

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:

- 「せめて10セント」・・・の賃金上昇?

米国の賃金水準は助けを必要としている。失業率が低いにもかかわらず賃金の上昇はなく、あまりにもペースが遅すぎる。企業は収益や価格決定力の回復に確信が持てず賃金引き上げに慎重になっていると思われる。

- 失速したのは加速度だけ:

世界同時景気回復が続いているが、そのペースは加速度的ではなくなっている。

- FRBの正常化政策をめぐる市場の論争:

FRBによる金融引締政策と金利引き上げにもかかわらず、長期米国債利回りの下落が続いている。どうしたことだろうか？ 利回りが2.5%を超えることはあるだろうか？ これまでのところは残念な結果だが、実現すると当社は考える。

- アセットアロケーション：
夏場の停滞期:

6月は夏休みで出来高が低くなる時期である。利食いの期待も理解できる。リフレトレードが戻れば株式市場の回復がさらに広がる可能性もあるが、長きにわたった投資サイクルが終わりに近づいているようである。



2017年6月号

「せめて10セント」・・・の賃金上昇?

大恐慌時代の困窮を歌ったビング・クロスビーやルディ・ヴァリーの曲（Brother, can you spare a dime）のことではありません。金曜に発表された米国雇用統計の時間給賃金がせめてもう10セント高ければという話です。あと10セントあれば、時間当たり賃金（AHE）が前年5月比で2.9%増となり、いつ実現するか待ち望んでいた賃金上昇率の加速が始まっていたはずでした。時間当たり賃金は、何ヶ月にもわたり前年同月比2.7%増で推移したものの、5月は2.6%増に下落しました。まさに、消えた賃金増です。エコノミストらも、賃金の上昇がどこかに潜んでいるのか、待ち伏せているのか、それとも「ゴドーを待ちながら」のように単に来るのが遅れているにすぎないのかを解明しようとしています。

米国の失業率4.3%は16年ぶりの低水準です。理論上では、求人数に対する求職者数が減少すれば、企業は賃金引き上げを迫られるはずですが。前回、失業率が4.3%であった時（2001年5月）には、非管理職・生産労働者の時間当たり賃金の上昇率は4.0%でした。ここ最近の各種調査結果を見ると、これよりさらに悪く、賃金上昇率は緩やかな上昇傾向ののち、2.5%で足踏みしています。

➤ 労働力の需要:

その他の雇用指標でも労働市場の逼迫化が示されています。失業保険の新規受給申請件数は、過去最低水準になっています。求人1件当たりの失業者数も2000年以降で最低の水準です。全米独立企業連盟の楽観度調査によれば、34%の企業に「補充困難」な職があります。FRBページブックでも米国内の多くの地域にわたって労働力不足が報告されています。メイン州では州内の観光シーズン最盛期の人手不足により、非暴力犯罪の受刑者の一部が釈放されたというレポートもあります。

ユーロ圏では失業率が9.3%で労働市場のたるみが依然として大きいため、賃金上昇率が極めて低いことは理解できます。しかし、日本はどうでしょう。日本の失業率はわずか2.8%で、これは1998年6月来の低水準です。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

従業員の採用が困難であるにもかかわらず、企業はなぜ賃金を引き上げないのでしょうか。これが需要サイドから見た「消えた賃金の謎」です。企業は経済成長が充分大きく見込めないため、需要不足や低すぎる価格決定力を恐れ、賃金引き上げに慎重になっているのでしょうか。収益成長率が賃金引き上げに見合わないからでしょうか。それとも賃金コストの上昇分を顧客に転嫁できないからでしょうか。

考えられるもうひとつの問題が、生産性の伸び率です。現在の景気サイクルでは生産性すなわち労働1時間当たりのアウトプットの伸び率がきわめて低くなっています。アウトプットがそれほど高まっていないのに、どうして賃金を上げなければならないのかと、企業は考えているのかもしれませんが、これは大きな問題につながる可能性があります。生産性の伸び悩みが賃金上昇への消極性を意味しているのだとすれば、生産性を高める設備投資と比べて人件費は安上がりであることを示しています。そのため、極めて伸び率の低い生産性と、賃金という拡大型の悪循環によって労働市場が行き詰まる可能性があります。

▶ 労働力の供給

もうひとつの根強い問題が、米国は完全雇用にどれだけ近づいているかということです。賃金上昇が加速していれば、完全雇用になっている明らかな証拠となります。賃金上昇率が低迷しているままであれば、仕事に戻れる状態でありながら職に就いていない人がまだいることを示しています。確かにそうかもしれませんが、たるみが存在していればすぐに吸収されます。失業率が8.4%というのは、前の景気サイクルでの最低水準に近い値です。また、働きたいが最近では仕事を探していない人は前サイクルでの景気の谷より約120万人多くなっており、労働市場への流入は過去1年間で減少しています。さらに、賃金上昇率の失速は、単に労働市場のキャパシティに近づきつつあることの表れかもしれません。失業率はさらに低下する余地があり、その状態になればようやく賃金上昇への余裕が生まれるはずですが、賃金上昇率が加速し、企業に設備投資拡大のインセンティブが生まれることが待たれます。

▶ 世界では

他の先進国でも賃金上昇は見られません。ユーロ圏では失業率が9.3%で労働市場のたるみが依然として大きいため、賃金上昇率が極めて低いことは理解できます。しかし、日本はどうでしょう。日本の失業率はわずか2.8%で、これは1998年6月来の低水準です。そればかりか、有効求人倍率は1.48という高さであり、1980年代末のバブル期すら超えて1974年2月来の最高水準になっています。

それにもかかわらず、日本の賃金水準は停滞しています。JPモルガンのレポートによると、労働者1人当たりの月額賃金は、2月は前年比でわずか0.4%増、1月は同0.3%増、第4四半期は0.4%増でしたが、3月には前年比0.3%減になっています。潜在的な動向を把握するのに有益と考えられる中核利益（コア利益）も、ゼロから0.2%増となっています。こうした賃金上昇率の低さは、収益の失速が理由とは言えないでしょう。エバーコアISIが指摘するとおり、第1四半期の企業利益は、前四半期比で5.4%増、前年同期比で27.6%増と過去最高を記録しています。

▶ では、賃金上昇が遅い理由は？

企業心理は急速に高まっているものの、価格決定力が低く、経済成長や収益拡大加速がそれほど期待できない警戒感から賃金上昇が抑えられていると考えられます。賃金上昇率が低い状態では、生産性向上のための設備投資より、従業員を追加する方が安価である可能性があります。しかし当社はこれが変化すると考えます。経済成長の加速と同様に、賃金上昇も高まっていくことを期待しています。賃金上昇の加速は経済成長の加速にかかっているでしょう。現在の状況は、サミュエル・ベケットの戯曲「ゴトーを待ちながら」でゴトーが来るのを待っているウラジーミルとエストラゴンのような感じです。われわれが待っているのは賃金上昇と経済成長の加速ですが、ゴトーと同じように、これまでのところはどこにも見当たりません。

失速したのは加速度 だけ

世界同時に景気回復が続いていますが、そのペースは加速度的ではなくなっています。これを懸念する専門家や投資家もいますが、そういった懸念は捨て、心配などしないことです。経済成長は順調です。ユーロ圏での5月の企業景況感指数は6年ぶりの高水準を維持しており、失業率の低下が続いており、第2四半期の成長率は2%に上方修正された第1四半期を上回る可能性があります。日本経済は第1四半期もプラス成長で、約10年ぶりに5期連続のプラスになりました。鉱工業生産も堅調であることから、第2四半期は第1四半期を超える可能性もあります。4月の中国経済指標は、第1四半期に関する厳しい内容と比べて少し和らいだ程度ですが、心配しなくてもいいでしょう。為替も12月の低値から回復しており、経済の減速が広がっているのならそのような回復はなかったでしょう。

▶ 景気減速の実情

米国経済は第1四半期に失速し、成長率改定値は1.2%増えました。これは統計上の計算結果であって、実質的には景気後退であったと考えられます。しかし、数値は数値です。5月の雇用増加がごくわずかであったのは、前四半期に存在していた問題の反応が遅れて表れた可能性もあり、それ以外の雇用指標は好調です。住宅販売件数、住宅着工件数、小型自動車販売台数は景気サイクルでの最高水準よりは低いものの、これまでの上昇傾向の範囲内にあります。全米および地域別の企業景況感指数はやや弱まったとはいえ、ほぼ好調です。信用リスクに対する警戒感は低下しています。直近のレポートでは本四半期の景気回復、特に個人所得と個人消費の回復が指摘されており、当社でも2017年末までは楽観視しています。

米国の第1四半期の設備投資に関するデータを見ると、年率換算11.4%と近年最高水準にあり、目覚ましい回復が見られます。個人消費も、第1四半期の0.6%から立ち直りつつあります。今、景気的好循環のために必要なのは賃金上昇の回復だけです。

FRBの金融政策「正常化」 をめぐる市場の論争

5月のFRB理事会の議事録によれば、金融緩和を縮小し、政策の正常化について率直な議論が交わされています。FRBの巨額の債券ポートフォリオ縮小に関し、詳細な計画の記述がありましたが、市場は動じませんでした。2013年6月に、当時のバーナンキFRB議長が債券購入のペースを下げる可能性を示唆したことで、長期金利が1.4%近く上昇、株価を7.5%低下させる大騒動を引き起こし、FRBが落ち度を認めざるを得なかった状況とは大きく異なっています。現在、金融市場はFRBの金融引き締めによる破壊的な影響はないと確信しているようです。何より、経済成長ははるかに安定しており、イエレン議長は非常にゆっくりと、透明性を保ちつつ、予測可能な形でこれを行っており、自然利子率が現在の水準よりも大幅に高くなることはなさそうです。

しかし、年内に少なくともあと2回の利上げが予想され、来年早々にはFRBの巨額のバランスシートの縮小が始まる可能性が高まっていますが、10年物米国債の利回りは3月の2.63%をピークに低下しつつあります。これは一体どういうことでしょうか？

▶ 弱いインフレ

すべて期待です。世界各地でインフレがピークに達したようです。原油価格とコモディティ価格は横ばい、もしくは下落しています。リフレは揺れています。世界の株式市場指数の最高値を更新しているにもかかわらず、シクリカル資産はアンダーパフォームしています。そのため、FRBが金融緩和を解除したとしても今後のインフレへ懸念は抑えられており、長期金利は低下しつつあります。第1四半期の米国の成長率は期待外れでした。雇用統計は低調で、それを補う要素もほとんどありません。10年物米国債利回りはさらに0.06%低下して2.16%で週を終えました。

先進国の政治情勢に関する投資家の懸念もあり、利回りの下方圧力が瞬く間に広がりました。10年物ドイツ国債利回りは0.26%に低下し、10年物英国債利回りは1.04%に低下しました。10年物日本国債利回りは依然としてほぼゼロ、0.04%で5月を終えました。米国金利の最近の推移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)*	5/31/2017 現在
2年	0.38%	0.66%	1.05%	1.37%	0.61%	1.28%
10年	3.03%	2.17%	2.27%	2.63%	1.36%	2.20%
2-10年 スプレッド	2.65%	1.51%	1.22%	1.26%	0.75%	0.92%
30年	3.97%	2.75%	3.02%	3.21%	2.10%	2.86%

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

＞ 金利の見通し

低迷した第1四半期の国内総生産（GDP）すら0.5%増の1.2%に上方修正され、FRBも投資家のコンセンサスも、この四半期から年末にかけて経済活動の急速な回復を予想しています。問題は、GDPデフレーター（物価指数）が前年比2.2%増に下方修正されたことです。これはエネルギー価格の低下および広範囲にわたる物品の厳しい国際競争により、インフレが予想を下回る可能性を示唆しています。FRBがインフレ指標として注目している前年比のPCEコアデフレーター（食品およびエネルギーを除く）は、4月はわずか1.7%増でした。

米国債利回りへの低下圧力が続いています。その要因のひとつが政治の不透明感です。なかでももっとも懸念されているのが米トランプ政権です。同政権は大統領選挙へのロシア干渉疑惑に関する捜査、政権内の分裂、優先課題が変更されるといった問題を抱えており、経済成長を促す法律の制定が行き詰まる可能性があります。英国の総選挙ではメイ首相にとって得票数が予想外に低い結果となりました。英国のEU離脱交渉はますます強硬路線になりそうです。北朝鮮は相変わらず好戦的で、テロ攻撃も続いています。米国債利回りが低いのも無理はありません。

さらに、欧州、日本、英国の超低金利が米国債利回りを抑制する働きをしています。超低金利が続いているため、超過利益を求める世界の投資家が利回りの高い米国の債券を買いに入ります。米国債利回りが少しでも上が

ると米国に資金が流れ込み、米国の債券市場は再び金利が下がるという状態になっています。

最後に、現在の景気拡大は、デフレ懸念、賃金上昇と成長の減速、インフレ失望によるものです。したがって、企業は設備投資の拡大、新たな資金の借入、そして金利上昇の期待をする前に、経済成長と収益成長の加速が実際に起きているという確証を得る必要があるでしょう。また、投資家はインフレ期待をより合理的な水準に高めるには、賃金上昇の加速を確認する必要があります。これまでのところは残念な結果に終わっていますが、これらはいずれも実現すると当社は考えます。

しかし、ユーロ圏と日本は予想を超える成長を見せています。欧州中央銀行（ECB）は9月までに債券購入ペースの低下と一部の金融緩和策の解除を迫られるでしょう。日本でも同様の議論によって日本銀行が0%に抑えている10年物国債の利回りも引き上げられるはずですが、その結果、ユーロ圏と日本で金利が上昇し、米国の金利への低下圧力も軽減されるでしょう。

FRBのさらなる金融引き締めによる混乱はほぼないという予想、米国の景気拡大の長期化の見込み、賃金上昇率加速の予想、そして米国の成長率の回復により、2017年末まで長期米国債の利回りは上昇に転じるでしょう。ベケットが書いた戯曲の結末とは異なりますが、ゴトーはやってくると当社は考えています。図表IIに示すとおり、2017年末および2018年末の米国債利回りは上昇するという予想に変わりはありません。

> 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： 夏場の停滞期

2016年のリフレトレードは目を見張るものでした。S&P 500指数は2月11日の底値から22%以上も上昇しました。循環的資産すなわち急速な経済成長の恩恵を最も受ける株、セクター、指数は、ディフェンシブな資産をはるかに凌ぐパフォーマンスでした。米国バリューストック株と比べて大型株で9.5%、小型株で12.0%上回り、小型株は大型株を18.9%上回る高騰を見せました。エネルギー、素材、金融、工業の各セクターは、ヘルスケア、生活必需品、公益事業といったディフェンシブセクターを凌駕しました。新興国市場の株式も着実に回復しました。エネルギー分野の信用ストレスが軽減し、金利の急騰にもかかわらずほとんどのクレジット指数が大幅に回復しました。バークレイズ米国ハイイールド社債指数は2月の底値から23.5%回復しました。

リフレとは、経済が再膨張し、成長がトレンドを上回る水準まで上昇し、インフレがある程度戻り、デフレ懸念がなくなり、将来のインフレ期待が回復し、金利がより正常な水準へと上昇することを意味します。世界同時に回復が進んでいたにもかかわらず、新年にはリフレトレードのほとんどが終了し、逆転しました。数か月にわたって予想を下回る結果となり、インフレは回復しないだろうという見方が現在のコンセンサスのようです。原油価格は引き続き圧力下であり、米国の財政刺激策と税制改革ははるか遠い目標と思われ、中国経済は財政刺激策による最良の時期を過ぎ、世界の成長の勢いは失われています。

株価指数は大きな広がりを持って新たな高値を更新し、上昇株が下落株を日々上回っているにもかかわらず、コンセンサスはこれまで以上に慎重になっています。成長懸念が広がっていますが、経済成長は存在しており、好調です。ただ、加速していません。そのため投資家らは「FANG」








(Facebook、Amazon、Netflix、Google) などディフェンシブなグロース株と考えられている株に押し寄せており、その合計額は今年になって30%以上上昇しています。リフレ資産は低迷しています。年初来、バリューストック株や小型株といった循環株は昨年アウトパフォーマンスの大部分、ほとんど、あるいは全部を相殺してしまいました。12月末以降のS&P 500指数のリターンは7.7%であったにもかかわらず、昨年良好であったセクターのリターンは冴えない、セクターによっては最悪の結果となっています。

> 重要な時期

6月は夏休みが始まり出来高が減少する夏場の停滞期の始まりであることから、ある程度の利益確定が始まると考えるのは理にかなっています。それでも、市場条件が良好で、利益が回復し、世界の経済成長がそこそこ堅調であり、株式市場が若干下がる以上の悪化はやや考えにくいといえます。

しかし、2009年3月から長く続いてきたこの大きな投資サイクルの終わりが近づいているようです。2~3四半期後には終わりを告げるかもしれません。リフレのテーマが戻り、穏やかな金利上昇が再開し、設備投資が堅調に推移し、バリューストック株が再びアウトパフォームし、インフレが徐々に回復していくことが望めます。こうした環境を期待してきましたが、これまでのところは失望しています。これが実現すれば、この投資サイクルをさらに延長し、夏場に株式市場のさらなる上昇が見込まれます。慎重さが勇気の大半を占めるという諺もあるとおり、弱気な人は多少持ち高を整理して利益を確定するか、少しディフェンシブなポートフォリオにすることを望むかもしれません。株式市場はさらに高値を追う余地があると考えていますが、最良の状況が過ぎてしまったことは間違いありません。

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	2.4%	1.9%	6.7%	0.50%	1.70%
		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	1.8%	2.6%	4.9%	0.25%	1.40%
		2018 F	1.3%	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%	1.6%	9.4%	0.00%	0.50%
		2018 F	1.7%	1.5%	9.0%	0.00%	0.70%
	<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%	2.8%	-0.10%	0.07%
		2018 F	1.0%	0.8%	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	2.5%	2.1%	5.8%	1.45%	3.00%
		2018 F	2.8%	2.2%	5.7%	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%	2.2%		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 %		
	Mar-17	Apr-17	May-17	Mar-17	Apr-17	May-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	104.1	105.1		1.5%	2.2%		103.1	104.1	105.4	-1.2%	1.0%	1.2%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	76.1	76.7		0.9%	1.5%		75.7	76.3	76.9	-1.4%	0.8%	0.8%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,203	1,172		6.6%	0.7%		1,177	1,295	1,386	6.3%	10.0%	7.0%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	4,013.9	5,426.8		-1.4%	-2.4%		17,465	17,320	17,490	0.4%	-0.8%	1.0%
5 Civilian Labor Force (thousands)	160,201	160,213	159,784	0.6%	0.8%	0.8%	159,186	160,724	162,513	1.3%	0.96%	1.11%
6 Civilian Employment (thousands)	153,000	153,156	152,923	1.1%	1.4%	1.2%	151,437	153,680	155,962	1.7%	1.5%	1.5%
7 Total Unemployment (thousands)	7,202	7,056	6,861	-9.7%	-10.8%	-7.9%	7,750	7,044	6,551	-6.5%	-9.1%	-7.0%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q3-16	Q4-16	Q1-17	Q3-16	Q4-16	Q1-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,679.4	1,741.2	1,735.8	4.3%	22.3%	12.0%	1,652.0	1,770	1,867	4.3%	8.0%	6.0%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	118.5	119.4	120.1	3.2%	3.0%	3.9%	117.7	121.1	124.5	2.9%	2.8%	2.8%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2014	2015	2016	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	2.1%	2.5%	2.8%	2.4%	2.2%		2.2%	2.2%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%		2.0%	2.2%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,998	2,713	2,240	155	216	232	50	174	138			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.7	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.4	4.0	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.0	3.8	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.3	4.4	4.3	4.0	4.1	4.0	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	14.7	15.0	15.0	13.7	14.7	14.3	-	-	

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	16,861.6	1.2%	17,003.7	3.4%	17,131.2	3.0%	17,260.6	3.1%	16,397.2	2.6%	16,662.1	1.6%
Personal Consumption Expenditure:	11,688.5	0.6%	11,772.6	2.9%	11,859.0	3.0%	11,946.1	3.0%	11,214.7	3.2%	11,522.2	2.7%
Durable Goods	1,642.2	-1.4%	1,658.4	5.0%	1,678.7	5.0%	1,699.3	5.0%	1,498.1	6.9%	1,584.6	5.8%
Non-Durables	2,530.6	1.2%	2,549.4	3.5%	2,568.3	3.0%	2,587.3	3.0%	2,439.3	2.6%	2,500.5	2.5%
Services	7,567.8	0.8%	7,610.9	2.3%	7,658.1	2.5%	7,705.5	2.5%	7,310.3	2.8%	7,480.9	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,902.2	4.8%	2,942.1	5.6%	2,982.0	5.5%	3,022.4	5.5%	2,869.0	5.0%	2,824.6	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2,257.2	11.4%	2,279.6	4.0%	2,302.4	4.1%	2,325.3	4.1%	2,200.2	2.1%	2,188.6	-0.5%
Structures	471.7	28.3%	474.0	2.0%	476.4	2.0%	478.8	2.0%	452.1	-4.4%	439.2	-2.9%
Equipment	1,055.4	7.2%	1,068.4	5.0%	1,081.5	5.0%	1,094.7	5.0%	1,072.5	3.5%	1,041.4	-2.9%
Intellectual Property Products	732.0	6.7%	739.2	4.0%	746.5	4.0%	753.9	4.0%	680.0	4.8%	711.9	4.7%
Residential Invest.	615.5	13.7%	627.5	8.0%	639.6	8.0%	652.1	8.0%	564.5	11.7%	592.0	4.9%
Change in Inventory	4.3 -		35.0 -		40.0 -		45.0 -		84.0 -		22.0 -	
Net Exports	-599.9 -		-607.7 -		-613.2 -		-617.9 -		-540.0 -		-563.0 -	
Exports	2,168.0	5.9%	2,184.1	3.0%	2,198.7	2.7%	2,213.4	2.7%	2,120.6	0.1%	2,128.2	0.4%
Imports	2,767.9	3.8%	2,791.8	3.5%	2,811.8	2.9%	2,831.3	2.8%	2,660.6	4.6%	2,691.2	1.1%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,899.3	-1.1%	2,897.1	-0.3%	2,903.7	0.9%	2,910.4	0.9%	2,883.7	1.8%	2,907.0	0.8%
Federal	1,115.2	-2.1%	1,114.8	-0.2%	1,117.0	0.8%	1,119.2	0.8%	1,113.9	0.0%	1,120.5	0.6%
National Defense	656.2	-3.9%	656.2	0.0%	657.8	1.0%	659.5	1.0%	672.0	-2.1%	667.0	-0.7%
Non-Defense	458.0	0.6%	458.6	0.5%	459.1	0.5%	459.7	0.5%	441.3	3.3%	452.7	2.6%
State & Local	1,782.3	-0.6%	1,782.3	0.0%	1,786.7	1.0%	1,791.2	1.0%	1,768.2	2.9%	1,784.8	0.9%
Real Final Sales	16,840.8	2.2%	16,968.7	3.1%	17,091.2	2.9%	17,215.6	2.9%	16,300.6	2.4%	16,626.1	2.0%
Real Domestic Final Sales	17,439.3	2.0%	17,576.4	3.2%	17,704.4	2.9%	17,833.5	3.0%	16,841.7	3.1%	17,190.4	2.1%
y/y	2.0%		2.5%		2.4%		2.7%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,377.9	2.7%	17,490.7	2.6%	17,587.0	2.2%	17,655.4	1.6%	17,064.3	2.4%	17,527.8	2.7%
Personal Consumption Expenditure:	12,029.8	2.8%	12,109.0	2.7%	12,182.7	2.5%	12,243.4	2.0%	11,816.5	2.6%	12,141.2	2.7%
Durable Goods	1,716.1	4.0%	1,733.0	4.0%	1,748.0	3.5%	1,756.6	2.0%	1,669.7	5.4%	1,738.4	4.1%
Non-Durables	2,606.5	3.0%	2,622.7	2.5%	2,638.9	2.5%	2,652.0	2.0%	2,558.9	2.3%	2,630.0	2.8%
Services	7,753.2	2.5%	7,799.3	2.4%	7,841.9	2.2%	7,880.8	2.0%	7,635.6	2.1%	7,818.8	2.4%
Gross Private Domestic Invest.	3,050.2	3.7%	3,077.6	3.6%	3,093.9	2.1%	3,096.9	0.4%	2,962.2	4.9%	3,079.7	4.0%
Bus. Fixed Invest.	2,348.6	4.1%	2,369.4	3.6%	2,385.8	2.8%	2,397.1	1.9%	2,291.1	4.7%	2,375.2	3.7%
Structures	481.1	2.0%	483.5	2.0%	485.9	2.0%	485.9	0.0%	475.2	8.2%	484.1	1.9%
Equipment	1,108.2	5.0%	1,119.1	4.0%	1,127.4	3.0%	1,133.0	2.0%	1,075.0	3.2%	1,121.9	4.4%
Intellectual Property Products	761.3	4.0%	768.8	4.0%	774.5	3.0%	780.2	3.0%	742.9	4.4%	771.2	3.8%
Residential Invest.	661.6	6.0%	668.2	4.0%	673.1	3.0%	674.8	1.0%	633.7	7.0%	669.4	5.6%
Change in Inventory	40.0 -		40.0 -		35.0 -		25.0 -		31.1 -		35.0 -	
Net Exports	-623.1 -		-626.4 -		-627.5 -		-627.8 -		-609.7 -		-626.2 -	
Exports	2,231.9	3.4%	2,248.5	3.0%	2,265.2	3.0%	2,279.2	2.5%	2,191.0	3.0%	2,256.2	3.0%
Imports	2,855.1	3.4%	2,874.9	2.8%	2,892.7	2.5%	2,907.0	2.0%	2,800.7	4.1%	2,882.4	2.9%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,921.5	1.5%	2,931.0	1.3%	2,938.3	1.0%	2,943.3	0.7%	2,902.6	-0.2%	2,933.5	1.1%
Federal	1,123.6	1.6%	1,126.4	1.0%	1,129.2	1.0%	1,132.0	1.0%	1,116.5	-0.3%	1,127.8	1.0%
National Defense	662.7	2.0%	664.4	1.0%	666.1	1.0%	667.7	1.0%	657.4	-1.4%	665.2	1.2%
Non-Defense	460.9	1.0%	462.0	1.0%	463.2	1.0%	464.3	1.0%	458.9	1.4%	462.6	0.8%
State & Local	1,797.9	1.5%	1,804.6	1.5%	1,809.1	1.0%	1,811.3	0.5%	1,785.6	0.0%	1,805.7	1.1%
Real Final Sales	17,337.9	2.9%	17,450.7	2.6%	17,552.0	2.3%	17,630.4	1.8%	17,029.1	2.4%	17,492.8	2.7%
Real Domestic Final Sales	17,961.1	2.9%	18,077.0	2.6%	18,179.5	2.3%	18,258.2	1.7%	17,638.4	2.6%	18,118.9	2.7%
y/y	3.1%		2.9%		2.7%		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。

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