

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:

- 「4つの葬儀と1つの結婚式」を振り返る

1月のEconomic Insightsレポートで、2016年初めに始まった循環的リフレの概要を説明し、これは2017年から2018年にかけて持続するとみられると論じた。直近発表された経済指標はこれまでのところ、こうした見方を明らかに裏付けている。

- モメンタムのピークについて

リフレ傾向の第1段階は終わったと考えられる。前年比でのインフレ率はピークに達し、信頼感にもさらなる上振れ余地はほとんどない。欧州と日本でデフレが終結し、米国の賃金が上昇傾向にあることから、近いうちにリフレの次の段階に入るとみられる。

- 信頼感を再び拡大基調に

各国中央銀行の政策には乖離が見られるが、一つの共通点として、世界経済が実際に好転しているとの確信が高まっていることが挙げられる。公的機関の見解も同様である。こうしたことから、投資家は年内の追加利上げを想定する必要があるだろう。

- アセットアロケーション：シクリカル銘柄はこう着状態

市場は足踏み状態が続いているが、株価は最終的に一段の上昇に向かうと弊社は考える。世界経済の基調的なファンダメンタルズは引き続き好調で、欧州と日本では改善している。設備投資および企業利益の持続的増加が次の上昇局面を後押しするとみられる。



2017年4月号

「4つの葬儀と1つの結婚式」を振り返る

1月のEconomic Insightsレポートで、世界経済の現状とそこに至った背景についての全体的な概要と、具体的な内容について取り上げました。その時のタイトルは「4つの葬儀と1つの結婚式」でした。今回はその後の展開から、ストーリーをめぐる最新状況と今後の行方について考察してみようと思います。

➤ 4つの葬儀:

前回の振り返りになりますが、まず非常に長く続いた末に極めて厄介な後遺症を残して終焉した二つの葬儀がありました。一つ目は、1995年に世界貿易機構

(WTO) が創設されて以降に本格化した、中国と新興国市場での大規模な投資ブームです。二つ目は、欧州と米国で長年にわたって続いた右肩上がり債務の増加サイクルです。いずれのトレンドも景気拡大期には経済成長を大きく押し上げ、トレンドが継続している間は問題もありませんでした。ところが、トレンドが終わってみると、それは深刻な後遺症が待っていました。一つ目のトレンドは膨大な過剰生産能力、二つ目のトレンドは金融危機、そして両方の影響によるデフレ、経済的泥沼の持続、そして超低成長をもたらしました。三つ目のトレンドは、1990年以降に先進諸国で続いた中間層の賃金低迷で、このトレンドはまだ終結していませんが、時間の問題と思われる。これは、WTOが世界の貿易障壁を削減したことで数億人の低賃金労働者や失業者が世界の労働力に加わり、中間層の労働者の競争相手となったことが背景にありました。

つまり、一つ目のトレンドがモノやサービスを生産する世界の生産能力を押し上げた一方で、残りの二つのトレンドは、余剰分を購入するための先進諸国の能力と意欲を低下させたのです。供給量の爆発的増加と需要の縮小は、2007年半ばから9年間にわたって続いた金融危機、超低成長、極めて積極的な中央銀行、ゼロ金利、デフレ懸念、そして景気後退、恐慌、状況悪化に対する根強い恐怖という四つ目のトレンドをもたらしました。このトレンドはあまりにも長く続き、長期停滞が

第1四半期の経済指標に伸びが見られない場合、 第2四半期に急反発が予想されるが、 モメンタムのピークという下振れリスクを念頭に置く必要がある。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

「ニューノーマル」として恒久的なものになるのではないかと思われたほどです。しかし、経済的な長期停滞も終焉を迎え、これが最後の葬儀です。経済的な長期停滞は過去のものとなったのです。

> 結婚式:

経済の長期停滞に取って代わったのはグローバル経済の同時拡大で、景気回復とマイルド・インフレのカップルという新時代が今まさに進行しています。これは2016年第1四半期の後半に始まり、年末にかけて徐々に加速してきました。株式市場と債券市場も披露宴に加わり、シクリカル銘柄（経済成長の加速で最も恩恵を受ける）は市場全体を表す指数を大幅にアウトパフォームし、長期米国債の利回りは7月のボトムから急上昇しました。

何がこれほどの好転をもたらしたのでしょうか。原油価格が2016年2月の底値から力強く回復し、他のコモディティ価格もこれまでの低水準から反発するなど、5年間に及んだコモディティ価格の急落は終結しました。2015年に世界経済が低迷した間に積み上がった過剰在庫は徐々に減少しています。中国当局は追加の財政刺激策を打ち出し、深刻なハードランディングへの懸念は解消されました。欧州中央銀行（ECB）と日銀は一層の金融緩和を実施しました。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げ計画を棚上げし、タカ派的トーンを和らげました。名目成長率の加速に伴って企業利益は増加に転じました。米国の個人消費の伸び率は2015年の2.6%から回復し、2016年は以前のペースを上回る3.1%に上昇しました。

2016年夏場以降の経済指標は、世界同時の景気回復を明らかに裏付けています。直近2回の週次レポート

（Insights）の中で、昨年急騰した株式市場が一段の上昇に向けて足場を固めるのか、それとも徐々にピークを迎えるのかについて論じています。弊社は前者を予想しています。次のセクションでは、この問いに答える上で重要なもう一つの考え方について振り返ってみます。

モメンタムのピークについて再考する

過去のInsightsレポートで、モメンタムのピーク、すなわち「景気回復とマイルド・インフレの結婚」とともに始まった急激な成長は既にピークを迎えたのか、それとも最高潮には達していないのか、という考え方について説明しました。数学オタクであれば、経済成長の変化率が上限に達し、近いうちに低下に転じるのかという二次導関数の問題です。シクリカルなリフレのピークは既に過ぎていると思われるため、この問題の答えは重要です。そして、その答えは「成長は止まっておらず、成長ペースが減速している」です。

このような状態になったのは、2016年初めに原油およびコモディティ価格が底入れした時点からです。物価が反発し、インフレ率、経済成長、企業利益が回復しているのは、いずれも循環的リフレの現象です。ベース効果が薄れたため、今や前年比での上昇の勢いは弱まっており、原油、鉄鉱石、銅、工業原材料コモディティの価格上昇率は低下し始めています。インフレ率にも同様の傾向が表れています。中国の卸売物価指数（PPI）は急上昇しており、前年同期比で下落が5年近く続いていたのが、ここ6カ月では7.5%を上回るペースで上昇しています。2月の米国の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.7%上昇となり、個人消費支出（PCE）のデフレーターはついに2%に達しました。一方で、欧州の3月のインフレ率は2月より減速しています。ドイツの総合インフレ率（速報値）は前月の2.2%から1.6%に、ユーロ圏は2.0%から1.5%に低下しました。

> 二次導関数

リフレの持続またはモメンタムのピークについて、最新の経済指標は何を示唆しているのでしょうか。答えは完全に明確ではありません。米国では2016年第4四半期の国内総生産（GDP）確報値が発表され、成長率は改定値の1.9%から2.1%に、個人消費支出の伸び率は

3.0%から3.5%にそれぞれ上方修正されました。純輸出は依然として経済成長の大きな足かせとなっており、GDP成長率を1.82ポイント押し下げました。在庫は1ポイントのプラス寄与でした。在庫および資本調整後の企業利益は前年同期比で9.3%増加しましたが、モメンタムのピークに達していると考えられます。企業利益が底打ちしたのは2015年第4四半期であり、前年実績を上回る増益は一段と困難になるでしょう。

ハードデータ（消費や貿易など）とソフトデータ（企業景況感やセンチメントなど）の間には依然として食い違いが見られます。米国各地区連銀の製造業景況指数は、好調を維持しています。米消費者信頼感指数は2000年以来の高水準となり、ミシガン大学消費者信頼感指数はわずかに下方修正されましたが、現サイクルのピークに近い水準を維持しています。中古住宅販売保留件数は5.5%増と急増し、設備投資も大幅な上昇トレンドにあります。一方、不可解な季節調整を加え、1月と2月の低調なデータを合わせると、第1四半期GDP成長率はわずか1%にとどまる見通しです。個人消費が低調だった最大の原因は、暖冬だったことと、それに伴う光熱費の減少にあります。税還付の遅れももう一つの原因と言えます。第1四半期の経済指標に伸びが見られない場合、第2四半期に急反発が予想されますが、モメンタムのピークという下振れリスクを念頭に置く必要があります。以下の表に、弊社の米国経済成長の一部予想を示しています。

▶ 世界経済は成長が回復

欧州では企業景況感が極めて好調で、足元の勢いが持続すると予想されます。ドイツの製造業購買担当者景況指数（PMI）は58.3、フランスのサービス業PMIは58.5となり、いずれも非常に高い水準となりました。センチメントも好調を維持しており、ドイツのIfo景況感指数は2011年以来の高水準となりました。フランスの消費者信頼感指数は安定しており、イタリアの信頼感指数は2015年以来の最高値でした。3月のユーロ圏の食品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比0.7%と伸びが鈍化しましたが、成長見通しの改善に伴って今年後半にかけて伸び率の上昇が見込まれます。

日本の失業率は2.8%に低下し、1994年以来の低水準となりました。製造業PMIは堅調を維持し、鉱工業生産指数は前月比で2%上昇しました。総合インフレ率はこの1年間で大幅に上昇しましたが、日銀のコアコアCPI（生鮮食品、エネルギー、消費税を除く）は依然として下落トレンドから抜け出していません。

中国では経済成長が良好な水準で安定しており、リフレが浸透しています。1-2月の工業部門企業利益は31.5%増という大幅な拡大となりました。中国国家统计局の製造業PMIも5年ぶりの高水準となっています。ISIエバーコアのアナリストによれば、鉄道貨物、航空旅客数、自動車販売台数、コンテナ輸送量はいずれも、1月から2月にかけて増加しています。

▶ モメンタムはピークに達したのか？

少なくとも米国に関しては、おそらくその通りでしょう。昨年初めに始まったリフレ傾向の第1段階は終わったと考えられ、3月に株式市場が足踏みしたことからも裏付けられます。コモディティ価格の反発ペースが鈍化し、総合インフレ率が緩やかになり、消費者信頼感指数が極めて高水準にある現状において、これ以上の上振れは難しいと思われる。しかし、2010年から続いたデフレがようやく終わり、主要国の中でPPIやCPIがデフレトレンドにある国はありません。

▶ リフレはさらに進むのか？

従って問題となるのは、景気にもう一段の拡大局面があるかどうか、という点です。米国にとって鍵となるのは、賃金の上昇です。賃金の伸びは徐々にではありますが加速しています。コンファレンス・ボードによるアンケート調査で、「働き口は豊富にあるか、それともなかなか見つからないか」を尋ねたところ、「豊富にある」と答えた割合が、今の景気サイクルに入ってから最高に達しました。給与や収入に関する質問への回答も、同様に最高水準となっています。賃金が3%~3.5%の伸びを示すと、リフレを次の段階に押し上げることになるでしょう。高い賃金は多少のインフレを相殺するため、個人消費を下支えします。賃金の伸びが加速すると、設備投資の増加にもつながります。人件費の上昇は、企業が生産性向上を目的とした設備、オフィス、ハードウェア、ソフトウェアに対する支出を増やす動機となるからです。

賃金の上昇は、個人消費に対して2.5%~3%、あるいはそれ以上の堅調な伸びをもたらすとみています。インフレ率がピークに達したとしても、生産および投資活動の回復は続くと考えられます。この3カ月間の製造業生産高は年率換算で4%近く上昇し、資本財の受注および出荷の状況は極めて良好です。このような動きは、今年の米国GDP成長率がトレンドを上回る水準を維持することを示唆しています。

米国以外では、欧州と日本でのデフレ終焉がリフレを後押しするでしょう。米国とは異なり、両地域における景気拡大は、始まったばかりです。ユーロ圏の失業率は大幅に低下しているとはいえ、依然として9%を上回っており、労働市場にはまだ大きな緩みがあります。堅調な景況感や、信頼感の高まりは、欧州と日本両地域に十分な上昇余地があることを示唆しています。日銀もECBも、現在実施している異例の金融政策を早急に終了することはなさそうなことから、上昇余地は十分にあると言えます。

米国経済見通し	2015 (A)	2017 (E)	2018 (E)
実質GDP	+1.6%	+2.5%	+2.5%
国内最終需要	+2.1%	+2.7%	+2.6%
自動車販売台数	17.5m (0.4%)	17.5m (0.2%)	17.7m (1.1%)
鉱工業生産	-1.7%	0.8%	+0.7%
住宅着工件数 (百万)	1,174 (5.6%)	1,275 (0.8%)	1,350 (5.9%)
税引後企業利益 (国民所得生産勘定)	9.3%	+10%	+5%
連邦財政収支 (会計年度)	-\$0.6t	-\$0.6t	-\$0.5t
失業率(軍人を除く)	4.9%	4.6%	4.4%
消費者物価指数 (CPI)	+1.3%	+2.4%	+2.2%
消費者物価指数 (CPI) 除く食品&エネルギー	+2.2%	+2.2%	+2.3%
GDPデフレーター	+1.3%	+2.2%	+2.3%

出所に関しては、最終頁に掲載されている表を参照

A - 実績値

E - 予想値

信頼感を再び拡大基調に

世界各国の中央銀行の間では、政策に関する見解の違いが大きくなっていますが、消費者、企業、市場が示す信頼感が大幅に回復していることが、それらに影響を与えています。ECBは直近の政策理事会で、様々なリスクは依然としてダウンサイドに傾いているとの見方を示しましたが、この数年間で初めて「リスクはあまり目立たなくなっている」と指摘しました。ドラギ総裁は、極めて緩和的な政策を維持しながらも、追加緩和が直ちに必要となる状況ではないとの見方を示しました。ECBはある程度の柔軟性を持たせましたが、日銀は全面的な景気刺激策を維持し、日銀の黒田総裁は2%というインフレ目標に向けた一定の進展について強調しました。ただし、政策の変更を正当化できるようなレベルではありません。

イングランド銀行（英中銀）もまた、利上げを正当化できそうな状況にもかかわらず、金融政策を据え置きました。委員会メンバーのうち1名が利上げに賛成票を投じました。EU離脱の正式通告を行った今、しばらくの間は英国とEUとの交渉がイングランド銀行での議論の中心となると推測されます。「交渉の進展に伴う経済の先行き悪化の予想と、多くのマクロ経済指標が現在示している底堅さから、明確な結論を導き出すことは困難」とイングランド銀行は述べています。中国では、経済成長は適切な水準で安定しており、中国人民銀行は、短期・中期の流動性調節手段における金利を引き上げる形で、少なくとも今年3度目となる利上げを実施しました。通貨の流出防止と不動産市場の過熱抑制の狙いがあります。

他の中央銀行と同様に、FRBは金融政策の正常化に向けて、市場から手掛かりを得ようとしています。成長率が上向いていることから、投資家は利上げを歓迎しました。インフレ率と失業率が目標水準に近づき、企業利益と名目成長率が急上昇し、信頼感は最高水準にあるという中で、FRBは下振れリスクを楽観視するようになっています。2017年はあと2回の利上げが行われるとみており、FRBのバランスシートに関する議論も間もなく始まると予想します。2018年のさらなる政策行動は、株式市場と長期利回りの水準次第となるでしょう。

＞ 金利のトレンド

2016年7月に過去最低の1.36%を記録した10年物米国債利回りは、12月に2.6%まで上昇した後、今年は2.3%～2.6%のレンジにとどまっています。10年物ドイツ国債も昨年は同様の動きを見せましたが、-0.19%というマイナス金利からの反発で、今年は0.2%～0.5%のレンジ内での動きとなっています。日本国債10年物の利回りは0.0%～0.1%に張り付いたままです。いずれも、米国債利回りに対する継続的な低下圧力となっています。米国金利の推移については以下の表をご参照ください。

金利						
	12/31/2013	12/31/2014	12/31/15	12/15/2016 (最高値)*	07/08/2016 (最低値)*	3/31/2017 現在
2年	0.38%	0.66%	1.05%	1.27%	0.61%	1.26%
10年	3.03%	2.17%	2.27%	2.60%	1.36%	2.39%
2-10年スプレッド	2.65%	1.51%	1.22%	1.33%	0.75%	1.13%
30年	3.97%	2.75%	3.02%	3.16%	2.10%	3.01%

※ 1 2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

＞ 金利の見通し

第1四半期の米国のGDP成長率は弱含みが予想されていますが、2017年の予想は、第2四半期以降の成長率の加速を示唆しています。名目GDP成長率が4.5%と予想されるのに対し、現在の10年物米国債利回りは遥かに低い2.4%です。FRBは今年あと2回の利上げを行う構えであることから、長期債利回りは底堅い上昇基調にあると言えます。

一方、投資家に金利上昇の予想をためらわせる幾つかの要因があります。一つは下院で医療保険制度改革法（オバマケア）の代替法案の採決が見送られたことに代表される、米議会における政治リスクです。投資家はこの不始末で、トランプ政権には企業寄りの政策を実行する「意欲」は別としても「能力」はあるのか、との疑問を抱くようになりました。さらに、ECB、イングランド銀行、日銀はいずれも、過去数カ月にわたり成長に明らかな回復がみられるにも関わらず、2017年の大半は極めて緩和的な金融政策を維持する見込みであることです。これらの地域での低金利は、米国の利回りに対する低下圧力となることが予想されます。

最後に、2007年半ば以来の長期にわたる経済的難局により、投資家にも中銀サイドにも、経済成長率の加速、インフレ率の上昇、企業収益増加に対する否定的な見方が常態化しています。これを変えるためには、好調な経済指標の持続に加え、欧州での好ましい選挙結果が必要でしょう。弊社では、それらが妥当な結果に落ち着き、利回りの上昇をもたらすと予想しています。2017年末以降の利回りに関する見通しは、以下の表に示した通りです。

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	2.75%-3.25%	3.0%-3.5%
2-10年のスプレッド	1.0%-1.5%	1.0%

アセットアロケーション: シクリカル銘柄はこう着状態

米国株式市場にとって、3月は退屈で長い小休止となりました。S&P500指数とダウ平均は、いずれもほぼ完全に横ばいでした。しかし、両指数とも第1四半期は好調で、それぞれ5.5%、4.6%の上昇となりました。欧州や途上国の状況は概ね改善した模様です。MSCIヨーロッパ指数およびMSCIエマージング・マーケット指数は、3月にそれぞれ3.6%と2.4%の上昇となり、第1四半期はそれぞれ6.5%と11.2%という大幅な上昇を記録しました。

最近のInsightsレポートでも指摘したように、急激な成長から最も恩恵を受けるシクリカル銘柄は、幅広い相場のこう着状態から、3月にも第1四半期にも2016年に見せたようなアウトパフォームはありませんでした。例えば、成長株のパフォーマンスの平均はバリュー株の平均を上回り、小型株と大型株のリターンは大差なく、セクターのパフォーマンスは、加速する（あるいは少なくとも継続する）世界的な景気好転とは一致しませんでした。

▶ 株式は再び大幅上昇できるのか?

株式は再び大幅上昇できるのでしょうか。弊社の考えでは、その答えは「イエス」ですが、おそらく最初のうちは上昇と下落を行ったり来たりすることになるでしょう。根本において、株式相場の動きの大部分は経済の基調的ファンダメンタルズに左右されます。そして、現在その基礎は極めて力強く、所々で今なお改善も散見されます。新興国市場の株式および債券指数からの3月の良好なリターンは、シクリカル銘柄のこう着状態には当てはまりませんでした。その理由は、世界的な景気回復の広がりや株価を押し上げ、それが地域的な景気後退やデフォルトリスクを低下させたとみられるからです。新興国債券は、第1四半期に先進国の金利がやや低下もしくは横ばいだったことに加えて、経済指標の改善が信用スプレッドの縮小をもたらしたことを受け、高いリターンを上げました。

こういった状況は、欧州でも同様です。経済指標が着実な改善を示し、第1四半期を通じて予想を上回る水準となったことで、ユーロ圏の株式は、3月も第1四半期もスコアボードの上位を占めました。景気回復の流れは明らかで、ドラギECB総裁が「必要なあらゆる手段を講じる用意がある」といういつものコメントを省略するほどで

した。さらに、オランダ総選挙で、ポピュリスト政党のウィルダース候補が予想されていた得票率を下回り、フランスではルペン候補が支持率を若干下げたことから、政治リスクは低下したように見受けられます。








▶ 次なる動き

リスクが上昇する可能性は否定できないものの、恐らく今後1~2カ月の間はないと考えます。設備投資の回復をより明白に示す証拠が必要かもしれません。それこそが、今日までの景気拡大に欠けている要素ですが、急激な上昇トレンドが期待されるには幾つかの理由があります。第一に、名目成長率と企業収益は前述のように改善しています。好業績は拡大に必要な信頼感およびそのための資金をもたらします。

第二に、今後見込まれる賃金上昇は、より効率的に需要に対応し、生産性の向上を図る投資を促進すると考えられます。賃金上昇の局面で、単純に多くの人を雇うのは、タイト化する労働市場において容易ではない上、高くつくのは確実です。さらに、設備投資の低迷が何年も続いたため、設備は老朽化しています。実際、2000年代の住宅関連投資やコモディティが急騰した時期のシェール、石油、ガス掘削関連投資を除けば、設備投資は2001年のITバブル以来ずっと著しく停滞していました。最後に、最近の価格決定力の回復は、経済見直しにおける信頼感の上昇につながります。これは景気拡大の必要条件であり、このところ急上昇しています。

弊社は、株式市場のもう一段の上昇局面について楽観的な見方を変えていません。金利は低位にとどまり、中央銀行は世界の景気回復に対応し、利益成長の回復はバリュエーションを現状付近かそれ以下の水準に維持し、リフレは衰える気配がなく、人々は資金を株式に移し始めています。好ましくない要素などあるのでしょうか。株式相場のピークについて語るのはまだ早い、ということはおそらく確かでしょう。

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	2.4%	2.4%	4.5%	1.38%	3.00%
		2018 F	2.6%	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	1.4%	1.4%	7.0%	0.50%	1.72%
		2017 F	2.1%	2.1%	6.8%	0.50%	1.75%
		2018 F	2.0%	2.0%	6.6%	0.75%	2.00%
	<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	2.0%	2.6%	5.0%	0.25%	1.40%
		2018 F	1.5%	2.5%	5.3%	0.25%	1.60%
	<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%	1.7%	9.4%	0.00%	0.60%
		2018 F	1.7%	1.6%	9.1%	0.00%	0.80%
	<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	1.3%	0.6%	3.0%	-0.10%	0.07%
		2018 F	1.0%	0.9%	2.9%	-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%	2.1%	5.7%	1.50%	3.00%
		2018 F	2.9%	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

Table II: U.S. Economic Indicators

Indicator	Level			Y/Y			Level			Y/Y %		
	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Nov-16	Dec-16	Feb-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	104.8	104.7	104.7	0.7%	0.2%	0.3%	104.2	105.0	106.1	-1.0%	0.8%	1.0%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	75.6	75.5	75.4	0.2	-0.2	-0.2	75.4	76.0	76.5	-1.7%	0.8%	0.7%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,275	1,251	1,288	9.9%	10.9%	6.2%	1,174	1,275	1,350	5.6%	8.6%	5.9%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	17,465.0	1,138.0	2,463.5	0.4%	-1.7%	-1.4%	17,465	17,500	17,700	0.4%	0.2%	1.1%
5 Civilian Labor Force (thousands)	159,640	159,716	160,056	1.1%	0.9%	0.7%	159,186	160,691	162,790	1.3%	0.94%	1.30%
6 Civilian Employment (thousands)	152,111	152,081	152,528	1.4%	1.0%	1.0%	151,437	153,498	155,640	1.7%	1.3%	1.4%
7 Total Unemployment (thousands)	7,529	7,635	7,528	-5.0%	-2.5%	-4.0%	7,750	7,321	7,147	-5.5%	-5.8%	-2.4%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q2-16	Q3-16	Q4-16	Q2-16	Q3-16	Q4-16	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,636.7	1,679.4	1,741.2	-1.7%	4.3%	22.3%	1,652.0	1,770	1,867	4.3%	7.1%	5.5%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	117.3	118.5	119.4	2.8%	3.2%	3.0%	117.7	121.1	124.5	2.9%	2.8%	2.8%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2014	2015	2016	Sept-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	2.1%	2.5%	2.8%	2.4%	2.2%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	3,015	2,744	2,157	249	124	164	155	238	235			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	4.7	4.6	4.4	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	1.9	1.8	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.6	4.6	4.3	4.4	4.4	4.3	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.4	4.3	4.2	4.3	4.4	4.3	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	15.9	15.6	15.2	14.7	15.0	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	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
Real GDP	16,891.5	1.9%	17,009.5	2.8%	17,129.0	2.8%	17,238.8	2.6%	16,397.2	2.6%	16,662.1	1.6%
Personal Consumption Expenditure:	11,706.5	1.3%	11,791.5	2.9%	11,878.2	3.0%	11,961.4	2.8%	11,214.7	3.2%	11,522.2	2.7%
Durable Goods	1,652.3	1.0%	1,668.6	4.0%	1,689.1	5.0%	1,705.7	4.0%	1,498.1	6.9%	1,584.6	5.8%
Non-Durables	2,529.1	1.0%	2,550.9	3.5%	2,569.8	3.0%	2,588.9	3.0%	2,439.3	2.6%	2,500.5	2.5%
Services	7,579.2	1.4%	7,626.1	2.5%	7,673.4	2.5%	7,720.9	2.5%	7,310.3	2.8%	7,480.9	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,876.2	1.1%	2,910.4	4.8%	2,942.0	4.4%	2,966.8	3.4%	2,869.0	5.0%	2,824.6	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2,218.1	3.9%	2,240.3	4.1%	2,262.8	4.1%	2,283.3	3.7%	2,200.2	2.1%	2,188.6	-0.5%
Structures	445.4	2.0%	447.6	2.0%	449.8	2.0%	449.8	0.0%	452.1	-4.4%	439.2	-2.9%
Equipment	1,047.4	4.0%	1,060.3	5.0%	1,073.3	5.0%	1,086.5	5.0%	1,072.5	3.5%	1,041.4	-2.9%
Intellectual Property Products	727.3	4.0%	734.5	4.0%	741.7	4.0%	749.0	4.0%	680.0	4.8%	711.9	4.7%
Residential Invest.	613.1	12.0%	625.0	8.0%	634.2	6.0%	643.5	6.0%	564.5	11.7%	592.0	4.9%
Change in Inventory	45.0 -		45.0 -		45.0 -		40.0 -		84.0 -		22.0 -	
Net Exports	-612.8		-620.8		-626.3		-631.1		-540.0		-563.0	
Exports	2,153.3	3.0%	2,169.2	3.0%	2,183.7	2.7%	2,198.3	2.7%	2,120.6	0.1%	2,128.2	0.4%
Imports	2,766.1	3.5%	2,790.0	3.5%	2,810.0	2.9%	2,829.5	2.8%	2,660.6	4.6%	2,691.2	1.1%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,911.7	0.6%	2,918.3	0.9%	2,925.0	0.9%	2,931.8	0.9%	2,883.7	1.8%	2,907.0	0.8%
Federal	1,122.3	0.5%	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	1,789.3	1.0%	1,793.8	1.0%	1,798.3	1.0%	1,802.7	1.0%	1,768.2	2.9%	1,784.8	0.9%
Real Final Sales	16,846.5	2.4%	16,964.5	2.8%	17,084.0	2.8%	17,198.8	2.7%	16,300.6	2.4%	16,626.1	2.0%
Real Domestic Final Sales	17,459.4	2.5%	17,585.3	2.9%	17,710.2	2.9%	17,829.9	2.7%	16,841.7	3.1%	17,190.4	2.1%
y/y	2.2%		2.6%		2.4%		2.5%					

	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
Real GDP	17,360.1	2.8%	17,479.5	2.8%	17,572.0	2.1%	17,627.1	1.3%	17,067.2	2.4%	17,509.7	2.6%
Personal Consumption Expenditure:	12,047.3	2.9%	12,131.9	2.8%	12,199.9	2.3%	12,251.0	1.7%	11,834.4	2.7%	12,157.5	2.7%
Durable Goods	1,724.6	4.5%	1,743.7	4.5%	1,756.6	3.0%	1,765.3	2.0%	1,678.9	6.0%	1,747.5	4.1%
Non-Durables	2,608.1	3.0%	2,627.5	3.0%	2,643.7	2.5%	2,656.8	2.0%	2,559.7	2.4%	2,634.0	2.9%
Services	7,768.7	2.5%	7,814.9	2.4%	7,853.7	2.0%	7,882.9	1.5%	7,649.9	2.3%	7,830.0	2.4%
Gross Private Domestic Invest.	2,999.2	4.4%	3,032.0	4.4%	3,050.3	2.4%	3,052.4	0.3%	2,923.9	3.5%	3,033.5	3.7%
Bus. Fixed Invest.	2,306.2	4.1%	2,329.4	4.1%	2,352.9	4.1%	2,363.3	1.8%	2,251.1	2.9%	2,338.0	3.9%
Structures	452.1	2.0%	454.3	2.0%	456.6	2.0%	456.6	0.0%	448.2	2.1%	454.9	1.5%
Equipment	1,099.8	5.0%	1,113.3	5.0%	1,127.0	5.0%	1,129.8	1.0%	1,066.9	2.4%	1,117.4	4.7%
Intellectual Property Products	756.4	4.0%	763.8	4.0%	771.4	4.0%	779.0	4.0%	738.1	3.7%	767.6	4.0%
Residential Invest.	653.0	6.0%	662.5	6.0%	667.5	3.0%	669.1	1.0%	629.0	6.2%	663.0	5.4%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		30.0 -		20.0 -		43.8 -		32.5 -	
Net Exports	-637.7		-645.2		-646.4		-649.7		-622.8		-644.7	
Exports	2,216.2	3.3%	2,232.7	3.0%	2,249.2	3.0%	2,260.4	2.0%	2,176.1	2.3%	2,239.6	2.9%
Imports	2,853.9	3.5%	2,877.9	3.4%	2,895.7	2.5%	2,910.0	2.0%	2,798.9	4.0%	2,884.4	3.1%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,941.3	1.3%	2,950.9	1.3%	2,958.2	1.0%	2,963.3	0.7%	2,921.7	0.5%	2,953.4	1.1%
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	1,809.5	1.5%	1,816.2	1.5%	1,820.7	1.0%	1,823.0	0.5%	1,796.0	0.6%	1,817.4	1.2%
Real Final Sales	17,320.1	2.9%	17,439.5	2.8%	17,542.0	2.4%	17,607.1	1.5%	17,023.5	2.4%	17,477.2	2.7%
Real Domestic Final Sales	17,957.8	2.9%	18,084.7	2.9%	18,188.4	2.3%	18,256.7	1.5%	17,646.2	2.7%	18,121.9	2.7%
y/y	2.8%		2.8%		2.6%		2.3%					

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

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。

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