.5%	17,553.2	2.9%	18,094.6	3.1%
Final Sales to Dom. Purchasers	18,575.6	3.3%	18,713.8	3.0%	18,836.7	2.7%	18,949.4	2.4%	18,210.9	3.0%	18,768.9	3.1%
y/y	3.4%		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