

# 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:

### ● Rで始まる言葉

リセッション：ご存じの通り不況期を意味するが、これは現在のことでなく、もはや過去のことである。2015年末から2016年初めにかけての経済情勢を正確に表すとしたら、「ライト・リセッション」という文言がぴったりかもしれない。明るい材料は、このライト・リセッションという新たなR単語が「リカバリー」に変わり、これこそ現在の状況にふさわしい最適な表現と言える。

### ● FRBは金融政策をリセット

今年に入り、利上げに対するFRBのトーンに変化が見られる。デフレから脱却したとみられ、経済指標に勢いがあり、景気後退リスクが影を潜めたことから、今やハト派でさえもFF金利の「早期」利上げを望んでいる。3月のFOMCで追加利上げが行われる可能性は高い\*。ただし、各国中央銀行は慎重姿勢を維持し、経済成長とインフレ率が目標値またはその近辺に達したとしても、すぐに反応することはないと予想される。

### ● アセットアロケーション:

#### 急上昇後のこう着状態

今のところ、市場は大半の投資家に高い年初来リターンをもたらしているが、株式市場の急上昇に伴って調整に対する懸念も浮上している。株式に資金が戻り始めており、こう着状態になる公算が大きいと弊社はみる。企業利益が力強く伸びていることから、米大統領選以降の株価上昇の大部分はファンダメンタルズに裏付けられたものであり、米国の減税や規制改革に対する期待によるものではないことが示唆される。また、上昇余地もある程度残っていると思われる。



2017年3月号

## Rで始まる言葉

リセッション (Recession)：これは拡大期の後にやってくるもので、経済がひっ迫した局面に直面し、インフレ率が上昇し、連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げを行うことによって生じます。リセッションの後に続くのが回復期で、成長率の加速、緩やかなインフレ、株式市場の上昇という新たな時代が始まります。米国が拡大期に入って間もなく丸8年になりますが、直近1年半の間に、経済はリセッション手前の状態から今では回復の兆候を示しています。

米国および世界の経済は、2015年末から2016年初めのリセッションに近い状態から回復し続けています。当時、生産高は減少し、経済活動は落ち込み、超ドル高とコモディティ価格の急落によりデフレ懸念が高まっていました。この期間の米国は、企業、製造業、在庫がいずれも深刻な問題を抱えており、事実上「ライト・リセッション」と言える状況でした。デフレ圧力と急激なドル高が企業の価格決定力を削いだことで、企業各社の収益はリセッション時にしか見られないほど大幅に落ち込みました。原油価格の急落が資本集約度の高いエネルギー企業の投資を阻んだことで設備投資は縮小し、これもリセッションの明らかな兆候でした。需要の落ち込みは過剰在庫を生み、在庫調整が米国全体の生産高の大きな足かせとなりました。2014年6月から現在までにドルは25%近く上昇しており、輸出企業と製造業に深刻な影響を及ぼしました。製造業の生産高が前年実績を割り込むというのも、リセッションの典型的なパターンです。急激なドル高でドルの供給量が減少し、その影響から新興国市場の企業や金融資産で流動性がひっ迫しました。

エネルギー、コモディティ、輸出企業といったセクターが深刻な影響を受けた一方で、米国の消費者はドル高と物価安の恩恵を受け、その後も力強い消費が持続したことで「ライト・リセッション」が深刻なリセッションに悪化するには至りませんでした。

## > リカバリー (Recovery)

世界経済は2016年第2四半期にリセッションから抜け出し、現在は世界同時回復の最中にあります。デフレは後退し、リフレが定着しつつあります。コモディティと原油の価格は2016年2月のボトムから上昇しています。消費者物価指数 (CPI) や生産者物価指数 (PPI) の下落は底打ちし、それどころか米国、欧州、日本、中国の各国で大幅

## 世界経済は2016年第2四半期にリセッションから抜け出し、現在は世界同時回復の最中にあります。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

に上昇しています。価格決定力の向上と名目成長率の加速により、中国から米国に至る企業全体の利益は急速に回復しています。産業活動は世界的に勢いを増しています。世界の製造業統計は急速に上向いています。ドル高は続いています。米大統領選以降のドル高は成長見通しを根拠としたもので、デフレやリセッション懸念によるものではありません。

個人消費や鉱工業生産などのハードデータは今年に入ってやや足踏みしていますが、米国の最新データは回復が本格化していることを示唆しています。コンファレンス・ボードが発表した2月の消費者信頼感指数は今回の景気サイクルの最高水準を更新し、2001年7月以来の高水準となりました。確固とした信頼感は自動車販売台数や個人消費の増加という形ではまだ表れていません。米サプライマネジメント協会（ISM）による景況感指数は、製造業とサービス業のいずれも57を上回り、極めて力強い結果となりました。1月の製造業生産高は前年同月比0.3%上昇とやや回復しました。設備投資の指標となる1月のコア資本財受注は前月比でマイナスとなりましたが、ここ数カ月見られている力強い上昇トレンドは維持しています。1月の貿易収支と在庫は予想を下回り、米国の第1四半期GDP成長率が2%を下回るとの予想を裏付ける結果となりました。これらの冴えないデータを受けて、弊社は第1四半期GDP成長率予想を2.4%に引き下げましたが、貿易収支や在庫にはノイズが多く、後で上方修正される可能性が高いとみています。例年、第1四半期GDP速報値は低めに発表され、確定値以降で上方修正されることがよくあります。各種調査や信頼感に関する極めて堅調なデータの方が、足元の経済状況をより正確に反映しているかもしれません。

### ▶ 世界同時回復の上げ潮

リフレと景気回復は十分に明らかで、世界中に広まっています。PMIを各国GDPで加重平均したJPモルガン・グローバルPMIは、2月に52.9を付けました（過去最高値は53.9）。リフレのもう一つの兆候として、日本の1月のコアCPI上昇率は、前年同月比で1年ぶりにプラスとなりました。ユーロ圏の景況感は極めて良好で、2月の総合PMI改定値は6年ぶりの高水準となりました。ブルームバーグが算出したユーロ圏の景況感指標の四半期平均、ドイツの企業と投資家の景況感指標、マークイットの総合PMIの全てが上昇し続けています。ユーロ圏の総合CPI上昇率は2%に達し、デフレ懸念の後退に寄与しています。中国の景況感は、財新の製造業PMIが51.7、中国国家统计局のPMIは51.6となり、最近の好調なレンジ内にとどまりました。

### ▶ 見通し

世界経済は2015年の景気後退に近い状態から同時に回復しており、弊社はこの上向きの状況が少なくとも2018年にかけて続くと考えています。米国の経済成長率の改善、製造業、貿易収支、企業の設備投資の回復と米国外の在庫は相互に支え合っており、米国経済の堅調な成長が米国の貿易赤字やドル高を通じて世界経済を牽引しています。世界経済の回復は、米国の2017年実質GDP成長率がトレンドを上回る水準を維持するであろう要因の一つです。

米国景気が一段と加速するためには、好調な個人消費と設備投資の増加が必要ですが、両方とも増加する見込みです。個人消費が3%の伸びと幾分かの上振れ余地を維持するには、賃金増加率が3%以上であれば十分でしょう。耐久財の受注と出荷には既に設備投資の改善の兆候が見られ、賃金上昇、雇用の増加、好調な個人消費と企業収益といった好循環が、さらなる経済成長につながる可能性があ

ります。弊社の米国経済予想は本稿の末尾に掲載しています。米国以外では、欧州と日本の景況感の力強さが、今年は予想外の上振れとなる可能性を示唆しています。中国のリフレによる名目GDP成長率の急加速は2017年第1四半期または第2四半期にピークを付ける可能性があります。今年と2018年は政治の移行期であるため、実質成長率は6.5%付近で安定するとみられます。

これらの見直しには当然リスクがあります。ガソリン価格の下落と超低金利は米国の個人消費の追い風となっていましたが、現在これらの要因は逆風になりつつあります。時間当たり平均賃金の伸び率が現在の2.5%から上昇しなければ、インフレ率の緩やかな上昇でも個人消費を抑制する可能性があります。コモディティ価格の上昇と通貨安によるインフレ加速は、既に英国の個人消費の重しとなっています。さらにドル高が進行すれば、再び米国の輸出の足を引っ張ることになるでしょう。最後に、2016年には財政刺激策で中国の信用残高の伸びは大きく加速しましたが、伸びが減速するのに伴い、経済活動の基調も弱まる可能性があります。欧州の選挙と米国の不透明な政治状況が信頼感を押し下げる恐れもあります。それでも、2017年以降の見直しは極めて良好と思われる。

## FRBは金融政策をリセット

年初以降、投資家とFRBの政策担当者の金融政策に対するスタンスは、より急速な金利正常化の方向に収れんしています。これはなぜでしょうか。第一に、デフレ懸念の後退があります。米国の1月のCPI上昇率は12月の前年同月比2.1%から、2.5%に大幅に加速しました。FRBが重視しているコア個人消費支出（PCE）デフレーター（食品とエネルギーを除く）は1月に前年同月比1.7%となり、FRBが目標とする2%に近づいています。第二に、米国と世界の最近の経済指標には成長モメンタムの大幅な改善が見られ、景気後退に対する懸念は大幅に緩和し、こうした状況改善を示唆する主要な景況感指標は今後も継続することが予想されます。実際、米国の2016年第4四半期のGDP成長率（改定値）は前期比年率で予想を下回りましたが、好調な消費を反映して実質国内最終需要は2.6%増と力強い伸びとなりました。

第三に、雇用関連の指標は好調を維持しています。直近のFOMC議事録では、失業率はFOMC参加者の大半が予想する完全雇用の水準に近く、労働市場の緩みは縮小したとの見解が示されました。また、議事録は賃金上昇率が加速し、さらなる改善の兆候が見られることも示唆しています。これらの全ての要因が相まって、FRB高官のコメントは明らかにタカ派寄りに変化し、次回の利上げが3月となることを示唆しています\*。弊社もその見解に同意しており、現在、今年の利上げを3月、7月、12月の3回と予想しています。イエレンFRB議長とフィッシャー副議長のコメントを受けて、市場が織り込む3月利上げの可能性は、2月初め時点のわずか25%から現在は94%に上昇しています。

金利：10年物米国債利回りは、2016年7月に1.37%でボトム打ちしてから着実に上昇し、米大統領選直前には1.85%となり、その後は急速にペースを上げ12月には2.6%まで上昇しました。それ以降は投資家がトランプ政権の政策を見極めようとする一方でドイツと日本の超低金利による圧力が続く中、利回りは徐々に低下し2.3%~2.5%のレンジ内で推移しました。日銀は10年物国債の利回りをゼロ%程度に維持しており、10年物ドイツ国債利回りは0.5%を下回る水準で推移しています。下表に最近と過去の米国債利回りを示しています。

### 金利

	12/31/2014	12/31/2015	12/30/16	12/15/2016 (最高値)*	07/08/2016 (最低値)*	02/28/2017 現在
2年	0.66%	1.05%	1.19%	1.27%	0.61%	1.26%
10年	2.17%	2.27%	2.44%	2.60%	1.36%	2.39%
2-10年のスプレッド	1.51%	1.22%	1.25%	1.33%	0.75%	1.13%
30年	2.75%	3.02%	3.06%	3.16%	2.10%	3.00%

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

## ➤金利見通し

上述の通り、世界経済の同時回復が明らかに進行しており、回復の勢いはなお強まっています。そのため、今後は経済成長率の加速とインフレ率の緩やかな上昇が見込まれ、この点から金利は確実に上昇基調となるでしょう。名目GDP成長率が4%~5%にあることを踏まえれば、現在の10年物米国債利回りの2.5%という水準は低すぎると考えられます。また、トランプ政権による予算の優先配分では歳出が増加し、財政赤字の拡大につながる可能性があり、特に国防・インフラ支出の増加に伴い、米国債利回りにある程度の上昇圧力がかかるとみられます。

しかし、過去10年間の極端な低成長やゼロ金利、デフレ懸念や度重なる金融危機、景気後退の再燃不安、さらには経済が危機当時よりも深刻な状況に陥るとの懸念を受けて、多くの市場参加者が2008年以降の「長期停滞」を恒久的とみなすようになりました。このことは、中央銀行高官と投資家の間で、金利は長期にわたりより低位にとどまるとの見方が常態化したことを意味します。そのため、世界経済は実際に10年にわたる停滞から脱却しつつあるものの、今後、世界経済がより積極的な政策、より高い経済成長率、緩やかなインフレに移行するとの見方がコンセンサスとなるには、ある程度の時間を要するとみられます。ECBと日銀はデフレとの戦いが終わった可能性をすぐには容認しないでしょう。従って、日・欧の超低金利による米国債利回りに対する押し下げ圧力が後退するには、時間がかかるとみられます。米国債利回りが次に上昇するのは、恐らく夏から秋にかけて日・欧の利回りが上昇した後になるとみられます。ただし、世界経済の改善は続いており、この点は時間の問題と言えるでしょう。下表に弊社の米国債利回りの予想を示しています。

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%-3.25%	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: 急上昇後のこう着状態

投資家にとって、年初来の市場リターンは極めて高くなっています。S&P500指数は1月に2.5%と大幅に上昇した後、2月もさらに3.0%上昇し、年初2カ月間の配当再投資後のトータル・リターンは5.9%となっています。世界の大半の株式指数がリフレと世界経済の成長加速を背景に上昇し続けており、金利の緩やかな低下を受けて、債券投資家にとっても好環境が続いています。年初からの2カ月間はリスクオン・モードにありました。MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは2月に2%上昇し、2カ月間で5.4%上昇しています。MSCIエマージング・マーケット・インデックスは、2月に2.2%、1-2月で8.6%上昇しています。世界の金利低下が債券価格を押し上げました。特に、ハイイールド債や新興国債券で上昇が顕著になり、バークレイズ・グローバル・ハイイールド・インデックスは2カ月間で2.3%上昇しました。

## ➤調整ではなく、こう着状態の予想

11月8日の米大統領選以降、先進国の株式市場は大きく上昇しており、S&P500指数は10.5%、日経平均株価は11.3%、欧州の先進国を対象としたMSCI欧州指数は10.4%と、いずれも10%を上回る上昇を記録しています。銀行株を中心に金融セクターのパフォーマンスが最も高く、米大統領選以降S&P500金融セクター指数は22.5%、MSCIグローバル・金融セクター指数は9.4%上昇しました。市場の上昇が極めて大幅かつ急速で、コンセンサス予想を大きく上回ったため、現在、多くの市場参加者が調整を懸念しています。特にトランプ政権で期待されている減税や規制改革が実際に着手されるまでは、ある程度のこう着状態を予想することは理に合っています。ただし、期待感の高まりで株式市場に資金が流入していることから、調整が生じても大きなものにはならないと弊社は考えています。

## ＞ 改革への期待感による 株価上昇はどの程度か？

市場でしばしば耳にするもう一つの疑問があります。すなわち、大統領選以降の相場的大幅な上昇は、どの程度が減税や規制改革に対する行き過ぎた期待によるもので、今後、期待外れに終わった場合、市場は大幅な失望売りに転じて調整が生じる可能性はあるのか、ということです。現在見られている経済の基調的なファンダメンタルズの改善、企業利益の回復、経済成長の加速から、最近の株価上昇の半分以上が「ライト・リセッション」からの回復によると考えています。ニューヨークの市場調査会社エンピリカル・リサーチ・パートナーズによると、ここ数カ月と同様にISM製造景況指数が急上昇した1952年以降の調査から、同指標が急上昇した直近の株式相場のリターンは、過去の同様の局面におけるリターンと同じであることが示されました。同社は「株価変動の大半はファンダメンタルズの改善による」と結論付けています。

さらに、S&P500指数構成企業の第4四半期までの12カ月間のEPSは、前年同期比10.2%増の95.44ドルと、7四半期ぶりに前年比で増加しました。また、スタンダード・アンド・プアーズが算出した、S&P500指数構成企業の同期間における1株当たり営業利益も、前年同期比6.1%増の106.60ドルと、6四半期ぶりに増加しています。こうした企業利益の増加が株式市場の健全な上昇の確固たる根拠となっています。

## ＞ 上値余地はどの程度あるのか？

これは誰もが知りたい重要な問題です。米国、ドイツ、日本の長期債利回りはリフレの証拠が積み上がっていることにまだ反応していないため、株式市場には上昇余地があるとみています。インフレ率が緩やかに上昇し、国債利回りが最近の高水準から低下し、実質金利が低下している環境では、株価の一段の上昇が見込まれます。アナリストの業績予想では、S&P500指数構成企業の2017年の利益の伸びは20%以上です。アナリスト予想は過度に楽観的なことが多いため、利益の伸びを15%近くと想定しても、市場はさらに5%~10%の上値余地があることが示唆されます。

2009年3月9日の底値676.53ドルから始まったS&P500指数の長期に及ぶ上昇サイクルでの相場上昇は、次の上昇で最後となる可能性があります。その場合、長期金利の上昇が市場の上昇サイクルに終止符を打つと思われる。10年物米国債利回りが3%をやや上回る水準まで上昇して高止まりした場合、株式市場の大きな重しとなるのは間違いありません。この点から、長期金利に再び上昇の兆しが現れるまで、当面は株式に対するポジションを最大限に維持することが有効と考えられます。

<sup>1</sup>This includes a small portion of estimates of earnings from a few companies that have not yet reported fourth quarter earnings.

## Disclosures

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








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.

Table I: Global Economic Trends

			Real GDP	CPI	Unemployment Rate	Benchmark Rate EOP	10 yr. Treasury Rate EOP
	<u>US:</u>	2014	2.4%	1.6%	6.2%	0.25%	2.18%
		2015	2.4%	0.1%	5.3%	0.38%	2.27%
		2016	1.6%	1.3%	4.9%	0.62%	2.46%
		2017 F	2.5%	2.4%	4.5%	1.38%	3.00%
		2018 F	2.5%	2.2%	4.5%	1.88%	3.00%
	<u>Canada:</u>	2014	2.4%	1.9%	6.9%	0.75%	1.78%
		2015	1.1%	1.1%	6.9%	0.50%	1.39%
		2016	1.3%	1.4%	7.0%	0.50%	1.72%
		2017 F	1.9%	1.9%	6.9%	0.50%	2.00%
		2018 F	1.9%	2.0%	6.8%	0.75%	2.25%
	<u>UK:</u>	2014	3.0%	1.4%	6.3%	0.50%	1.75%
		2015	2.2%	0.0%	5.4%	0.50%	1.96%
		2016	1.8%	0.7%	4.9%	0.25%	1.24%
		2017 F	1.5%	2.2%	5.2%	0.25%	1.60%
		2018 F	1.5%	2.4%	5.4%	0.25%	1.75%
	<u>Eurozone:</u>	2014	1.1%	0.4%	11.6%	0.05%	0.54%
		2015	2.0%	0.0%	10.9%	0.05%	0.63%
		2016	1.7%	0.2%	10.0%	0.00%	0.21%
		2017 F	1.8%	1.6%	9.5%	0.00%	0.50%
		2018 F	1.6%	1.5%	9.2%	0.00%	0.75%
	<u>Japan:</u>	2014	-1.0%	2.7%	6.3%	0.10%	0.31%
		2015	0.6%	0.8%	3.4%	0.10%	0.26%
		2016	1.0%	-0.1%	3.1%	-0.10%	0.04%
		2017 F	1.4%	0.7%	3.0%	-0.10%	0.07%
		2018 F	1.0%	1.0%	3.0%	-0.10%	0.10%
	<u>Australia:</u>	2014	2.7%	2.5%	6.1%	2.50%	2.75%
		2015	2.4%	1.5%	6.1%	2.00%	2.88%
		2016	2.5%	1.3%	5.7%	1.50%	2.77%
		2017 F	2.6%	2.0%	5.7%	1.50%	3.00%
		2018 F	2.7%	2.2%	5.6%	1.70%	3.25%
	<u>China:</u> Official Statistics	2014	7.3%	2.0%		5.60%	
		2015	6.9%	1.4%		4.35%	
		2016	6.7%	2.0%		4.25%	
		2017 F	6.5%	2.0%		4.35%	
		2018 F	6.2%	2.4%		4.35%	

F - Forecast, EOP - End of Period

Source: International Monetary Fund, OECD & Sovereign Group, China NBS, Principal Global Investors

03/07/2017 4:03 PM

**Table II: U.S. Economic Indicators**

Indicator	Level			Y/Y			Level			Y/Y %		
	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Nov-16	Dec-16	Jan-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	104.2	104.8	104.6	-0.3%	0.7%	0.0%	104.2	105.1	106.3	-1.0%	1.0%	1.1%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	75.2	75.6	75.3	-0.5	0.2	-0.4	75.4	76.2	76.5	1.6%	1.1%	0.4%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,149	1,279	1,246	-1.9%	10.3%	10.5%	1,176	1,300	1,380	6.1%	10.5%	6.2%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	15,783.7	17,465.0	1,138.0	0.1%	0.4%	-1.7%	17,465	17,500	17,700	0.4%	1.4%	1.0%
5 Civilian Labor Force (thousands)	159,456	159,640	159,716	1.3%	1.1%	0.9%	159,186	160,691	162,790	1.3%	0.94%	1.30%
6 Civilian Employment (thousands)	152,048	152,111	152,081	1.8%	1.4%	1.0%	151,437	153,498	155,640	1.7%	1.3%	1.4%
7 Total Unemployment (thousands)	7,409	7,529	7,635	-6.7%	-5.0%	-2.5%	7,750	7,193	7,150	-6.5%	-7.0%	-0.6%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q1-16	Q2-16	Q3-16	Q1-16	Q2-16	Q3-16	2015	2016 F	2017 F	2015	2016 F	2017 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,550.5	1,636.7	1,679.4	-5.3%	-1.7%	4.3%	1,583.8	1,610	1,692	-8.5%	1.7%	5.1%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	155.6	117.3	118.4	2.4%	2.7%	3.0%	114.5	117.7	121.1	2.9%	2.8%	2.8%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2014	2015	2016	Aug-16	Sept-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	1.1%	1.5%	1.6%	1.7%	2.1%	2.5%	2.4%	2.2%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	3,015	2,744	2,157	176	249	124	164	157	227			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	4.5	4.5	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	1.9	2.0	2.0	1.8	1.9	1.9	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.5	4.6	4.6	4.3	4.4	4.4	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.5	4.4	4.3	4.2	4.3	4.4	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	15.6	15.9	15.6	15.2	14.7	15.0	-	-	

Y/Y% - Year Over Year Percent, F - Forecast, SAAR - Seasonally Adjusted Annual Rate, YTD - Year to Date

Source: Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Dept. of Commerce, Principal Global Investors



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					
<b>Real GDP</b>	<b>16,905.6</b>	<b>2.4%</b>	<b>17,020.6</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,135.5</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,249.1</b>	<b>2.7%</b>	<b>16,397.2</b>	<b>2.6%</b>	<b>16,659.8</b>	<b>1.6%</b>
<b>Personal Consumption Expenditure:</b>	<b>11,753.0</b>	<b>3.4%</b>	<b>11,829.5</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,906.5</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,984.0</b>	<b>2.6%</b>	<b>11,214.7</b>	<b>3.2%</b>	<b>11,518.5</b>	<b>2.7%</b>
Durable Goods	1,660.8	3.0%	1,677.2	4.0%	1,693.7	4.0%	1,710.4	4.0%	1,498.1	6.9%	1,584.7	5.8%
Non-Durables	2,532.3	2.0%	2,551.1	3.0%	2,570.0	3.0%	2,589.1	3.0%	2,439.3	2.6%	2,499.7	2.5%
Services	7,574.9	1.8%	7,616.2	2.2%	7,657.8	2.2%	7,699.6	2.2%	7,310.3	2.8%	7,478.0	2.3%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>2,872.5</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,906.6</b>	<b>4.8%</b>	<b>2,938.3</b>	<b>4.4%</b>	<b>2,968.1</b>	<b>4.1%</b>	<b>2,869.0</b>	<b>5.0%</b>	<b>2,824.4</b>	<b>-1.6%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,224.9	4.7%	2,247.2	4.1%	2,269.8	4.1%	2,290.4	3.7%	2,200.2	2.1%	2,189.2	-0.5%
Structures	442.5	2.0%	444.7	2.0%	446.9	2.0%	446.9	0.0%	452.1	-4.4%	438.4	-3.0%
Equipment	1,049.7	5.0%	1,062.6	5.0%	1,075.6	5.0%	1,088.9	5.0%	1,072.5	3.5%	1,041.3	-2.9%
Intellectual Property Products	734.7	5.0%	741.9	4.0%	749.3	4.0%	756.6	4.0%	680.0	4.8%	713.3	4.9%
Residential Invest.	607.6	8.0%	619.4	8.0%	628.5	6.0%	637.7	6.0%	564.5	11.7%	592.0	4.9%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		40.0 -		40.0 -		84.0 -		21.1 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-605.8 -</b>		<b>-610.3 -</b>		<b>-613.0 -</b>		<b>-615.8 -</b>		<b>-540.0 -</b>		<b>-561.7 -</b>	
Exports	2,157.3	3.3%	2,173.3	3.0%	2,187.9	2.7%	2,202.5	2.7%	2,120.6	0.1%	2,128.8	0.4%
Imports	2,763.2	3.5%	2,783.7	3.0%	2,800.9	2.5%	2,818.2	2.5%	2,660.6	4.6%	2,690.4	1.1%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,915.1</b>	<b>0.9%</b>	<b>2,924.0</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,932.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,941.9</b>	<b>1.2%</b>	<b>2,883.7</b>	<b>1.8%</b>	<b>2,907.4</b>	<b>0.8%</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	1,792.8	1.5%	1,799.4	1.5%	1,806.2	1.5%	1,812.9	1.5%	1,768.2	2.9%	1,785.1	1.0%
Real Final Sales	16,865.6	3.0%	16,980.6	2.8%	17,095.5	2.7%	17,209.1	2.7%	16,300.6	2.4%	16,624.6	2.0%
Real Domestic Final Sales	17,471.4	3.1%	17,590.9	2.8%	17,708.5	2.7%	17,824.8	2.7%	16,841.7	3.1%	17,187.6	2.1%
y/y	2.3%		2.6%		2.4%		2.6%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
<b>Real GDP</b>	<b>17,366.2</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,482.5</b>	<b>2.7%</b>	<b>17,570.6</b>	<b>2.0%</b>	<b>17,614.1</b>	<b>1.0%</b>	<b>17,077.7</b>	<b>2.5%</b>	<b>17,508.4</b>	<b>2.5%</b>
<b>Personal Consumption Expenditure:</b>	<b>12,062.1</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,140.7</b>	<b>2.6%</b>	<b>12,206.4</b>	<b>2.2%</b>	<b>12,257.4</b>	<b>1.7%</b>	<b>11,868.3</b>	<b>3.0%</b>	<b>12,166.6</b>	<b>2.5%</b>
Durable Goods	1,727.3	4.0%	1,744.3	4.0%	1,755.1	2.5%	1,763.8	2.0%	1,685.5	6.4%	1,747.6	3.7%
Non-Durables	2,608.3	3.0%	2,627.6	3.0%	2,643.9	2.5%	2,657.0	2.0%	2,560.6	2.4%	2,634.2	2.9%
Services	7,741.6	2.2%	7,783.8	2.2%	7,822.4	2.0%	7,851.6	1.5%	7,637.1	2.1%	7,799.8	2.1%
<b>Gross Private Domestic Invest.</b>	<b>3,000.5</b>	<b>4.4%</b>	<b>3,033.2</b>	<b>4.4%</b>	<b>3,051.6</b>	<b>2.4%</b>	<b>3,042.1</b>	<b>-1.2%</b>	<b>2,921.4</b>	<b>3.4%</b>	<b>3,031.9</b>	<b>3.8%</b>
Bus. Fixed Invest.	2,313.4	4.1%	2,336.7	4.1%	2,360.2	4.1%	2,370.7	1.8%	2,258.1	3.1%	2,345.3	3.9%
Structures	449.1	2.0%	451.3	2.0%	453.6	2.0%	453.6	0.0%	445.2	1.6%	451.9	1.5%
Equipment	1,102.2	5.0%	1,115.7	5.0%	1,129.4	5.0%	1,132.2	1.0%	1,069.2	2.7%	1,119.9	4.7%
Intellectual Property Products	764.1	4.0%	771.6	4.0%	779.2	4.0%	786.9	4.0%	745.6	4.5%	775.5	4.0%
Residential Invest.	647.0	6.0%	656.5	6.0%	661.4	3.0%	661.4	0.0%	623.3	5.3%	656.6	5.3%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		30.0 -		10.0 -		40.0 -		30.0 -	
<b>Net Exports</b>	<b>-618.7 -</b>		<b>-623.3 -</b>		<b>-624.4 -</b>		<b>-627.5 -</b>		<b>-611.2 -</b>		<b>-623.5 -</b>	
Exports	2,220.4	3.3%	2,236.9	3.0%	2,253.5	3.0%	2,264.7	2.0%	2,180.3	2.4%	2,243.9	2.9%
Imports	2,839.1	3.0%	2,860.2	3.0%	2,877.9	2.5%	2,892.2	2.0%	2,791.5	3.8%	2,867.4	2.7%
<b>Gov't Purchases of Goods &amp; Services</b>	<b>2,951.5</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,961.1</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,966.2</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,971.3</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,928.5</b>	<b>0.7%</b>	<b>2,962.5</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	1,819.7	1.5%	1,826.4	1.5%	1,828.7	0.5%	1,831.0	0.5%	1,802.8	1.0%	1,826.5	1.3%
Real Final Sales	17,326.2	2.7%	17,442.5	2.7%	17,540.6	2.3%	17,604.1	1.5%	17,037.7	2.5%	17,478.4	2.6%
Real Domestic Final Sales	17,944.9	2.7%	18,065.8	2.7%	18,165.1	2.2%	18,231.7	1.5%	17,648.9	2.7%	18,101.9	2.6%
y/y	2.7%		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.

## 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。

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