

# Economic Insights

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:

- **モメンタムのピークの後に、何が起きるか？**

信頼感指標、経済活動指標、景況感指標はここ数カ月、一貫して上昇し続けている。成長率の加速はモメンタムがピークを迎えるのに伴い、いずれかの時点で緩やかになる。循環的回復はかなり広範なものであり、2018年に入ってもしばらく続くように見える。

- **トランプ大統領の貿易戦略**

トランプ大統領は貿易に、真剣に取り組んでいる。最終的な政策や経済成長の行方は予測が困難だが、一部は明らかにマイナスである。

- **債券の強気相場は終わったのか？**

35年にわたる金利低下の後、現時点では債券の強気相場は終わったように見える。米国債利回りの次の上昇の動きは、起きるとすればドイツや日本のインフレ率の回復と国債利回りの上昇がシグナルになる。

- **アセットアロケーション：移行期**

金融市場にとって重要なのは、10年に及ぶ危機、不安、低成長から、マイルド・インフレの中で成長率が改善する時代への移行である。こうしたトレンドが引き起こす金利上昇は、世界の株式市場に大規模な調整をもたらす可能性がある。



2017年2月号

## モメンタムのピークの後に、何が起きるか？

2015年末～2016年初めには、コモディティ価格の急落と米ドルの急上昇という2つのトレンドの重なりがピークに達しました。中国やその他の地域における過剰生産能力の蓄積を背景に、ブロード・コモディティ価格は約5年にわたり下落し続けました。原油価格は2014年6月に下落し始め、ここでも過剰生産が20カ月にわたる急落の背景にありました。一方、米ドルは市場が金利正常化の開始を予想し、投資家がセーフ・ハイブ資産を望んだことで急上昇しました。米ドル不足はデフレショックを増幅し、同時に、金融環境の引き締めをもたらしました。その結果、2015年の世界の名目国内総生産(GDP)は米ドルベースで見ると、1930年代以降で最も急激に縮小しました。しかし、GDPの急激な縮小を牽引したのは物価だけではなく、力強さを欠く成長も一因でした。多くの国の製造業購買担当者景気指数(PMI)は明らかに低下しました。米国経済は景気後退を免れましたが、製造業はそうではありませんでした。

やがて、コモディティ価格は底打ちし始めました。銅やその他の工業原材料コモディティは2015年末に底打ちし、その後、それ以外のコモディティと原油も2016年に2月に底打ちしました。一方、米ドルは1月にピークを打って反転しました。間もなく世界的な回復が始まり、夏場にはこれが鮮明になりました。2016年はおそらく、デフレが終焉した年として位置づけられるでしょう。物価は秋には下げ止まり、経済活動は米国のみならず世界中で明らかに回復しました。デフレの脅威が後退する中で、名目成長率は加速しました。以下で詳述するように、直近の第4四半期と1月のデータは、こうした同調的な上昇トレンドを裏付けています。

### ▶ “二次導関数”

とはいえ、世界経済のモメンタムはいずれかの時点でピークに達するでしょう。2015年末～2016年初めと比較したベース効果は、春にはデータから剥落することが見込まれます。その時には、成長率の加速が終わり、(数学専攻の読者向けに言うと)二次導関数、つまり成長率の変化率がゼロになると考えられます。

## 米国の第4四半期の成長率の速報値は前期比年率+1.9%と、予想を下回りました。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

その頃には、目下の世界的な回復を支えているファンダメンタルズが実際にどの程度強固であるのかが分かるでしょう。弊社は現在のトレンドを上回る成長率の下支えは強固であり、景気拡大は目下のペースで2018年に持ち越されると考えています。しかし、成長率の加速がピークに達し、二次導関数がゼロになるまでは、定かなことは分かりません。今後も状況を詳しくお伝えしたいと思います。

### ＞ 米国GDPの小幅な下振れ

第4四半期の成長率の速報値は前期比年率1.9%と、予想を下回りました。その結果、2016年通年の成長率は上半期のエネルギーと米ドルの足かせにより、2011年以来の低水準となりました(!)。とはいえ、見かけは時として人を欺くことがあります。マイナス材料もありますが、基本的な内訳項目は力強いものでした。

純輸出は成長率を大幅に押し下げました(-1.7%ポイント)。これは2010年以來の大幅なマイナス寄与です。輸出は4.3%減少し、その一部は第3四半期の大豆輸出の急増の揺り戻しと見られます。輸入は8.3%増加し、成長率にマイナス寄与しました。しかし、旺盛な輸入は米国で誰かが何かを購入していることを意味し、実際には需要に関するプラス材料です。在庫増加は成長率を1%押し上げました。これは1年超振りの押し上げ幅です。企業の在庫ペースは487億米ドル増と、ようやく最近の平均的な増加額に正常化していると考えられます。もっとも、在庫は今四半期に、未だ足かせになる可能性があります。

### ＞ 堅調な米国の内需

国内民間最終需要は2.8%拡大しました。これは力強い数字です。個人消費は2.5%拡大しました。サービス支出は1.5%の拡大にとどまりましたが、この速報値はより正確なデータにより、上方修正される可能性が高いとみられます。企業の固定投資は4.2%拡大し、設備投資は2015年第

3四半期以来のプラスとなりました。住宅投資と州・地方政府支出は直近2四半期の予想外の縮小から回復し、それぞれ+10.2%、+2.6%となりました。

その他の米国の活動指標や景況感指標は、優れた成長モメンタムを示しました。将来の企業投資に先行する資本財受注は堅調でした。地区連銀の企業調査は引き続き力強く、リッチモンド連銀製造業指数は10カ月振りの高水準に急上昇し、カンザスシティ連銀指数は9と堅調を維持しました。ミシガン大学消費者信頼感指数はここ2カ月で11ポイント上昇し、98.5と13年振りの高水準に達しました。住宅販売は軟調で、中古住宅販売件数は2.8%、新築住宅販売件数は10.4%減少しました。販売用住宅在庫が極めて逼迫しており、これが販売件数を低水準にとどめている可能性があります。販売用中古住宅は165万戸と、1999年の統計開始以降で最も低い水準にあります。これは利用可能な供給のわずか3.6カ月分であり、2005年1月に付けた記録的な低水準と一致します。

### ＞ 世界の経済活動も加速

ユーロ圏の企業景況感調査は堅調を持続し、製造業PMIは55.1に上昇し、サービス業PMIは53.7の水準にあります。ドイツのサービス業PMIはやや低下しましたが、フランスのPMIは1ポイント上昇して53.9となりました。ユーロ圏の消費者信頼感指数はかなり上昇しましたが、ドイツとフランスの企業信頼感指数はわずかに低下しました。英国経済は好調な地合いで2016年を終え、第4四半期のGDP成長率は+2.2%と、G10諸国の中で最も高水準になりました。イタリアの裁判所は、レンツィ前首相が提案した選挙法の主要改正項目の一部を否認しました。このため、2018年に入ってからではなく、夏までに選挙が実施される可能性があります。もっとも、ある政党が議会のボーナス議席を得るには40%の得票率が必要になる見込みであり、反欧州連合(EU)政党が議회를制することは極めて困難になるでしょう。

## ＞ 中国

第4四半期の名目(インフレ調整前)GDP成長率は約10%に急加速し、数四半期前の6%の底をはるかに上回りました。名目成長率の加速は企業収益にとって好材料であり、デフォルトや債務問題はもうしばらく抑制されるでしょう。中国の統計の実態には疑念が残りますが、鉄道貨物輸送量、航空旅客数、電力消費量などに関するハード・データは確かにGDPの力強さを裏付けています。民間企業の資本支出はやや拡大し、個人消費は前年比+11%弱の水準で堅調に推移しています。

## ＞ 日本

中国、欧州、米国が明らかにリフレ・モードにある中で、日本がこれに続くと思えます。日本の製造業PMIの速報値はまずまず良好で、52.8に上昇しました。輸出は12月に+5.4%となり、昨年夏以降着実に増加しています。大幅な増加は円安も一因ですが、それ以上に、世界的な回復の進行を裏付けています。日本のコア・インフレ率が2017年初めにプラスに転じることを示唆する一時的な兆候が表れています。12月のコア消費者物価指数(CPI)上昇率は、過去数カ月よりもマイナス幅が縮小しました。一方、1月の東京都部部のコアCPI上昇率の速報値は、デフレ・ペースの鈍化を示しました。最後に、日経CPIトラッキング指数の前年比変化率はここ数カ月、明らかに好転しています。

## ＞ 見通し

世界経済は2015年の米ドルベースの景気後退から回復しています。この景気後退が10年に及ぶ絶え間のない危機、低成長、デフレ懸念、再燃不安、ゼロ金利、中銀の超緩和政策の最後のトラウマであったと願いたいと思いません。株価と金利は上昇し、名目成長率は加速し、企業収益は拡大し、循環的リフレは明らかに世界の大半の地域で定着しています。米国の第4四半期の成長率の推定値は予想を下回りましたが、基本的な内訳項目やその他の経済活動指標は堅調な内需を示唆し、企業や消費者の信頼感が急上昇しています。信頼感指標や企業景況感は世界中で、上方に加速し続けています。上述したように、リフレのペースは鈍化すると考えられますが、トレンドを上回る力強い成長率は2018年に入っても持続する可能性があります。

持続の鍵を握るのは、消費者や企業が新たな環境にいかに対応するかです。米国の労働市場の引き締まりは、賃金上昇やより広範な消費支出を促します。企業や消費者の信頼感は急上昇に歯止めがかかる可能性があります。総じて高水準で推移するでしょう。そうした安心感は力強い成長支援要因になります。回復の持続には、拡大の好循環が出現する必要があります。力強い賃金上昇は企業収益の改善をもたらす、これが資本支出を生み出し、その結果、雇用増や賃金上昇が一段と加速し、ひいてはこれが消費支出のさらなる拡大をもたらします。こうした拡大の好循環が出現すれば、目下のトレンドを超える成長率はまだしばらく維持されるでしょう。欧州の個人消費は政治的逆風にもかかわらず底堅く推移し、労働市場は回復し、失業率が低下しています。中国の成長率は社会的圧力や首脳部交代を背景に、目標水準に維持されるでしょう。中国で債務問題があるのは明らかですが、問題はより遅い時期まで抑制され続けると見られます。円安は日本の成長を後押しし、おそらくはインフレ率を小幅に押し上げるでしょう。弊社は循環的回復が2018年初めに入っても続き、その時期に多少の減速が間違いなく起きると予想しています。

## トランプ大統領の 貿易戦術

現在の景気回復に対する潜在的脅威の1つは国際貿易です。トランプ大統領の就任演説や貿易に関する当初の大統領令は極めて保護主義的な色彩を帯びていました。厄介な問題に発展するシナリオも幾つか考えられます。メキシコやその他の国の小売商品に何らかの種類の国境税が課せられれば、その影響は最終的に物価上昇という形で米国の消費者に波及します。こうした広範な重税の導入には当然、議会の承認が必要になるため実現の可能性は低いと思われます。

それよりも実現の可能性が高いのは、国境調整税と呼ばれるより広範な税金で、既に下院共和党の税制改革案に盛り込まれています。より広範な調整税では、企業は輸入品に税金を支払うものの、輸出品に関する税は免除されます。理論的には、国境調整税の導入でドルは大幅に上昇するため、輸入品の価格上昇は相殺されます。これは米国の法人税制を大きく転換させるもので、コストコやウォルマートなど大手小売業者には極めて不利になります。こうした税金の導入は歳入を増やし、法人税率の引き下げによる損失を穴埋めしますが、一方で経済全体に大規模な調整をもた

らします。鉄鋼やアルミ製品など特定の中国製品に対する関税には現実味があり、トランプ大統領はジョージ・W・ブッシュ元大統領やバラク・オバマ前大統領が鉄鋼やタイヤに対して発動したのと同様の関税措置を、大統領令を通じて実施する可能性もあります。

最大のリスクは、より広範囲に及ぶ中国との貿易問題です。米国が厳しい関税を導入した場合の中国の報復措置の1つとして考えられるのは急激な人民元安です。中国は人民元の安定を維持するために既に外貨準備を使用して厳格な資本規制を実施しています。中国が大幅な人民元下落を容認すればまさに世界中にデフレショックが広がります。ドル高が進み、中国と輸出市場で競争する他の国が自国通貨の切り下げを模索するのは間違いないでしょう。そうした状況に陥れば世界貿易は縮小し、あらゆる国が打撃を受けることになります。

世界貿易は1980年代後半以降グローバリゼーションによって支えられてきました。英国の国民投票における欧州連合（EU）離脱決定や米国のトランプ大統領誕生は、そうした開放的な貿易政策の恩恵を受けてきたのがごく一部に過ぎないと広く受け止められていることを反映している可能性があります。確かに必ずしもすべての国が米国や欧州と同じ様に開放的なわけではありません。トランプ大統領の通商政策の目標が互恵的な自由貿易関係の構築または開放度のバランス是正であるなら、それに伴う貿易問題は管理可能でしょう。最近の歴史を振り返ると本格的な貿易戦争に発展した事例はほとんどありません。今回も同様の展開になることを願うばかりです。モノ、人、サービスの自由な国境間移動からの逸脱が最終的に経済に与える影響は不透明であり、影響が顕在化するまでに時間がかかる可能性があります。そしておそらくマイナスの影響をもたらすでしょう。

## 債券の強気相場は終わったのか？

米国金利は35年にわたり一貫して低下してきました。10年物米国債利回りは1981年9月30日に付けた15.84%の高水準から、2012年7月25日に1.43%を付けるまで、その動きはまさに低下の一途を辿ると言えるものでした。しかし、そこで終わりではありませんでした。米国債利回りはその後上昇し、2013年12月31日に3.04%を付けたものの、絶え間ないデフレ圧力にさらされて再び低下

しました。利回りはこれで最低水準を付けたのでしょうか？ どうやらそのようです。

7月に最低水準を付けたとき、コンセンサスは利回りに対して極めて強気でした。市場は「低金利の長期化」を予想し、1.25%も不可能ではないと指摘する向きもありました。投資家は値上がり期待から債券を保有し、配当収入を目当てに株式を保有していたとされ、ファイナンスの教科書に通常記されているのとは異なる行動をとっていました。再び厳しいデフレショックが起きない限り（もちろん弊社はないと予想しています）、昨年夏の債券投資家のスタンスは強気市場のピークを示す典型的な兆候に思えました。コンセンサスは確信していました。そして第二に、安全な逃避先である債券の買いが大量に積み上がっていました。数年にわたり株式ミューチュアルファンドから流出した資金が債券ミューチュアルファンドに流入していました。第三に、米国債の保有にリスクがあるとはほとんど誰も考えていませんでした。結局のところ、中央銀行は利上げに二の足を踏み、デフレはいつまでも解消せず、潜在成長率は大幅に低下しているため、利回りの大幅上昇は考えられないと、市場は信じていたのです。

## ➤ しかし、利回りは上昇する可能性があり、実際に上昇した

10年物米国債利回りは7月の低水準から、12月半ばに2.6%まで大幅に上昇し、1月27日金曜日を2.48%で終えました。次ページに示した最近の金利の推移に関する表をご覧ください。10年物のドイツ国債と日本国債（JGB）の利回りは著しく低水準にあり、おそらくこれが少なくとも当面、米国債利回りに低下圧力をかけ続けるでしょう。米国金利のさらなる上昇のシグナルになるのは、ユーロ圏と日本のインフレ率および利回りの上昇でしょう。

ドイツ国債利回りは、インフレ率が上昇傾向を示す中、既に動き始めています。7月8日の-0.19%の低水準から、米国と同じように12月半ばに0.39%に上昇し、その後、ドイツ国債利回りは1年ぶりの高水準である0.48%を記録しました。日銀（BOJ）は10年物国債利回りを0.0%程度に誘導してきましたが、日本国債利回りはこの目標突破を試す動きを続けています。デフレが後退する中、日銀はいずれこの目標の引き上げを迫られる可能性があり、そうなれば米国債利回りの低下圧力はやや緩和するでしょう。米国債利回りの次の上昇局面は早ければ2017年半ば、遅くとも下半期には到来する可能性があります。

## 金利

	12/31/2014	12/31/2015	12/30/16	12/15/2016 (最高値)*	07/08/2016 (最低値)*	1/27/2017 現在
2年	0.66%	1.05%	1.19%	1.27%	0.61%	1.22%
10年	2.17%	2.27%	2.44%	2.60%	1.36%	2.48%
2-10年のスプレッド	1.51%	1.22%	1.25%	1.33%	0.75%	1.26%
30年	2.75%	3.02%	2.06%	3.16%	2.10%	3.06%

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

### ➤ では、どの程度まで上昇するのか？

ソブリン債利回りの上昇には依然として限界があります。世界の製造業や労働市場には大量の余剰資源があるため、成長は低水準にとどまり、インフレ率は引き続き抑制されるでしょう。中央銀行は10年に及ぶ厳しいデフレとの闘いでようやく手にした成果を手放さないように、非常に緩やかなペースで緩和を取り除き、金利の正常化を進めるでしょう。米国の潜在成長率は高水準にあった1960年代、1980年代、1990年代からは間違いなく低下しています。人口動態は労働力の伸びの鈍化を通じて成長を押し下げています。また企業は設備投資の拡大に消極的なことから、生産性の伸びも低水準となっています。

そのため10年物米国債利回りが近いうちに過去数十年間の平均である4%~5%に戻る可能性はおそらくないと  
言ってよいでしょう。また、10年に及ぶ低成長、デフレ懸念、ゼロ金利、高貯蓄率、デフレへ逆戻りすると不安から、マイルド・インフレを伴う成長回復局面に移行するまで暫く時間がかかり、ある程度の調整も必要です。弊社による2017年末および2018年末の利回り予想を右側の表に示しました。

金利	2017年末予想	2018年末予想
FF金利	1.38%	1.88%
2年物米国債利回り	1.75%	2.0%-2.5%
10年物米国債利回り	3.0%-3.5%	3.0%-3.5%
2-10年のスプレッド	1.25-1.75%	1.0%-1.5%

## アセットアロケーション: 移行期

成長低迷や減速、デフレ懸念、デフレへ逆戻りすると不安、緊縮財政、レバレッジ削減、ゼロ金利と、数回の金融危機に見舞われた10年を経て、世界経済はマイルド・インフレを伴う成長回復局面へ移行しつつあります。弊社の見方に変わりはなく、リフレが主要なテーマとなっています。名目成長率は上昇し、それに伴い利益が回復しており、設備投資支出にやや復調の兆しが見られます。S&P500指数構成企業の利益も米国企業部門全体の利益も7四半期ぶりに前年比で増加しています。消費者と企業の信頼感は大いに上向いています。金利と株価は同じ要因に牽引されて7月以降ともに上昇しています。

昨年夏以降、パフォーマンスが特に好調なのは成長加速と利益回復の恩恵を最も受けている金融資産とセクター、すなわちシクリカル銘柄です。こうした状況は通常、景気後退局面からの脱却時に起きることです。そしてある意味、これは実際に起きています。というのは、ドルベースで見ると2015年の世界の生産高は1930年以降のリセッション期で最も大幅に減少したからです。2016年2月11日に原油価格が最後に底を打った直後に回復が始まり、それ以降、景気循環に影響されやすい資産は大幅にアウトパフォームしています。

## ＞ トランプラリー？

大統領選前にはトランプ氏の勝利で市場は暴落するとの予想が大勢を占めていたにもかかわらず、トランプラリーを予想したアナリストもいます。現在、そのアナリストらは新政権の減税や規制緩和による支援は上手く行かないという大胆な予想をし、ラリーは直ぐに弱まる可能性があるという指摘をしています。加えて、シクリカル銘柄は既に1月に回復に失敗したと述べています。確かに、1月27日までに、ラッセル1000バリューストック指数はラッセル1000成長株指数を2.75%下回りました。ラッセル2000バリューストック指数は成長株指数を2.35%アンダーパフォームしています。またラッセル大型株指数はラッセル小型株指数を1.59%下回りました。

シクリカル銘柄のラリー調整は米大統領選以降に急回復したシクリカル銘柄がおそらく単にこう着しているだけでしょう。実際、シクリカル銘柄のラリーが本格化したのは昨年3月で、米大統領選の遙か前です。ラリーに関する弊社の見方は若干異なり、新政権の打ち出す刺激策の内容に関わりなく、足元の経済環境は盤石だとみています。株式市場はそうしたファンダメンタルズに反応しています。したがって景気循環に影響されやすい資産の好調なパフォーマンスは続くでしょう。

実際、成長株、バリューストック、大型株、小型株でなくセクターに注目すると、シクリカル銘柄のラリーは依然として健在です。高成長と利益回復から最も恩恵を受けるセクターのリターンはディフェンシブな特性を持つセクターを上回っています。1月27日時点で、米国およびグローバルのMSCIセクター指数において、素材、テクノロジー、工業、金融セクターはいずれも公益事業、ヘルスケア、生活必需品、通信セクターをアウトパフォームしました。

## ＞ ラリーを止める要因は？

おそらく金利がラリーを止める要因になるでしょう。株価と利回りは暫く共に上昇する可能性があります。いずれ金利上昇は株式市場の足かせになります。10年物米国債利回りが3%を若干上回るとおそらく株価に悪影響が及びます。上述の通り、米国債利回りの次の上昇局面のシグナルとなるのはドイツと日本のインフレ率の回復と10年物ソブリン債利回りの上昇です。こうした動きを受けて中央銀行は緩和姿勢を弱め、政策金利をゼロ%またはそれ以下に維持する異例の措置から大幅な正常化に向けて動き始めるでしょう。

一方、世界の株式市場には5%から8%程度の上昇余地がありそうです。しかし、先進国の金利動向を注視し、状況に応じて慎重姿勢を強めるべきだと考えています。

## Disclosures

Unless otherwise noted, the information in this document has been derived from sources believed to be accurate as of February 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:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London EC2V 7JB, registered in England, No. 03819986, which has approved its contents, and which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act (Chapter 289).
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS License No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investment Commission.
- This document is issued by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation. This document is intended for sophisticated institutional and professional investors only.
- Japan by Principal Global Investors (Japan) Ltd. (Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 462, Japan Investment Advisers Association; Membership No. 011-01627).
- In the United Kingdom this presentation is directed exclusively at persons who are Eligible Counterparties or Professional Clients (as defined by the rules of the Financial Conduct Authority). In connection with its management of client portfolios, Principal Global Investors (Europe) Limited may delegate management authority to affiliates who are not authorized and regulated by the FCA. In any such case, the client may not benefit from all the protections afforded by the rules and regulations enacted under the Financial Services and Markets Act 2000.
- India by Principal Pnb Asset Management Company Private Limited (PPAMC). PPAMC offers only the units of the schemes of Principal Mutual Fund, a mutual fund registered with SEBI.

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. Investing involves risk, including possible loss of principal.

Insurance products and plan administrative services provided through Principal Life Insurance Co. Principal Funds, Inc. is distributed by Principal Funds Distributor, Inc. Securities offered through Principal Securities, Inc., 800-547-7754, Member SIPC and/or independent broker/dealers. Principal Life, Principal Funds Distributor, Inc. and Principal Securities are members of the Principal Financial Group®, Des Moines, IA 50392.

©2016 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.

t17013007g7

MM8299-51

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 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
<b>Real GDP</b>	<b>16,921.3</b>	<b>2.8%</b>	<b>17,041.5</b>	<b>2.9%</b>	<b>17,156.5</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,270.3</b>	<b>2.7%</b>	<b>16,397.2</b>	<b>2.6%</b>	<b>16,660.0</b>	<b>1.6%</b>
<b>Personal Consumption Expenditure:</b>	<b>11,757.6</b>	<b>4.1%</b>	<b>11,834.1</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,911.2</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,988.7</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,214.7</b>	<b>3.2%</b>	<b>11,514.9</b>	<b>2.7%</b>
Durable Goods	1,662.6	4.0%	1,679.0	4.0%	1,695.5	4.0%	1,712.3	4.0%	1,498.1	6.9%	1,584.2	5.7%
Non-Durables	2,535.2	3.0%	2,554.0	3.0%	2,572.9	3.0%	2,592.0	3.0%	2,439.3	2.6%	2,498.9	2.4%
Services	7,574.8	2.3%	7,616.2	2.2%	7,657.7	2.2%	7,699.5	2.2%	7,310.3	2.8%	7,475.6	2.3%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>2,874.3</b>	<b>-0.4%</b>	<b>2,913.5</b>	<b>5.6%</b>	<b>2,945.2</b>	<b>4.4%</b>	<b>2,975.1</b>	<b>4.1%</b>	<b>2,869.0</b>	<b>5.0%</b>	<b>2,826.8</b>	<b>-1.5%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,230.9	4.7%	2,253.3	4.1%	2,275.9	4.1%	2,296.6	3.7%	2,200.2	2.1%	2,190.7	-0.4%
Structures	441.9	2.0%	444.1	2.0%	446.3	2.0%	446.3	0.0%	452.1	-4.4%	438.3	-3.1%
Equipment	1,053.0	5.0%	1,065.9	5.0%	1,079.0	5.0%	1,092.2	5.0%	1,072.5	3.5%	1,042.1	-2.8%
Intellectual Property Products	738.0	5.0%	745.3	4.0%	752.7	4.0%	760.1	4.0%	680.0	4.8%	714.1	5.0%
Residential Invest.	608.4	8.0%	620.2	8.0%	629.3	6.0%	638.5	6.0%	564.5	11.7%	592.2	4.9%
Change in Inventory	35.0 -		40.0 -		40.0 -		40.0 -		84.0 -		21.8 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-602.5 -</b>		<b>-606.9 -</b>		<b>-609.6 -</b>		<b>-612.3 -</b>		<b>-540.0 -</b>		<b>-561.7 -</b>	
Exports	2,155.8	3.3%	2,171.8	3.0%	2,186.3	2.7%	2,200.9	2.7%	2,120.6	0.1%	2,128.4	0.4%
Imports	2,758.3	3.0%	2,778.8	3.0%	2,796.0	2.5%	2,813.3	2.5%	2,660.6	4.6%	2,690.1	1.1%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,921.0</b>	<b>0.8%</b>	<b>2,929.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,938.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,947.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,883.7</b>	<b>1.8%</b>	<b>2,908.9</b>	<b>0.9%</b>
Federal	1,122.3	0.4%	1,124.5	0.8%	1,126.8	0.8%	1,129.0	0.8%	1,113.9	0.0%	1,120.5	0.6%
National Defense	664.5	1.0%	666.1	1.0%	667.8	1.0%	669.4	1.0%	672.0	-2.1%	667.0	-0.7%
Non-Defense	457.9	0.5%	458.4	0.5%	459.0	0.5%	459.6	0.5%	441.3	3.3%	452.7	2.6%
State & Local	1,798.7	1.5%	1,805.4	1.5%	1,812.1	1.5%	1,818.9	1.5%	1,768.2	2.9%	1,786.6	1.0%
Real Final Sales	16,886.3	3.6%	17,001.5	2.8%	17,116.5	2.7%	17,230.3	2.7%	16,300.6	2.4%	16,624.0	2.0%
Real Domestic Final Sales	17,488.8	3.5%	17,608.4	2.8%	17,726.1	2.7%	17,842.6	2.7%	16,841.7	3.1%	17,187.1	2.1%
y/y	2.4%		2.8%		2.6%		2.8%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
<b>Real GDP</b>	<b>17,387.5</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,504.1</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,592.3</b>	<b>2.0%</b>	<b>17,635.9</b>	<b>1.0%</b>	<b>17,097.4</b>	<b>2.6%</b>	<b>17,529.9</b>	<b>2.5%</b>
<b>Personal Consumption Expenditure:</b>	<b>12,066.8</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,145.5</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,211.2</b>	<b>2.2%</b>	<b>12,262.2</b>	<b>1.7%</b>	<b>11,872.9</b>	<b>3.1%</b>	<b>12,171.4</b>	<b>2.5%</b>
Durable Goods	1,729.1	4.0%	1,746.2	4.0%	1,757.0	2.5%	1,765.7	2.0%	1,687.4	6.5%	1,749.5	3.7%
Non-Durables	2,611.2	3.0%	2,630.6	3.0%	2,646.9	2.5%	2,660.0	2.0%	2,563.5	2.6%	2,637.2	2.9%
Services	7,741.5	2.2%	7,783.7	2.2%	7,822.3	2.0%	7,851.5	1.5%	7,637.0	2.2%	7,799.8	2.1%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>3,007.6</b>	<b>4.4%</b>	<b>3,040.5</b>	<b>4.4%</b>	<b>3,058.9</b>	<b>2.5%</b>	<b>3,049.5</b>	<b>-1.2%</b>	<b>2,927.0</b>	<b>3.5%</b>	<b>3,039.1</b>	<b>3.8%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,319.7	4.1%	2,343.0	4.1%	2,366.6	4.1%	2,377.2	1.8%	2,264.2	3.4%	2,351.6	3.9%
Structures	448.5	2.0%	450.7	2.0%	453.0	2.0%	453.0	0.0%	444.6	1.4%	451.3	1.5%
Equipment	1,105.6	5.0%	1,119.2	5.0%	1,132.9	5.0%	1,135.7	1.0%	1,072.5	2.9%	1,123.4	4.7%
Intellectual Property Products	767.6	4.0%	775.1	4.0%	782.8	4.0%	790.5	4.0%	749.0	4.9%	779.0	4.0%
Residential Invest.	647.9	6.0%	657.4	6.0%	662.3	3.0%	662.3	0.0%	624.1	5.4%	657.5	5.3%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		30.0 -		10.0 -		38.8 -		30.0 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-615.3 -</b>		<b>-619.8 -</b>		<b>-620.9 -</b>		<b>-624.0 -</b>		<b>-607.9 -</b>		<b>-620.0 -</b>	
Exports	2,218.9	3.3%	2,235.3	3.0%	2,251.9	3.0%	2,263.1	2.0%	2,178.7	2.4%	2,242.3	2.9%
Imports	2,834.2	3.0%	2,855.2	3.0%	2,872.9	2.5%	2,887.1	2.0%	2,786.6	3.6%	2,862.3	2.7%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,957.5</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,967.1</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,972.2</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,977.4</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,934.4</b>	<b>0.9%</b>	<b>2,968.5</b>	<b>1.2%</b>
Federal	1,131.8	1.0%	1,134.6	1.0%	1,137.5	1.0%	1,140.3	1.0%	1,125.7	0.5%	1,136.1	0.9%
National Defense	671.1	1.0%	672.8	1.0%	674.4	1.0%	676.1	1.0%	666.9	0.0%	673.6	1.0%
Non-Defense	460.7	1.0%	461.9	1.0%	463.0	1.0%	464.2	1.0%	458.7	1.3%	462.5	0.8%
State & Local	1,825.7	1.5%	1,832.5	1.5%	1,834.8	0.5%	1,837.0	0.5%	1,808.8	1.2%	1,832.5	1.3%
Real Final Sales	17,347.5	2.7%	17,464.1	2.7%	17,562.3	2.3%	17,625.9	1.5%	17,058.6	2.6%	17,499.9	2.6%
Real Domestic Final Sales	17,962.8	2.7%	18,083.9	2.7%	18,183.2	2.2%	18,249.9	1.5%	17,666.5	2.8%	18,120.0	2.6%
y/y	2.8%		2.7%		2.5%		2.1%					

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



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 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
<b>Real GDP</b>	<b>16,921.3</b>	<b>2.8%</b>	<b>17,041.5</b>	<b>2.9%</b>	<b>17,156.5</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,270.3</b>	<b>2.7%</b>	<b>16,397.2</b>	<b>2.6%</b>	<b>16,660.0</b>	<b>1.6%</b>
<b>Personal Consumption Expenditure:</b>	<b>11,757.6</b>	<b>4.1%</b>	<b>11,834.1</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,911.2</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,988.7</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,214.7</b>	<b>3.2%</b>	<b>11,514.9</b>	<b>2.7%</b>
Durable Goods	1,662.6	4.0%	1,679.0	4.0%	1,695.5	4.0%	1,712.3	4.0%	1,498.1	6.9%	1,584.2	5.7%
Non-Durables	2,535.2	3.0%	2,554.0	3.0%	2,572.9	3.0%	2,592.0	3.0%	2,439.3	2.6%	2,498.9	2.4%
Services	7,574.8	2.3%	7,616.2	2.2%	7,657.7	2.2%	7,699.5	2.2%	7,310.3	2.8%	7,475.6	2.3%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>2,874.3</b>	<b>-0.4%</b>	<b>2,913.5</b>	<b>5.6%</b>	<b>2,945.2</b>	<b>4.4%</b>	<b>2,975.1</b>	<b>4.1%</b>	<b>2,869.0</b>	<b>5.0%</b>	<b>2,826.8</b>	<b>-1.5%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,230.9	4.7%	2,253.3	4.1%	2,275.9	4.1%	2,296.6	3.7%	2,200.2	2.1%	2,190.7	-0.4%
Structures	441.9	2.0%	444.1	2.0%	446.3	2.0%	446.3	0.0%	452.1	-4.4%	438.3	-3.1%
Equipment	1,053.0	5.0%	1,065.9	5.0%	1,079.0	5.0%	1,092.2	5.0%	1,072.5	3.5%	1,042.1	-2.8%
Intellectual Property Products	738.0	5.0%	745.3	4.0%	752.7	4.0%	760.1	4.0%	680.0	4.8%	714.1	5.0%
Residential Invest.	608.4	8.0%	620.2	8.0%	629.3	6.0%	638.5	6.0%	564.5	11.7%	592.2	4.9%
Change in Inventory	35.0 -		40.0 -		40.0 -		40.0 -		84.0 -		21.8 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-602.5 -</b>		<b>-606.9 -</b>		<b>-609.6 -</b>		<b>-612.3 -</b>		<b>-540.0 -</b>		<b>-561.7 -</b>	
Exports	2,155.8	3.3%	2,171.8	3.0%	2,186.3	2.7%	2,200.9	2.7%	2,120.6	0.1%	2,128.4	0.4%
Imports	2,758.3	3.0%	2,778.8	3.0%	2,796.0	2.5%	2,813.3	2.5%	2,660.6	4.6%	2,690.1	1.1%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,921.0</b>	<b>0.8%</b>	<b>2,929.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,938.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,947.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,883.7</b>	<b>1.8%</b>	<b>2,908.9</b>	<b>0.9%</b>
Federal	1,122.3	0.4%	1,124.5	0.8%	1,126.8	0.8%	1,129.0	0.8%	1,113.9	0.0%	1,120.5	0.6%
National Defense	664.5	1.0%	666.1	1.0%	667.8	1.0%	669.4	1.0%	672.0	-2.1%	667.0	-0.7%
Non-Defense	457.9	0.5%	458.4	0.5%	459.0	0.5%	459.6	0.5%	441.3	3.3%	452.7	2.6%
State & Local	1,798.7	1.5%	1,805.4	1.5%	1,812.1	1.5%	1,818.9	1.5%	1,768.2	2.9%	1,786.6	1.0%
Real Final Sales	16,886.3	3.6%	17,001.5	2.8%	17,116.5	2.7%	17,230.3	2.7%	16,300.6	2.4%	16,624.0	2.0%
Real Domestic Final Sales	17,488.8	3.5%	17,608.4	2.8%	17,726.1	2.7%	17,842.6	2.7%	16,841.7	3.1%	17,187.1	2.1%
y/y	2.4%		2.8%		2.6%		2.8%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
<b>Real GDP</b>	<b>17,387.5</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,504.1</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,592.3</b>	<b>2.0%</b>	<b>17,635.9</b>	<b>1.0%</b>	<b>17,097.4</b>	<b>2.6%</b>	<b>17,529.9</b>	<b>2.5%</b>
<b>Personal Consumption Expenditure:</b>	<b>12,066.8</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,145.5</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,211.2</b>	<b>2.2%</b>	<b>12,262.2</b>	<b>1.7%</b>	<b>11,872.9</b>	<b>3.1%</b>	<b>12,171.4</b>	<b>2.5%</b>
Durable Goods	1,729.1	4.0%	1,746.2	4.0%	1,757.0	2.5%	1,765.7	2.0%	1,687.4	6.5%	1,749.5	3.7%
Non-Durables	2,611.2	3.0%	2,630.6	3.0%	2,646.9	2.5%	2,660.0	2.0%	2,563.5	2.6%	2,637.2	2.9%
Services	7,741.5	2.2%	7,783.7	2.2%	7,822.3	2.0%	7,851.5	1.5%	7,637.0	2.2%	7,799.8	2.1%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>3,007.6</b>	<b>4.4%</b>	<b>3,040.5</b>	<b>4.4%</b>	<b>3,058.9</b>	<b>2.5%</b>	<b>3,049.5</b>	<b>-1.2%</b>	<b>2,927.0</b>	<b>3.5%</b>	<b>3,039.1</b>	<b>3.8%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,319.7	4.1%	2,343.0	4.1%	2,366.6	4.1%	2,377.2	1.8%	2,264.2	3.4%	2,351.6	3.9%
Structures	448.5	2.0%	450.7	2.0%	453.0	2.0%	453.0	0.0%	444.6	1.4%	451.3	1.5%
Equipment	1,105.6	5.0%	1,119.2	5.0%	1,132.9	5.0%	1,135.7	1.0%	1,072.5	2.9%	1,123.4	4.7%
Intellectual Property Products	767.6	4.0%	775.1	4.0%	782.8	4.0%	790.5	4.0%	749.0	4.9%	779.0	4.0%
Residential Invest.	647.9	6.0%	657.4	6.0%	662.3	3.0%	662.3	0.0%	624.1	5.4%	657.5	5.3%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		30.0 -		10.0 -		38.8 -		30.0 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-615.3 -</b>		<b>-619.8 -</b>		<b>-620.9 -</b>		<b>-624.0 -</b>		<b>-607.9 -</b>		<b>-620.0 -</b>	
Exports	2,218.9	3.3%	2,235.3	3.0%	2,251.9	3.0%	2,263.1	2.0%	2,178.7	2.4%	2,242.3	2.9%
Imports	2,834.2	3.0%	2,855.2	3.0%	2,872.9	2.5%	2,887.1	2.0%	2,786.6	3.6%	2,862.3	2.7%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,957.5</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,967.1</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,972.2</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,977.4</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,934.4</b>	<b>0.9%</b>	<b>2,968.5</b>	<b>1.2%</b>
Federal	1,131.8	1.0%	1,134.6	1.0%	1,137.5	1.0%	1,140.3	1.0%	1,125.7	0.5%	1,136.1	0.9%
National Defense	671.1	1.0%	672.8	1.0%	674.4	1.0%	676.1	1.0%	666.9	0.0%	673.6	1.0%
Non-Defense	460.7	1.0%	461.9	1.0%	463.0	1.0%	464.2	1.0%	458.7	1.3%	462.5	0.8%
State & Local	1,825.7	1.5%	1,832.5	1.5%	1,834.8	0.5%	1,837.0	0.5%	1,808.8	1.2%	1,832.5	1.3%
Real Final Sales	17,347.5	2.7%	17,464.1	2.7%	17,562.3	2.3%	17,625.9	1.5%	17,058.6	2.6%	17,499.9	2.6%
Real Domestic Final Sales	17,962.8	2.7%	18,083.9	2.7%	18,183.2	2.2%	18,249.9	1.5%	17,666.5	2.8%	18,120.0	2.6%
y/y	2.8%		2.7%		2.5%		2.1%					

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