Principal℠

Economic Insights

2019年1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―フ・グローバル・エコノミスト

株価は力強く上昇：米国の株式市場が力強く上昇したのは確かですが、クリスマス後の上昇相場は続くのでしょうか。現在の状況を検討してみましょう。2018年12月に株式市場は歴史的な急落を演じました。12月3日の高値からクリスマスイブの底値にかけて、S&P 500指数は16.0％下落しました。同指数は年末に若干戻したものの12月は9.2％下落し、12月のパフォーマンスとしては1931年以来の最悪の年となりました。債券市場も落ち込み、バークレイズ米国ハイイールド債指数の利回りは8％超まで1％近く上昇しました。

一方、世界の市場を見ると、12月は大半の市場が米国を上回るパフォーマンスとなりました。MSCIオール・カントリー・ワールド指数（除く米国）は4.7％下落、MSCI新興国市場指数は2.9％下落にとどまりました。12月は、長期にわたり米国市場のアウトパフォームを牽引してきたハイテク寵児たちが下落しました。

市場が主導、FRBが追随：パウエルFRB議長が、金融政策正常化への移行は「自動運転状態」にあるかのように示唆したことから、市場は反発の声を強めました。世界経済が減速し、金融環境が引き締まっているにもかかわらず、2019年に数回の利上げが行われるとの見方が、結果的に株式市場の崩壊につながりました。

FRBの動きは後手に回り、FRB理事らは株価急落で市場のメッセージを読み取り、突然、政策正常化の休止に軸足を移しました。最もタカ派的な理事もこの動きに同調しました。かくして、金融政策の一時休止が市場の急上昇をもたらしました。

つまり、市場が全面的に崩壊したことを受けてFRBが翻意したため、クリスマス後の市場の急反発は当然の成り行きと言えるでしょう。加えて、景気後退懸念も行き過ぎでした。米国経済は依然として力強く、小売売上高は堅調を維持し、雇用市場は好調で賃金の伸びも上向いています。

金利見通し:

市場はハト派寄りのFRBを好感

1月29-30日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表された声明とパウエルFRB議長の記者会見の内容に、市場は強く反応しました。株価と金価格は急騰し、10年物米国債利回りは低下し、為替はドル安となりました。声明文からは、FF金利の「一段の段階的な利上げを予想する」との文言が削除され、今後の動きとして利上げと利下げのどちらもあり得ることが示唆されました。また、FRBは異例とも言える別の声明を発表し、今後の経済・金融状況に応じて、「バランスシートの正常化の完了に向けて詳細を調整する用意がある」との意向を示しました。インフレ率が抑制されていることから、FRBは明らかに経済を活発化させたいようです。

今年の利上げはゼロで打ち止めの可能性

つまり、2019年上半期に利上げが行われる可能性はなくなったと見ています。さらに下半期に利上げが実施されるかどうかも極めて疑わしくなっています。過度なタカ派姿勢を示したことによる昨年12月の市場急落で懲りたことに加え、インフレが緩やかであることから、FRBは行き過ぎとも言えるほどの忍耐強さを見せると思われます。今年下半期に株価が力強く上昇すれば、年末にかけてもう1回の利上げがあるかもしれません。しかし、現在のFF金利の上限2.5％は中立水準に近いというのが大方の見方です。そして労働市場に多少のスラックが残り、設備稼働率が過去の景気サイクルのピークを大幅に下回っていることからすると、FRBが経済の抑制に動くことはないと考えます。

長期金利の動向

当面注視すべき点としては引き続き、10年物米国債利回りが今後数カ月に低下する可能性があります。株式市場が再び下降気流に飲み込まれた場合、10年物米国債利回りは年半ばまでに2.5％を割り込むかもしれません。その場合、借り手は当面の借入金利を固定する好機です。米国の名目GDP成長率が足元の4～5％のレンジを維持すれば、長期米国債の利回りは最終的にそのレンジに準じた水準に近づくと予想されます。デフレ懸念は解消し、今後は緩やかなインフレが見込まれます。インフレ率と実質GDP成長率が双方とも2％を維持すれば、10年物米国債利回りが将来のいずれの時点で4％に達するとの見方も「無きにしもあらず」です。

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。

弱気相場は終わったのか?FRBが利上げを休止すれば、株式市場の上昇は続くのでしょうか。その可能性はありますが、おそらくそうならないでしょう。2つの大きな足かせ要因があるからです。第一に、各国中央銀行は10年間にわたる様々な金融緩和策を巻き戻しています。長年の緩和政策に順応した市場は、この新たな環境に適応する必要が生じ、その結果もたらされたのが2018年のボラティリティでした。さらに、金融引き締め路線はいったん中断される可能性がありますが、より厳しい金融環境ではさらなる調整が必要になるかもしれません。負債コストは上昇し、クレジットスプレッドは拡大し、株式市場はレンジ圏で推移しています。

第二に、堅調な企業利益予想は未達に終わる恐れがあります。2018年の25%増益の後、2桁前半の増益予想が市場のコンセンサスとなっています。利益予想は大幅に引き下げられていますが、S&PによるS&P 500指数構成企業の2019年予想EPSの169ドルに基づけば、増益率はなお8%超が見込まれています。しかし、中国を中心に世界的に景気が減速する中、当社はこれらの予想でも高すぎるとみています。アップル、メイシーズ、キャタピラーなど、すでに会社予想を下方修正している企業も散見されます。

会社予想を下方修正した企業の株価が大きく値下がりしていることを踏まえると、株式相場はもう一度下降局面入りする可能性があるようです。株価上昇に連動した長期金利の上昇が見られないことは、上昇局面がピークを打ちつつある可能性を示唆しています。さらに、株価が一段高となれば、利上げ再開が視野に入り、FRBは利上げ休止からスタンスを反転させることになります。とはいえ、株価が12月の底値を試すかそれを割り込む展開となれば、絶好の買いの好機となるでしょう。

市場見通し

金融環境のタイト化と企業利益の下方修正の可能性を背景に、株式市場がもう一度下落局面入りすると考えられる理由について、これまで述べてきました。つまり、金融市場は2019年上半期に厳しい局面を迎える恐れがあります。従って、投資家は引き続き年前半は慎重姿勢を維持するべきでしょう。債券投資家であれば、残存期間が短く信用力の高い投資適格社債を選考すべきと考えます。株式投資家は、生活必需品、ヘルスケア、公益事業などのディフェンシブセクターが良い選択と言えるでしょう。

株式市場が実際に下降気流に飲み込まれれば、買いの好機になるかもしれません。景気の緩やかな減速を踏まえれば、企業の利益予想は楽観的に終わる可能性があります、米国が年内に景気後退に陥るとの懸念は行き過ぎと考えます。当社独自のリセッション（景気後退）・ダッシュボードは、景気後退が間近に迫っていることを示すシグナルをほとんど発信していません。

ユーロ圏と日本、そして大半の先進国にも同じことが当てはまりそうです。世界的な景気減速は、中国とその工業製品やコモディティの輸入に依存する国が中心です。ただ、先進国の家計がこうした減速から大きな影響を受けることは考えられません。賃金上昇率は米国、ユーロ圏、英国、日本で上向いています。これらの諸国の労働市場は力強く、失業率は米国と日本では数十年ぶり、またユーロ圏でも10年ぶりの低い水準となっています。従って、家計所得と個人消費は堅調を維持し、世界的な景気後退は免れると考えます。

経済は成長、金融市場は苦戦:

2018年を特徴づけた実体経済と金融市場の乖離は、今年上半期も続くとみられます。ただし、先進国は景気後退を回避すると思われるため、年後半に景気が多少なりとも安定化すれば、株式市場は徐々に反発するでしょう。

家計と金融市場の相反する動きからすれば、不動産とおそらく実物資産全般が年前半の金融市場の苦戦を回避する手段となり、まずまずのリターンをもたらす可能性があります。インフレ率が低く経済が良好なことから、不動産の賃料収入は徐々に増加すると考えられます。コモディティ価格でさえ、金融市場ほど大幅に下落していません。また、米ドルはピークを打った公算が大きく、FRBが政策金利を据え置く中で世界経済が年末に向けて着実に改善するのに伴い、コモディティは一定の安定性と投資機会を提供することも考えられます。

地域別の最新経済見通し

2018年に始まった世界経済の減速は2019年も続くと予想されますが、世界的な景気後退懸念については、説得力があるとは言えません。実際、世界中が景気後退に陥ることは極めて稀です。IMFの定義によれば、世界的な景気後退は1945年以降、1975年、1982年、1991年、2009年の4回生じました。今後も米国、欧州、日本の景気は乖離が続くものの、米国経済がやや減速する状況にあるため、乖離は従来ほど極端ではなくなります。中国の成長鈍化は長引くとみられ、景気刺激策によりハードランディングを阻止できるかどうかが問題となります。

米国: 米国の長期に及ぶ力強い景気拡大が、世界経済の景気後退期入りを阻止すると思われます。景気の停滞に通常つながるような不均衡は全く見られておらず、消費者のバランスシートは大幅に改善しています。耐久消費財と設備投資といった景気循環的な支出は通常、景気後退の前に頭打ちする傾向がありますが、以前として前回サイクルのピークを大幅に下回っています。利益率はなお改善しており、これは景気後退の明確な兆候として利益率が悪化するのとは全く逆です。米国の企業債務比率は過去と比べて高水準ですが、欧州や日本より低くなっています。

2018年第4四半期の経済成長率は2%付近に減速した可能性が高いものの、小売売上高の力強さからは、個人消費の伸びが3.5%の堅調なペースで安定推移したことが示唆されます。一方、在庫増加ペースの減速と設備投資の弱さが成長率を下押したとみられます。

今後の見通し:米国の経済成長率は2018年の3%という力強い水準から、2019年は2%台半ばのレンジに減速する可能性があります。第1四半期は政府機関の閉鎖が成長率を0.5%ポイント押し下げる見込みですが、第2四半期には大幅な反発が予想されます。個人消費は極めて健全な水準を維持し、2019年は3%近くで推移する見通しです。労働市場は景気拡大の終盤にもかかわらず驚くほどの強さを示し、賃金の伸びは上向いており、今後さらに加速するでしょう。緩やかなインフレ圧力は、賃金上昇率の加速が実質所得の増加につながることを意味しており、これは個人消費にとって強力な基盤となると予想されます。

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。

設備投資の見通しは強弱まちまちです。投資の先行指標である、企業調査による設備投資計画は12月にネガティブなセンチメントと市場の急落を受けて悪化しました。社債と国債の利回り格差であるクレジットスプレッドは、昨年の低水準と比較してなお高く、米国債利回りの低下にもかかわらず、企業の負債コストは増加しています。企業利益や融資基準など他の先行指標は非常に良好です。

住宅市場は好調なファンダメンタルズを背景に、2018年のソフトパッチ（短期的に弱含む局面）から回復する見通しです。住宅ローン金利は低下し、住宅ローン申請件数は前年比で増加しています。住宅建設業者の景況感は3年ぶりの低水準を付けた後、最近やや改善しました。世帯数も増加傾向にあり、持ち家比率も底値から大きく上昇しています。

景気後退の兆候は認められず、現在の米国の景気拡大が史上最長を更新するのは確実とみられます。労働市場が極めて好調であるため、景気拡大は大方の予想よりも長期間持続する可能性があります。

欧州: 鉱工業セクターは、いまだに下降局面の底打ちが見られません。1月の製造業景況感指数は極めて悪い内容でした。11月の鉱工業生産は前月比で減少し、ドイツでは2％近く減少しました。ドイツでの問題は、自動車の新排ガス基準からライン川の水位低下まで、一時的かつ変則的なものだったようです。また、フランスの「黄色いベスト」抗議運動が経済指標を下押しする可能性が高く、中国を中心とした世界的な景気減速も鉱工業生産低迷の要因となっています。

今後の見通し: 製造業は精彩を欠くものの、ユーロ圏は景気後退を免れる見通しです。2019年の経済成長率は1.5％近辺の緩やかな伸びが期待されます。フランスは抗議運動にもかかわらず、2018年第4四半期にマイナス成長を回避しました。労働市場は好調で、失業率は10年ぶりに8％を割り込みました。賃金上昇率は加速しており、成長の原動力となっている個人消費を下支えするでしょう。経済成長率に対する下振れリスクがあることから、ECBは慎重姿勢を維持するとみられます。2019年に利上げが行われる可能性は低下する一方、銀行に対する長期リファイナンスオペ（TLTRO）がもう一度実施される公算が大きくなっています。

日本: 2019年の経済成長率は1％前後、または若干上回る水準が予想されます。経済指標はいく分強弱が混在しており、1月の企業景況感指数は景気の拡大と縮小の境目となる50.0に低下しました。12月の輸出は予想以上に落ち込みましたが、労働市場は過去数十年で最も好調です。総雇用者数は、人口の減少にもかかわらず、就業する女性や高齢者の増加から堅調に伸びており、2018年は前年比2.4％増加しました。失業率が2.5％という超低水準を付ける中、賃金上昇率は加速しています。

中国: 2018年の経済成長率は、自動車販売台数が統計開始以来初となる減少を記録するなど、28年ぶりの低水準を付けました。12月の小売売上高と鉱工業生産は前月比で改善し、景気は多少安定化したことがうかがわれます。他の経済指標は低迷が続いています。財新発表の製造業PMIは50を下回る水準に低下し、景気の縮小が示されました。輸入は7.6％減と2016年夏以来の低いペースとなり、内需に関する懸念のシグナルを発信しました。生産者物価指数の低下からは、潜在的なデフレと企業利益の減少が示唆されます。実際、工業部門の企業利益は2015年以来初めて減少しました。中国は所得税減税を中心に経済に対する大規模な刺激策を打ち出していますが、債務負担の急増をめぐる懸念から、マネーサプライと融資が増加しなければ、政府は景気の安定化に十分な施策を実施できない可能性があります。

新興国市場: FRBが金融政策を据え置き、ドルが下落するのに伴い、2019年は新興国にとって昨年よりも良好な年となるかもしれません。実際、当社は、新興国資産は2019年の大半の期間で米国資産をアウトパフォームすると予想します。ただし、中国と密接な関係にある貿易相手国やコモディティ輸出国にとっては、中国の景気減速が引き続き重大なリスクとなります。

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。

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%**	**18,760.2**	**2.1%**	**17,659.2**	**1.6%**	**18,050.7**	**2.2%**
Personal Consumption Expenditures	**12,722.8**	**0.5%**	**12,842.0**	**3.8%**	**12,953.3**	**3.5%**	**13,063.9**	**3.5%**	**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%	1,698.0	5.0%	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%**	**3,428.6**	**-0.9%**	**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%	2,758.4	4.7%	2,411.2	0.5%	2,538.1	5.3%
Structures	533.3	13.9%	551.7	14.5%	546.9	-3.4%	551.0	3.0%	494.7	-5.0%	517.5	4.6%
Equipment	1,250.9	8.5%	1,264.9	4.6%	1,275.6	3.4%	1,288.2	4.0%	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%	18,706.5	3.1%	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%	19,638.2	3.5%	18,387.2	2.3%	18,550.0	0.9%
year-over-year	2.6%		2.9%		3.0%		2.9%					

	1st Quarter 19 Forecast		2nd Quarter 19 Forecast		3rd Quarter 19 Forecast		4th Quarter 19 Forecast		2018 Forecast		2019 Forecast	
Real GDP	**18,869.1**	**2.3%**	**19,002.0**	**2.8%**	**19,119.7**	**2.5%**	**19,232.5**	**2.4%**	**18,565.2**	**2.9%**	**19,055.8**	**2.6%**
Personal Consumption Expenditures	**13,138.7**	**2.3%**	**13,243.0**	**3.2%**	**13,330.4**	**2.7%**	**13,412.6**	**2.5%**	**12,895.5**	**2.7%**	**13,281.2**	**3.0%**
Durable Goods	1,708.5	2.5%	1,725.3	4.0%	1,740.2	3.5%	1,753.1	3.0%	1,666.5	5.6%	1,731.8	3.9%
Non-Durables	2,962.6	2.5%	2,995.4	4.5%	3,021.3	3.5%	3,043.7	3.0%	2,902.2	2.8%	3,005.8	3.6%
Services	8,490.9	2.2%	8,545.6	2.6%	8,592.2	2.2%	8,639.0	2.2%	8,359.4	2.1%	8,566.9	2.5%
Gross Private Domestic Invest.	**3,460.3**	**3.8%**	**3,484.2**	**2.8%**	**3,509.9**	**3.0%**	**3,534.1**	**2.8%**	**3,375.6**	**5.6%**	**3,497.1**	**3.6%**
Bus. Fixed Invest.	2,785.6	4.0%	2,809.9	3.5%	2,831.0	3.0%	2,855.6	3.5%	2,712.4	6.9%	2,820.5	4.0%
Structures	555.0	3.0%	559.2	3.0%	563.3	3.0%	567.5	3.0%	545.7	5.4%	561.2	2.8%
Equipment	1,297.7	3.0%	1,304.2	2.0%	1,310.6	2.0%	1,320.4	3.0%	1,269.9	7.3%	1,308.2	3.0%
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	**3,210.8**	**1.0%**	**3,220.9**	**1.3%**	**3,229.9**	**1.1%**	**3,237.9**	**1.0%**	**3,179.8**	**1.6%**	**3,224.9**	**1.4%**
Federal	1,240.7	0.9%	1,245.9	1.7%	1,250.0	1.3%	1,253.1	1.0%	1,227.4	2.6%	1,247.4	1.6%
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	493.2	0.0%	495.7	2.0%	496.9	1.0%	498.1	1.0%	491.2	1.9%	496.0	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	18,815.3	2.3%	18,953.2	3.0%	19,071.0	2.5%	19,188.8	2.5%	18,514.7	4.2%	19,007.1	2.7%
Final Sales to Dom. Purchasers	19,752.4	2.3%	19,895.7	2.9%	20,017.8	2.5%	20,137.2	2.4%	19,395.5	4.6%	19,950.8	2.9%
year-over-year	3.0%		2.6%		2.4%		2.5%					

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。

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