

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:

● 次の移行期

2007年半ばの米国の金融危機をきっかけに始まった経済的泥沼は終わりを迎えたと考えられる。足元で見られる世界的な景気の好転は、どこことなく「オールドノーマル」に似た、緩やかなインフレを伴って経済成長が加速する時代への長い移行期の始まりとみられる。

● 2幕から成る循環的リフレ

昨年初め以降、世界経済はコモディティ価格の急落とリセッション手前の状態から回復に向かい始めている。第2幕の焦点は、いつ回復が持続可能なものになるかである。米国の場合、設備投資の回復と賃金伸び率の加速を意味するが、どちらも実現途上にあるとみられる。

● 中央銀行は自信を強める

FRB、ECB、日銀はいずれも自国経済について良好な見通しを立てているが、金融政策の正常化に舵を切ったのはFRBだけである。次に予想されるのはECBである。ドイツ国債の利回りが上昇することによって、米国の長期債利回りは上昇する態勢が整うだろう。

● アセットアロケーション： 次の弱気相場のタイミング

今は心配するべき時ではない。2009年初めから長期にわたって上昇が続いている株式相場は一段の上昇が予想される。ただし、長期米国債の利回りがさらに1%ポイント上昇した場合、株価の大きな重石となる可能性がある。



2017年5月号

次なる移行期

1980年代後半から1990年代にかけて行われた自由貿易交渉によって世界の貿易障壁が引き下げられ、また1989年に旧ソ連を構成していた国々が解体されたことにより、グローバル市場に膨大な労働力が供給されました。世界の労働供給は2倍以上に膨らみ、史上最大の労働供給ショックといえます。労働供給が急拡大し始めてから20年間にわたり、世界経済は中国、東欧、一部のアジアの労働力を世界全体で吸収するという途方もない任務を果たしてきました。当然のことながら、数億人にも上る低賃金の不完全雇用者を世界市場で吸収したことで、多大な影響が生じました。世界経済はそれ以降、プラスとマイナス両方の余波を受けつつこれに対処してきました。

プラスの影響としては、世界中の企業が地球規模でサプライチェーンを拡大して低賃金労働者を取り入れたことで、製造原価が大幅に低下しました。これが投資ブームにつながり、工場、発電所、製鉄所、高速道路、空港、鉄道が低賃金労働者を使って建設された結果、コモディティ価格が高騰し、経済成長率が急上昇し、新興国の企業の事業利益が大幅に増加する期間が10年以上にわたって続きました。新興国の貿易黒字は飛躍的に増加し、蓄積された資金が先進国の債券市場に流れ込み、金利は誰も予想できないほど大幅に低下しました。

しかし同時に、先進国の労働者や、大量の低賃金労働者の流入の受け皿となった経済の代償は大きく、長期にわたって続いています。例えば、中間層の賃金が低迷し、所得の不均衡が高まり、それに伴って個人消費の伸びが減速しました。既存の労働者の生産性を上げるよりも低賃金労働者を採用する方が安価なため、企業は投資よりもアウトソーシングを選び、資本支出は低水準にとどまりました。一部の業界では労働者が大量に削減され、米国の製造業雇用者は1990年から2010年の間に600万人減少しましたが、これは製造業労働者全体の約3分の1に相当します。

比較的自由な経済では、景気サイクルが同じ場所で永遠にとどまることはありません。
企業、消費者、政府は直近のトレンドに反応し、そうした集団的反応が次のサイクルへの原動力となります。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

＞ 経済的泥沼の10年

こうした代償も一因となり、世界経済は、2007年半ば米国の金融危機をきっかけに経済的泥沼に突入し、10年続きました。米国に続き、ユーロ圏は3年間に及ぶ債務危機に見舞われました。とどめとなったのは、2014年半ばから2016年初めにかけての原油価格の急落と急激なドル高でした。新興国通貨は下落し、中国株式市場は暴落しました。2015年のフィナーレを飾ったのは、1930年代以降ドルベースで最悪の世界的な景気後退でした。この間はゼロ金利、超低成長、デフレ懸念、極めて積極的な中央銀行、そして何よりも景気後退、恐慌、金融危機の再発または状況悪化に対する恐怖の10年間でした。

＞ 移行期

しかし、その10年も間違いなく終わりを迎えました。この数カ月間に繰り返し説明してきたように、経済は泥沼から好転に向かっています。世界経済の同時回復が確実なものになったのは昨年の夏場で、米国の大統領選挙後によりやく市場コンセンサスとして受け入れられました。回復は今も加速度的に続いており、2018年も持続するとみられます。

足元で起こっていることは、不況からの回復という単なる景気サイクル以上のものと思われます。世界の労働力が倍増したことによる代償が解消され、世界経済はオールドノーマルへの長い移行期に入ったとみられます。ここで言う「オールドノーマル」とは、米国経済が緩やかながらも1980年代や1990年代と同様の形で成長し、デフレ懸念が和らぎ、金利が正常化してゼロあるいはマイナス圏から脱却し、異例の金融政策が縮小され、経済成長率が加速し、実質賃金が上昇し、インフレが緩やかに進む状態を意味します。

＞ 賃金格差の収束が予想される

低賃金諸国の賃金は先進国が対抗できる水準まで上昇しており、多くの中国企業が米国に工場進出している理由の一つにもなっています。米国の労働者の交渉力は強まっていくとみられ、長期的には、25年間に及ぶ賃金の停滞も解消されるでしょう。このところメディアで取り上げられることが多い所得の不均衡も、既にピークを過ぎたとみられます。

＞ ポイント

比較的自由な経済では、景気サイクルが同じ場所で永遠にとどまることはありません。企業、消費者、政府は直近のトレンドに反応し、そうした集団的反応が次のサイクルへの原動力となります。経済的泥沼の10年には原因と結果があり、世界は厳しい状況を経験し、次に進もうとしています。足元で見られる世界的な景気の好転は、より豊かな経済の時代への長い移行期の初期段階と考えられます（詳細は次のセクション）。

2幕から成る循環的リフレ

循環的リフレ、あるいはインフレと経済成長の回復は、過去1年間で着実に進んできました。リフレの第1幕は回復段階です。デフレリスクは低下し、景気後退リスクは弱まり、信頼感は回復しています。第2幕となる持続的成長はまさに始まったところです。

＞ 第1幕：回復

供給サイドを要因に5年間にわたり低下し続けた消費者物価指数（CPI）や生産者物価指数（PPI）は、全ての主要国で下げ止まりました。デフレの終結は非常に重要な意味合いがあります。

各国中央銀行には一息つく余裕ができました。米連邦準備制度理事会（FRB）には一層の利上げ余地が生まれ、欧州中央銀行（ECB）と日銀にも猶予がもたらされました。ECBと日銀は限界まで政策を押し進めた結果、購入可能な債券がほぼ底をつき、預金金利は大幅なマイナス圏に引き下げられています。昨年段階では、中央銀行の次の一手は何か大きな疑問でした。マイナスの預金金利をさらに進めるのか、あるいは最悪の場合、財政出動が行われるのかといった懸念もありました。しかし、今やECBも日銀も、政策を未知の領域へ一段と踏み込むのではなく、異例の金融政策からの段階的出口戦略を徐々に検討できる状態にあります。債務者にとっても過去の負債を返済しやすくなるため、物価が下落するより上昇の方が好都合です。そして、物価の上昇は名目経済成長率と、ひいては企業利益を押し上げます。

インフレの回復と密接な関係があるのが、鉱工業生産と貿易の回復です。コモディティ価格の急落に起因するデフレ圧力は、製造業にも深刻な影響を及ぼしました。しかし、こうした価格圧力が弱まったことで鉱工業生産は下げ止まり、景気の重要指標である企業景況感も好転しました。世界の貿易は上向き、中国の輸出入は急速に伸びました。

回復期である第1幕の締めくくりは、信頼感が通常の水準に戻ったことです。ニューノーマルではなく、オールドノーマルへの回帰です。欧州では、企業や消費者信頼感予想が6年ぶりの高水準となっています。米国でも企業景況感指数と消費者信頼感指数が過去の景気サイクルのピーク水準に達しています。こうした信頼感の上昇は米大統領選挙の影響が一因かもしれませんが、大部分は景気の回復を背景としていることは明らかです。失業率はわずか4.5%、求職者数は1980年代以降で最も高い水準にあり、求人数も景気サイクルのピーク付近で推移しています。

➤ 第2幕：持続可能性

回復期に世界経済が抱える問題は改善に向かい始めました。循環的リフレの第2幕は持続可能性です。経済を下支えし、回復期以降も前進させ続ける力が、成長を牽引し始めています。

米国にとってのこうした原動力は、投資と賃金の伸びです。第1四半期のGDP成長率はほぼ横ばいの展開となりましたが、設備投資は好調でした。設備投資のGDPへの寄

与度は2013年以降で最高となりました。先行指標は、より多くの設備投資計画が進行中であることを示唆しており、設備投資の拡大を計画している企業の割合は、サイクルのピーク水準にあります。家計も住宅投資を増やしており、住宅投資は2016年第4四半期が前期比約10%増、2017年第1四半期は同13.7%増と2期連続で好調でした。住宅のペントアップ需要も積み上がっており、足元のトレンドが続く可能性を示唆しています。

➤ 賃金の上昇

賃金の伸びは加速しています。各種指標から判断すると、平均賃金は3%のペースで伸びています。これは過去のサイクルのピークよりはかなり低い水準ですが、2010年や2011年の1.5%と比べると大幅な改善です。消費者および企業の景況感調査で所得、給与、賃金の伸びに関する項目は、過去のサイクルのピーク水準に達しており、賃金の好調な伸びが持続することを示唆しています。

堅調な賃金上昇率は個人消費の伸びを後押しします。活気ある労働市場に健全な信頼感が加われば、個人消費は直近従前の低調なペースから回復するでしょう。さらに、労働力はもはや安価でも余剰でもなく、企業はようやく生産性を向上させるための設備やソフトウェアへの投資に向かうと思われます。生産性の力強い伸びは、米国GDP成長率がトレンドを上回る水準を持続する上で欠けている要素です。

➤ インフレ目標

リフレの持続には欧州でコアインフレ率が加速する必要があり、実際に現在起きています。4月のユーロ圏の総合インフレ率はエネルギー価格の上昇を背景に前年同月比2%近くまで上昇しました。コアインフレ率は予想を大幅に上振れし、なお低い水準ではあるものの、4年振りの最高値近傍となる同1.2%を付け、上昇基調にあります。失業率は9.5%と高いものの急速に低下しており、雇用調査の内容にも改善がみられています。第1四半期のGDP成長率は前期比年率2%以上の堅調な水準になった見通しですが、各国発表の速報値は強弱まちまちで、スペインが同3.2%だった一方、フランスと英国はそれぞれ1%と1.2%にとどまっています。企業景況感調査は非常に堅調で、トレンドを上回る経済成長が続くことを示唆しています。コアインフレ率は経済成長の加速と労働市場の回復を背景に、上昇が持続することが見込まれます。

日本のインフレ基調は欧米に比べると脆弱です。3月のCPIは前年同月比0.2%の上昇にとどまり、コアCPI（生鮮食品とエネルギーを除く）は実際に2013年以来初めて下落しました。しかし、失業率が2.8%の超低水準にあり、有効求人倍率が1990年以来の最高値に達するなど、労働市場は極めて逼迫しています。日本のインフレ到来を待つことは「ゴドーを待ちながら」に似た感がありますが、サミュエル・ベケットの同戯曲で主人公のヴラジーミルとエストラゴンがたどった境遇とは異なり、日本では最終的にインフレが顕在化する可能性は高いでしょう。

中国は、景気回復期の大きな牽引役となりました。鉱工業セクターは生産者物価の急上昇によりデフレから脱却し、財政刺激策が経済成長率の一段の押し上げにつながりました。第1四半期の経済指標は金融引き締め兆候が示され、経済成長の鈍化が予想される中でも、GDP成長率が前年同期比6.9%になるなど堅調でした。鉄道貨物輸送量、航空旅客数、電力消費量など入手可能な経済活動指標を追跡する、エバーコアISIリサーチの合成GDP成長率指数は、前年同期比で9.2%を上回る伸びを示しています。急速な落ち込みがない限り、中国が世界経済を持続的な成長軌道から脱線させることはないはずで

▶ まもなく第2幕の幕開け

昨年初め以降、世界経済は数年に及ぶデフレと2015年のリセッション手前の状態から回復に向かいました。米国で設備投資と賃金の伸びが加速し、欧州と日本でコアインフレ率が改善し、中国で経済成長が維持される中、世界経済の回復は第2幕（トレンドを上回る持続的な経済成長）に移行する見通しです。

中央銀行は徐々に自信を強める

ECBは4月の政策理事会で、景気に対して明るい見方を示しました。ドラギ総裁は記者会見で政策の据え置きを発表した一方、景気に対するリスク評価は若干「均衡」に近づいたとの認識を示すとともに、ユーロ圏の経済成長は「底堅さを増しており」、下振れリス

クは「一段と低下した」と述べました。こうした見解を受けて、6月の理事ではリスク評価は均衡しているとの見方が示されそうです。また、ユーロ圏のインフレ率が4月に前年同月比1.9%に達し、年初来の平均がECBの目標近辺にあることから、ECBは現行の債券購入プログラムの期限である今年12月に、600億ドルの月間購入額の減額を公表するとの観測が広がっています。

日銀も金融政策決定会合を開催し政策を据え置きましたが、その意味合いはECBとは異なり、政策変更を予想する理由はほとんどありませんでした。日銀の4年間にわたる金融緩和にもかかわらず、2%目標に近いインフレ率を生み出すにはほど遠い状況にあるため、4月のCPIは前年同月比でほとんど上昇していません。鉱工業生産はかなり増加し企業利益も好調ながら、賃金は伸び悩み、さらに失業率が1990年以来の低水準にあるにもかかわらず、個人消費にさほど力強さは見られません。日銀は当面、緩和的な金融政策を維持すると思われます。

イングランド銀行（英中銀）もまた、英国のブリグジットの交渉に対応した政策運営を行う中で金融政策を据え置き、今後も現在の政策を維持するでしょう。前回の金融政策委員会では、利上げが正当化されるとして1名の委員が25bpの利上げに投票しましたが、メイ首相が総選挙の6月前倒しの意向を示したことから、5月の委員会では利上げに向けた機運は消失すると推測されます。また、英国の個人消費には軟化の兆候が現れており、GDP成長率の鈍化につながるとみられます。短期的にイングランド銀行の政策の方向性はブレグジットの交渉に左右されることになりそうです。

FRBは先進國中銀の中で唯一金融政策の正常化に取り組んでいます。市場が織り込む6月利上げの確率は1カ月前の23%から72%まで上昇しており、投資家の間では、FRBは9月または12月に追加利上げを行い、年末までにバランスシート縮小開始のシグナルを発信すると予想されています。2017年3月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録では、「大半」のメンバーが償還債券の再投資を「今年後半」に終了することが適切であるとの見方で合意していることが示されました。FRBは、米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の両方を同じように縮小すると考えられます。今後予定される利上げとバランスシート縮小は、米国の景気とインフレ率のトレンドに対するFRBの自信を裏付けるもので、ユーロ圏でもインフレ期待が上昇しています。

＞ 金利のトレンド

4月は、政治リスクをめぐる投資家の懸念を理由に安全資産である債券が買われたことで、欧米の金融政策のトレンドに関する確信が強まったにもかかわらず、金利は上昇しませんでした。4月に10年物米国債利回りは2.39%から月末には2.28%まで小幅低下し、10年物ドイツ国債利回りは0.32%の横ばいで推移しました。10年物日本国債利回りは引き続き日銀によって0.0%程度に誘導されており、目下その水準近辺で推移しています。米国金利の推移については下表をご参照ください。

＞ 図表 I

金利

	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	3/13/2017 (最高値)*	7/08/2016 (最低値)*	4/28/2017 現在
2年	0.38%	0.66%	1.05%	1.37%	0.61%	1.26%
10年	3.03%	2.17%	2.27%	2.63%	1.36%	2.28%
2-10年スプレッド	2.65%	1.51%	1.22%	1.26%	0.75%	1.02%
30年	3.97%	2.75%	3.02%	3.21%	2.10%	2.95%

※ 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

＞ 金利の見通し

米国の第1四半期のGDP成長率は前期比年率0.7%と低水準にとどまったものの、投資家の間では、経済活動は第2四半期から年末にかけて急拡大すると予想されています。第1四半期のGDPデフレーターは前期比年率2.3%と予想を上振れし、今年後半の名目GDP成長率が当社予想の4%超の水準になることを示唆しており、この成長率が実現した場合、10年物米国債利回りの現行水準は低過ぎると思われる。

投資家にとって、数々の政治リスクが米国債利回りに対する下押し圧力となっています。米国では大規模な税制改革に対する期待は、法案の議会通過をトランプ政権が実行できない可能性から薄れつつあります。英国とEUの離脱交渉は両者が強硬姿勢を崩さない中で、厳しさを増しています。北朝鮮の核開発の動きは世界中を震撼させています。とはいえ、フランス大統領選の結果を受けて政治情勢は改善しており、米国債利回りは4月半ばに付けた2.17%の最低水準から一定の上昇余地があります。

米国の金利上昇を妨げている主な要因は、欧州と日本の超低水準の利回りです。ECBは、経済成長とインフレ率の目標近辺への上昇に伴う見通し改善を受けて、異例の金融政策からの出口戦略に着手するとみられるため、当

社はドイツの金利は年後半に上昇すると予想しています。

世界経済の同時回復は健在で順調に推移しており、現時点では第2幕を開始できる状況にあるとみられます（上記を参照）。持続的な景気拡大、欧州での良好な選挙結果、そして政治リスクの一部後退によって、わずかな悪材料にも反応して高品質の資産に殺到しがちな投資家の行動は抑えられるはずですが、さらに、これらの要素と米国のハードデータの改善と持続的な雇用の力強い伸びが組み合わせられれば、米国債利回りは上昇するでしょう。当社はこうした状況が実現するとみており、図表IIに示すように米国債利回りは年末にかけて上昇すると予想しています。

＞ 図表 II:

金利	2017年末予想	2018年末予想
FF金利	1.38%	1.88%
2年物米国国債利回り	1.75%	2.0%-2.5%
10年物米国国債利回り	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: 次の弱気相場のタイミング

次の弱気相場について、少なくとも考え始める時かもしれませんが、4月は間違いなくそのタイミングではありませんでした。4月、さらには年初来の株式市場は、概ね上昇基調にありました。その牽引役となったのはユーロ圏で、MSCIヨーロッパ指数は3.2%上昇しました。S&P500指数のリターン（配当込み）は1.0%でした。MSCIオール・カンントリー・ワールド指数は、フランス大統領選挙の第1回投票の翌日に過去最高を更新し、4月は1.4%、年初来では7.9%の上昇となっています。テクノロジー関連銘柄の組入比率が高いナスダック総合指数は、昨年7月に、2000年に記録した5132ポイントの最高値を更新した後、4月に初めて6000ポイントを突破しました。弱気相場はどこにも見当たりません。

多くの主要株式指数のうち、4月に騰落率がマイナスとなったのは中国で、上海総合指数、深セン総合指数は、それぞれ-2.1%、-4.0%でした。一方、原油や銅から、トウモロコシや小麦、銀や砂糖まで、多くのコモディティの価格が4月に反落しました。

金利がやや低下したため、4月の世界の債券指数はほとんどがプラスとなりました。バークレイズの米国総合インデックスおよびグローバル総合インデックスは、それぞれ0.8%と1.1%の上昇でした。

> 何か心配でも？

現在の米国の強気相場の始まりは2009年3月6日でした。というのも、この日のS&P500指数の安値は666.79ポイントだったのです。2017年4月末時点の同指数の終値は、その3.57倍の2384.2ポイントで、年率リターン（配当込み）は19.2%になっています。目を見張るような上昇を見せているのに、本当に心配するべき時なのでしょう。

実際のところ、投資家はもう何年も心配してきました。リターンは信じられないほど素晴らしいとはいえ、今回はこれまでで最も不信感に満ちたラリーだといえます。この強気相場は、1929年の大恐慌以降で最も深刻な金融危機の最中に生まれたものです。しかも、危機は次々と起こり、欧州、中国、新興国市場、そして石油業界がその舞台となりました。2008年のリーマンショックに端を発した金融危機時の株価暴落は深刻で、S&P500指数は

57.4%という恐るべき下落を記録しました。また、ITバブル崩壊直後の2001年から2002年にも49.1%下落しています。9年間で2度の大幅な下落、10年に及ぶ危機、デフレ懸念、超低成長、永遠に続くと思われる長期停滞への不安などを経て、投資家が株式に不信感を抱いているとしても不思議ではありません。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、債券ファンドに流入しています。

> 弱気相場となる要因

2011年にこのコラムを開始して以来、当社と共に米国株式市場への信頼を保ってきた投資家にとって、今まさに株価上昇を終わらせるかもしれない要因について考える時です。弱気相場は景気後退を伴うのは明らかであり、何十年もの間、景気後退に先行するか、同時に起こっていました。当社のモデルや知見によると、今年、さらには2018年も、米国が景気後退に陥る確率は低そうです。企業利益は回復し、雇用の伸びは極めて良好で、設備投資は増加傾向にあり、信頼感は上昇し、在庫水準は低めに抑えられ、世界的な景気の拡大基調は続いています。好ましくない要素などあるでしょうか？

金融の引き締めは多くの場合、景気の減速と弱気相場の前触れとなります。しかし、極度に慎重なFRB、超緩和的なECBと日銀、そして今なお極めて低い金利を背景に、金融政策上の問題など考慮に値しないかのよう見えます。

確かに、米国株式のバリュエーションはかなり高くなっています。直近12カ月の利益に基づく実績株価収益率（PER）は23倍程度で、長期平均の17倍を大きく上回っています。営業利益に基づくPERは約20倍で、長期平均の19倍に近い水準です。バリュエーションは、例えば10年など、極めて長い期間のリターンの見通しを示すことに優れている一方で、6カ月から1年といった短期のリターンの予想には向いていません。








さらに、市場の属性も差し迫った問題を示唆していません。値下がり銘柄数に対する値上がり銘柄数は3月に低下しましたが、再上昇して過去最高水準付近に達しています。株価は3月から4月上旬にかけて頭打ちになりましたが、あらゆる不確定要素にもかかわらず調整には至りませんでした。通常、悪材料で下落しない相場は良い相場といえます。

＞ 金利動向

その意味で、株式にとって金利が悪材料の担い手になり得る状況に変わりはありませんが、この点は納得できます。過去8年間の株式相場の上昇局面を通じて的確に表されている特徴は、過去最低に達した金利低下であり、10年物米国債利回りは2016年7月に1.36%を記録しました。金利の低下、景気後退の再発懸念、利回りの追求、株式に対する不信任は、投資家をディフェンシブで安全な証券、つまり、不確実な時期にも収益を増やせると考えられている、ソブリン債、有配株、不動産投資信託（REIT）、成長株などに向かわせました。これらのディフェンシブな証券のバリュエーションは押し上げられ、今なお高い水準にあります。

そのため、10年物米国債利回りが3%から3.5%のレンジに上昇した場合、投資家がそのような高いバリュエーションに疑問を持ち、株式市場に大幅な調整をもたらすことが十分に考えられます。また、そのレンジに向けた一段の利回り上昇は、少なくとも、株式の保有について一時的に見直すシグナルとなる可能性があります。とはいえ、利益の回復と景気の改善により、当面は、米国および世界の株式にもう一段の上昇局面があるとの見方を変えていません。

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	2.7%	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	2.3%	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%	4.9%	0.25%	1.40%
		2018 F	1.5%	2.5%	5.2%	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	1.8%	0.2%	10.0%	0.00%	0.21%
		2017 F	1.9%	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%	0.7%	3.0%	-0.10%	0.07%
		2018 F	1.0%	1.0%	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	6.6%	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 %		
	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Jan-17	Feb-17	Mar-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	103.5	103.5	104.1	0.0%	0.3%	1.5%	103.1	104.1	105.4	-1.2%	1.0%	1.2%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	75.7	75.7	76.1	-0.5%	-0.3%	0.9%	75.7	76.3	76.9	-1.4%	0.8%	0.8%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,241	1,303	1,215	10.0%	7.4%	9.2%	1,176	1,300	1,400	6.1%	10.7%	7.7%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	1,138.0	2,463.5	4,013.9	-1.7%	-1.4%	-1.4%	17,465	17,400	17,700	0.4%	-0.4%	1.7%
5 Civilian Labor Force (thousands)	159,716	160,056	160,201	0.9%	0.7%	0.6%	159,186	160,930	162,805	1.3%	0.94%	1.30%
6 Civilian Employment (thousands)	152,081	152,528	153,000	1.0%	1.0%	1.1%	151,437	153,732	156,031	1.7%	1.3%	1.4%
7 Total Unemployment (thousands)	7,635	7,528	7,202	-2.5%	-4.0%	-9.7%	7,750	7,198	6,774	-6.5%	-7.1%	-5.9%
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	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	1.6%	1.7%	2.1%	2.5%	2.8%	2.4%	2.4%	2.2%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%	2.2%	2.3%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,998	2,713	2,240	124	164	155	216	219	98			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	4.7	4.5	4.5	4.2	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	2.0	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.6	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.3	4.2	4.3	4.4	4.3	4.0	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	15.6	15.2	14.7	15.0	15.0	13.7	-	-	

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 ACTUAL	
	Actual		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	16,842.4	0.7%	17,001.0	3.8%	17,123.5	2.9%	17,247.8	2.9%	16,397.2	2.6%	16,662.1	1.6%
Personal Consumption Expenditure:	11,679.5	0.3%	11,771.9	3.2%	11,858.3	3.0%	11,945.4	3.0%	11,214.7	3.2%	11,522.2	2.7%
Durable Goods	1,637.7	-2.5%	1,657.8	5.0%	1,678.1	5.0%	1,698.7	5.0%	1,498.1	6.9%	1,584.6	5.8%
Non-Durables	2,532.2	1.5%	2,554.1	3.5%	2,573.0	3.0%	2,592.1	3.0%	2,439.3	2.6%	2,500.5	2.5%
Services	7,561.2	0.4%	7,606.2	2.4%	7,653.3	2.5%	7,700.7	2.5%	7,310.3	2.8%	7,480.9	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,898.4	4.3%	2,945.4	6.6%	2,980.3	4.8%	3,015.7	4.8%	2,869.0	5.0%	2,824.6	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2,247.1	9.4%	2,270.2	4.2%	2,292.8	4.1%	2,315.8	4.1%	2,200.2	2.1%	2,188.6	-0.5%
Structures	465.9	22.1%	468.2	2.0%	470.5	2.0%	472.9	2.0%	452.1	-4.4%	439.2	-2.9%
Equipment	1,060.0	9.1%	1,073.0	5.0%	1,086.2	5.0%	1,099.5	5.0%	1,072.5	3.5%	1,041.4	-2.9%
Intellectual Property Products	723.8	2.0%	730.9	4.0%	738.1	4.0%	745.4	4.0%	680.0	4.8%	711.9	4.7%
Residential Invest.	615.4	13.7%	630.2	10.0%	642.5	8.0%	655.0	8.0%	564.5	11.7%	592.0	4.9%
Change in Inventory	10.3 -		45.0 -		45.0 -		45.0 -		84.0 -		22.0 -	
Net Exports	-602.7 -		-610.7 -		-616.1 -		-620.9 -		-540.0 -		-563.0 -	
Exports	2,167.5	5.8%	2,183.6	3.0%	2,198.2	2.7%	2,212.9	2.7%	2,120.6	0.1%	2,128.2	0.4%
Imports	2,770.3	4.1%	2,794.2	3.5%	2,814.3	2.9%	2,833.8	2.8%	2,660.6	4.6%	2,691.2	1.1%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,895.2	-1.7%	2,894.6	-0.1%	2,901.2	0.9%	2,907.9	0.9%	2,883.7	1.8%	2,907.0	0.8%
Federal	1,115.5	-1.9%	1,116.6	0.4%	1,118.8	0.8%	1,121.0	0.8%	1,113.9	0.0%	1,120.5	0.6%
National Defense	656.1	-4.0%	657.7	1.0%	659.4	1.0%	661.0	1.0%	672.0	-2.1%	667.0	-0.7%
Non-Defense	458.3	0.9%	458.9	0.5%	459.4	0.5%	460.0	0.5%	441.3	3.3%	452.7	2.6%
State & Local	1,778.0	-1.5%	1,778.0	0.0%	1,782.4	1.0%	1,786.9	1.0%	1,768.2	2.9%	1,784.8	0.9%
Real Final Sales	16,815.7	1.6%	16,956.0	3.4%	17,078.5	2.9%	17,202.8	2.9%	16,300.6	2.4%	16,626.1	2.0%
Real Domestic Final Sales	17,416.6	1.5%	17,566.6	3.5%	17,694.6	2.9%	17,823.7	3.0%	16,841.7	3.1%	17,190.4	2.1%
y/y	1.9%		2.5%		2.4%		2.6%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,364.4	2.7%	17,484.0	2.8%	17,576.7	2.1%	17,631.7	1.3%	17,053.7	2.4%	17,514.2	2.7%
Personal Consumption Expenditure:	12,023.1	2.6%	12,107.5	2.8%	12,175.4	2.3%	12,226.4	1.7%	11,813.8	2.5%	12,133.1	2.7%
Durable Goods	1,717.5	4.5%	1,736.5	4.5%	1,749.4	3.0%	1,758.1	2.0%	1,668.1	5.3%	1,740.4	4.3%
Non-Durables	2,611.3	3.0%	2,630.7	3.0%	2,647.0	2.5%	2,660.1	2.0%	2,562.8	2.5%	2,637.3	2.9%
Services	7,748.3	2.5%	7,794.4	2.4%	7,833.1	2.0%	7,862.3	1.5%	7,630.3	2.0%	7,809.5	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	3,043.5	3.7%	3,076.7	4.4%	3,095.4	2.5%	3,097.5	0.3%	2,960.0	4.8%	3,078.3	4.0%
Bus. Fixed Invest.	2,339.0	4.1%	2,362.4	4.1%	2,386.1	4.1%	2,396.5	1.8%	2,281.5	4.2%	2,371.0	3.9%
Structures	475.2	2.0%	477.6	2.0%	479.9	2.0%	479.9	0.0%	469.4	6.9%	478.2	1.9%
Equipment	1,113.0	5.0%	1,126.7	5.0%	1,140.5	5.0%	1,143.3	1.0%	1,079.7	3.7%	1,130.9	4.7%
Intellectual Property Products	752.8	4.0%	760.2	4.0%	767.7	4.0%	775.2	4.0%	734.6	3.2%	764.0	4.0%
Residential Invest.	664.6	6.0%	674.3	6.0%	679.3	3.0%	681.0	1.0%	635.8	7.4%	674.8	6.1%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		30.0 -		20.0 -		36.3 -		32.5 -	
Net Exports	-627.3 -		-634.8 -		-636.0 -		-639.1 -		-612.6 -		-634.3 -	
Exports	2,230.9	3.3%	2,247.4	3.0%	2,264.1	3.0%	2,275.3	2.0%	2,190.5	2.9%	2,254.4	2.9%
Imports	2,858.2	3.5%	2,882.2	3.4%	2,900.1	2.5%	2,914.5	2.0%	2,803.1	4.2%	2,888.8	3.1%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,917.4	1.3%	2,926.8	1.3%	2,934.1	1.0%	2,939.2	0.7%	2,899.7	-0.3%	2,929.4	1.0%
Federal	1,123.8	1.0%	1,126.6	1.0%	1,129.4	1.0%	1,132.2	1.0%	1,118.0	-0.2%	1,128.0	0.9%
National Defense	662.7	1.0%	664.3	1.0%	666.0	1.0%	667.6	1.0%	658.6	-1.3%	665.1	1.0%
Non-Defense	461.2	1.0%	462.3	1.0%	463.5	1.0%	464.6	1.0%	459.2	1.4%	462.9	0.8%
State & Local	1,793.5	1.5%	1,800.2	1.5%	1,804.7	1.0%	1,807.0	0.5%	1,781.3	-0.2%	1,801.4	1.1%
Real Final Sales	17,324.4	2.9%	17,444.0	2.8%	17,546.7	2.4%	17,611.7	1.5%	17,013.3	2.3%	17,481.7	2.8%
Real Domestic Final Sales	17,951.7	2.9%	18,078.8	2.9%	18,182.7	2.3%	18,250.9	1.5%	17,625.4	2.5%	18,116.0	2.8%
y/y	3.1%		2.8%		2.6%		2.2%					

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