

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:

正常への緩やかな復帰

金融危機、株式市場の急落、超低成長、景気後退の再発懸念の広がり、そして何よりも、史上最低となった金利など、2007年の夏場からの9年間は正常とは程遠い状況だった。世界経済の力強い成長と信頼感の高まりは、そうした混乱の収束とより正常な時代への移行を示唆している。それが正しいとすれば、米国の金利は長期的かつ緩やかな上昇を始めることになり、金融市場にも多大な影響が及ぶとみられる。

現在から将来を見据える

この 年半の間、世界の経済成長は同時に改善した。20 年は製造業がリセッション寸前の状態から急回復したことでリフレが浸透したが、今年に入ってリフレは勢いを失った。このことが最も顕著にみられたのは、景気回復の牽引役となっていた中国だった。一方、あまり注目されていないが、欧州と日本では景気が勢いを増し、そして今、世界経済は力強い拡大局面にある。

同時進行する各国中銀の政策

世界経済の同時回復により、中央銀行は金融緩和策縮小の検討を迫られている。金利は徐々に上昇し、変動しやすくなると予想される。

アセットアロケーション: 正常化のインプリケーション

株価は今後数カ月でもう一段の上昇局面を迎えとみられる。しかし、長期金利が 0年物米国債利回りでの %の水準に向かって上昇すれば、世界の株式市場は深刻な逆風に直面することになる。



2017年7月号

正常への緩やかな復帰

2007年の夏場からの9年間は、正常とは程遠い状況でした。金融危機は、最初に米国、次いでユーロ圏、さらに中国の株式市場崩壊と突然の通貨切り下げと、ほぼ絶え間なく発生しました。米国の S&P 500指数は、90年代以来で最悪の %という下落率を記録しました。中央銀行は極めて積極的に動き、金利を史上最低水準まで引き下げました。また、これも史上初となったマイナス金利が浸透しました。先進国では超低成長が続き、新興国の経済成長は著しく減速しました。

その間、リセッションの再発や金融危機に対する不安が高まりました。家計や企業は手元現金を増やし、支出を抑え、最悪の事態に備えました。投資家のリスク回避を背景に、最も高いリターンを上げたのは安全資産でした。最後の混乱は、急激なドル高と原油価格の急落が重なって起こり、これが20年に世界的なリセッションの一步手前ともいえる状況を招きました。

➤ 混乱は過去のものに

概観すると、0年近くに及ぶ経済の混乱は、20 年初めにコモディティ価格が最安値を付けたことを機に、幕を閉じた可能性が高いと思われます。目下、世界は移行期にあり、ゆっくりではあるが、より正常な状態への復帰を図っているところです。

では、「正常」な状態にあるのは何でしょうか。経済成長は正常といえます。次のセクションで述べるように、世界のほとんどの地域で過去 年間に成長率が上昇し、潜在成長率と同等またはそれ以上の可能性があります。これは、そうでない場合よりも正常といえます。景気好転が終わりかけているのではないかと心配する向きもあります。確かに、成長はもはや加速していないかもしれませんが、衰えてはいません。

信頼感は戻り、金融危機時の不安感は解消しています。米国の消費者や企業のセンチメントは、現在の景気サイクルにおける最高水準まで上昇しています。ユーロ圏のセンチメントは数十年振りの高さであり、日本でさえ、信頼感は現サイクルのピーク近くに達しています。

信頼感は戻り、金融危機時の不安感は解消しています。米国の消費者や企業のセンチメントは、現在の景気サイクルにおける最高水準まで上昇しています。ユーロ圏のセンチメントは数十年振りの高さであり、日本でさえ、信頼感は現サイクルのピーク近くに達しています。設備投資は回復し、貸出の伸びは改善し、金融環境は緩和されており、雇用の伸びは良好で、失業率は低下しています。このような経済活動の正常化は、景気回復を拡大させるでしょう。

正常でなさそうなものは何でしょうか。先進国の長期金利です。米国の名目成長率が %に接近する中で、2 %という 0年物米国債利回りは理に合いません。このような利回りの低さは、米国の経済成長の伸び悩み、潜在的なリセッション、デフレの再燃、中央銀行の政策ミス、目標未達のインフレ率、あるいは以上の全てを、債券の買い手が確信していることを示唆しています。

＞ 正常な金利水準とは？

現在が本当に移行期だとすれば、米国金利のあるべき水準はどこでしょうか。それが目下の重要な問題です。トップダウンの観点からすると、本来、長期金利は潜在成長率、つまり、インフレ率に生産性と労働力の伸びを加えた合計に近い数字になるはずです。

米国に関していえば、インフレ率はいずれ2%の目標を達成するとみられ、労働力の伸びは0 %程度です。長期的な生産性の伸びは ~ %のレンジにあると予想されます。以上は、長期の米国債利回りの正常値が、現行水準よりはるかに高い ~ %であることを示唆しています。もちろん、米連邦準備制度理事会 () の大規模な債券ポートフォリオが利回りを低めに抑えている可能性もありますが、たとえ ~ %のレンジだとしても、現水準を上回ります。

今は、いずれのレンジも考えられないという投資家がほとんどでしょう。極端に低い利回りがありにも長く続き、投資家は低金利あるいは金利の低下を見込んだ投資で十分に利益を上げてきたため、そのような転換は起こり得ないと感じています。9年にわたる経済の混乱から生じた惰性による確信や推定は、そう簡単に変えられるものではありません。しかし、その 0年近くに及ぶ経済的泥沼が本当に消失しつつあるとしたら、より正常な活動への移行が進んでいるとしたら、どうなるでしょうか。世界各地の現在の力強い成長、欧州における政治リスクの後退、改善が続くユーロ圏と日本の企業景況感といった要素は、投資家に対し、米国金利の緩やかな上昇のインプリケーションを考える必要があることを示唆しています。この点については、最後のセクションで検討します。

現在から将来を見据える

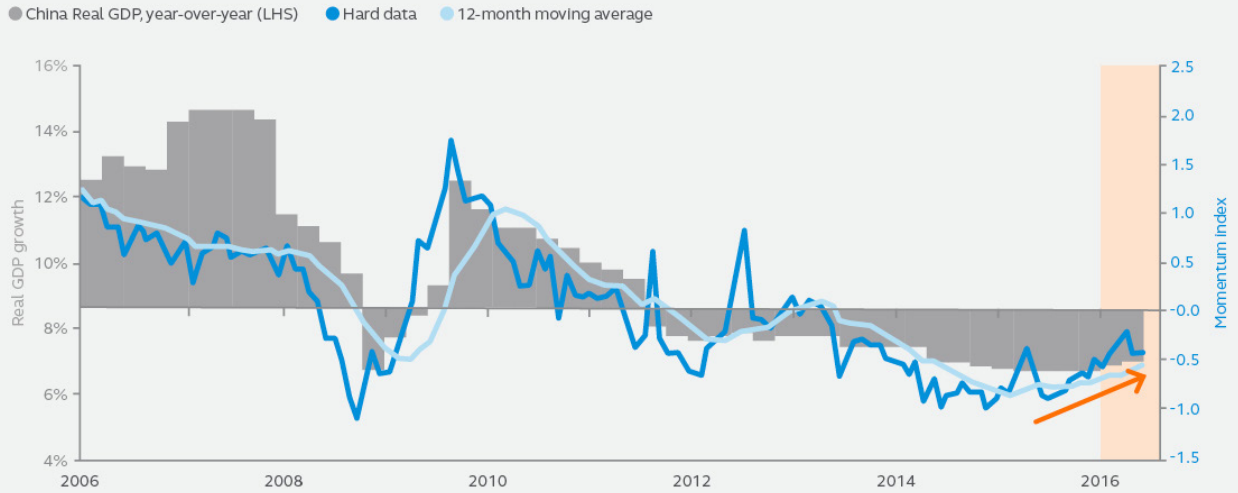
＞ 経済指標を見てみると

グローバル経済の方向性を知るためには、現状を把握することが重要です。当社では現在の基調を見極めるため、大経済圏（中国、米国、ユーロ圏、日本）に関する経済モメンタム指標を作成しています。

中国についてはコモディティ生産高、鉄道貨物輸送量、航空旅客数といった分かりやすい統計を使用しています。これらのデータは、政府が発表する公式の実質国内総生産 () データよりも実際の経済活動を適切に反映していると考えられます。残りの 経済圏に関しては、各地域のハードデータ（鉱工業生産や小売売上高）とソフトデータ（購買担当者景気指数 () や消費者信頼感指数）を総合的に分析しています。

(図表1)

> Exhibit 1: China economic momentum

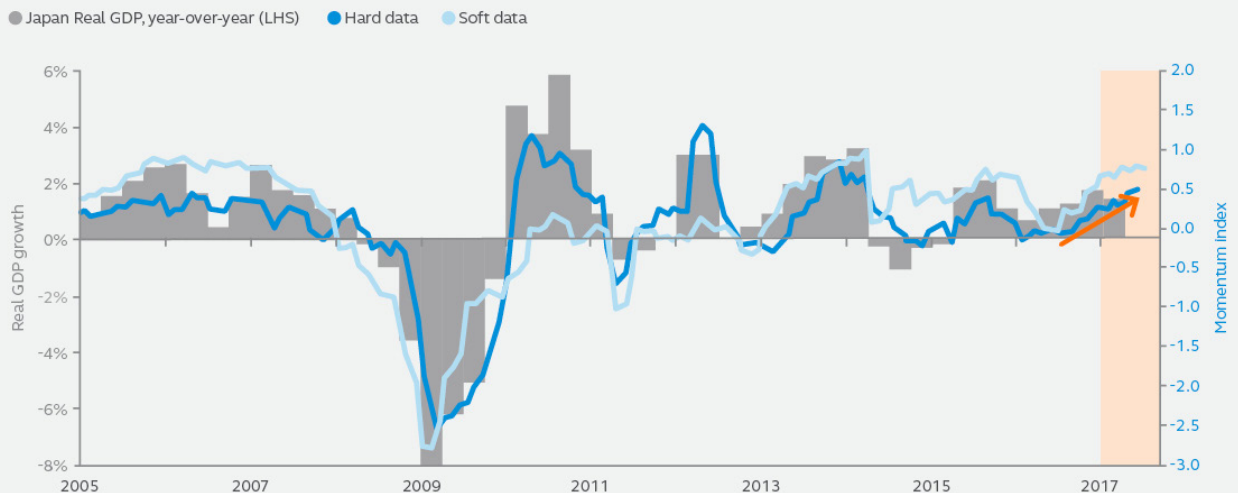


中国の経済成長は、リセッション手前の状態にあった2007年から2008年初めにかけて急速に冷え込みました。この期間は金融危機以降で最悪の景気後退と思われましたが、図表から分かるように、2008年にそれほどの落ち込みは表れませんでした。春になってリフレ政策による回復が本格化し、経済活動も好転しました。2007年第4半期以降、経済成長はやや勢いを失いましたが、低調だった2008年のベース効果が薄れたことが原因です。投資家は、中国政府の最近の金融引き締めが回復を妨げるのではないかと懸念しています。しかし、そうした懸念も今のところは杞憂のようです。製造業購買担当者景気指数（PMI）は1月に上昇し、貿易データも極めて好調です。コモディティ生産高の伸び率は明らかに鈍化していますが、発電量と鉄道貨物輸送量に加えて航空旅客数は堅調です。中国の経済活動は全般的に、今年から2017年にかけて安定的に推移すると当社はみています（図表参照）。

図表2に示されるように、日本の経済活動は2008年に回復しました。名目成長率は2008年以降、一度も低下していません。鉱工業生産と機械受注は上向き、小売売上高は堅調です。企業利益は2桁台のペースで伸びており、労働市場もここ数十年で最も好調な状態にあります。製造業PMIは今年に入り、2008年以降の最高値を2回更新しました。日銀が算出する、実質生産と潜在生産のギャップは2008年以降で最小になっています。しかし、好調な経済活動も価格決定力の向上にはつなげておらず、コアインフレ率も依然として1%を大幅に下回っています。日本の実質成長率は今年後半に1%付近に達すると当社は予想しています（図表2参照）。

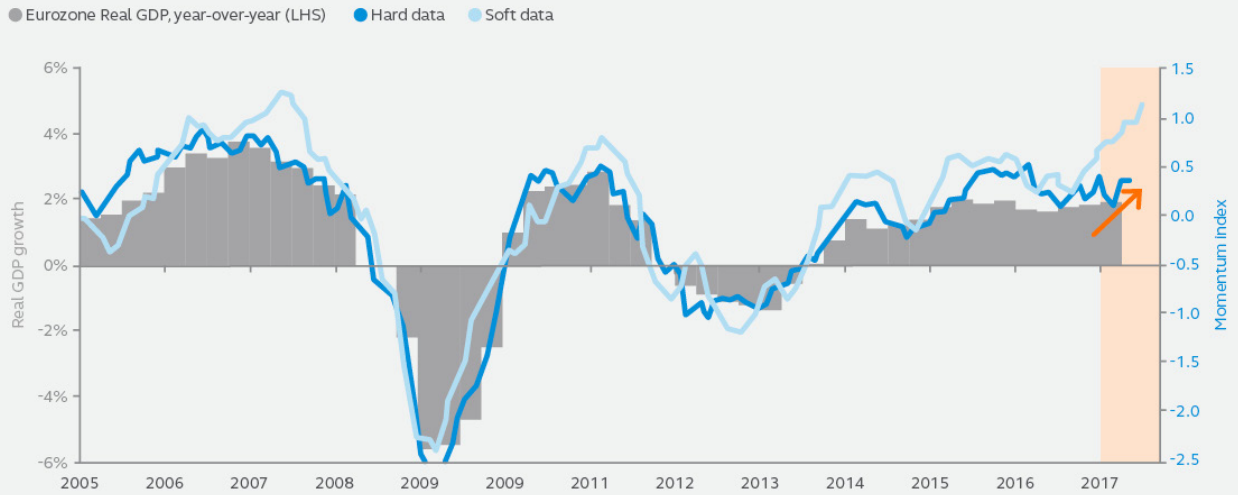
(図表2)

> Exhibit 2: Japan economic momentum



(図表3)

Exhibit 3: Eurozone economic momentum

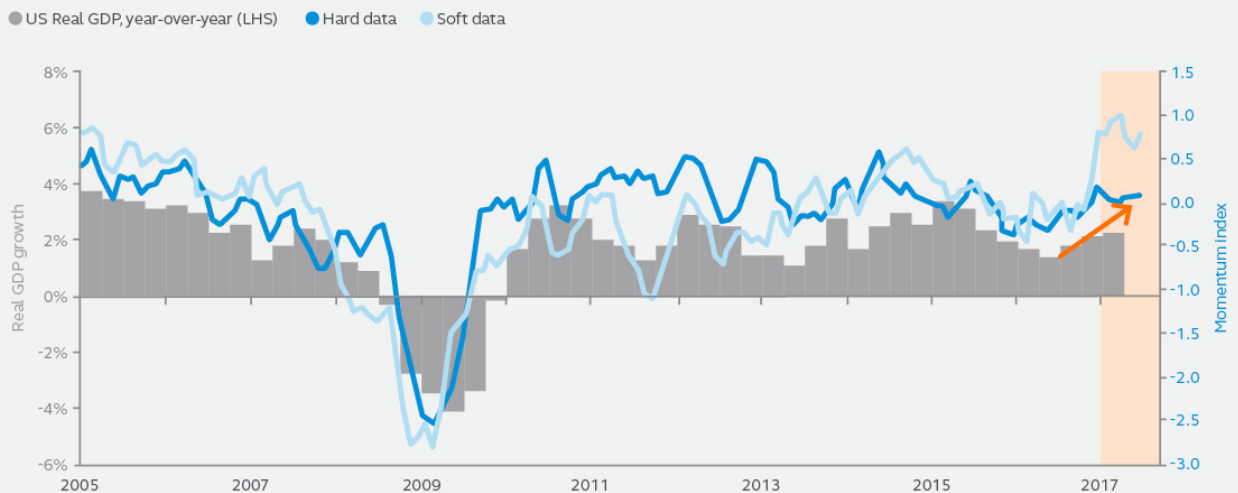


図表を見ると、ユーロ圏のソフトデータはここ数カ月で急上昇しています。投資家、企業、消費者は、政治リスクの低下と成長見通しの改善に活気づいています。ドイツでは、一部の経済指標が東西ドイツ統一以降で最も高い水準となっており、イタリアやフランスのセンチメントも良好です。ハードデータも急速に上昇しています。ドイツの鉱工業生産と製造業受注の伸び率は、マイナス圏からプラスに転じています。小売売上高は、ユーロ圏全体で2%という堅調なペースで拡大しています。失業率は20年をピークに大幅に低下しています。ただし、労働市場の健全さに関しては国によって大きなばらつきがあります。スペインの失業率はピーク時の27%から7%まで低下しました。ドイツの現在の失業率は7%です。景気回復が持続的拡大に移行するにつれて、失業率は一段と低下するはずですが、これが基調的なインフレ(図表4)

率を徐々に押し上げ、内需を下支えすると予想されます。ユーロ圏の2017年の実質成長率は2~2%と当社は考えています(図表参照)。

米国のハードデータは、第1四半期の停滞から回復しています。5月のコア小売売上高(GDPに含まれる)は、直近3カ月間の年率換算で5%超という大幅な伸びとなりました。鉱工業生産は3.8%増加しました。サプライマネジメント協会(ISM)による6月の景況感指数は、製造業と非製造業のいずれも、上振れサプライズとなりました。FRBの地区連銀の景況感調査も堅調です。消費者信頼感指数は直近のピークからはわずかに低下していますが、2016年の水準を引き続き大幅に上回っています。住宅着工件数は、集合住宅市場のサイクルがピークを超えた影響で勢いが若干低下していますが、一戸建て住宅の販売件数は好調を維持しています(図表4参照)。

Exhibit 4: United States economic momentum



米国の実質成長率は、第 四半期の %から第2四半期には %前後に加速すると当社はみています。第 四半期には在庫が 成長率に %ポイント程度のマイナス寄与となったため、少しでも改善すれば第2四半期の成長率に大きなプラス寄与となる可能性があります。年間の 成長率はトレンドをわずかに上回る2 %が予想されます。企業投資はエネルギー企業を中心に、20 年後半から20 年初めにかけての低調から回復し続けています。一戸建て住宅のペントアップ需要が積み上がっています。堅調な労働市場と雇用者数の着実な増加は個人消費を下支えすると予想されます。自動車販売が落ち込んでいるのが謎で、それ以外の明るい成長見通しとは全く逆の様相を呈しています。図表 に、米国経済指標の一部予想を示しています。

(図表 5) 米国経済見通し

| | 2016 実績値 | 2017 予想値 | 2018 予想値 |
|--------------------------|--------------|---------------|--------------|
| 実質GDP | +1.6% | +2.4% | +2.7% |
| 国内最終需要 | +2.1% | +2.5% | +2.7% |
| 自動車販売台数 | 17.5m (0.4%) | 17.3m (-1.0%) | 17.5m (1.0%) |
| 鉄工業生産 | -1.2% | 1.0% | +1.2% |
| 住宅着工件数 (百万) | 1,117 (6.3%) | 1,295 (10.0%) | 1,386 (7.0%) |
| 税引後企業利益 (国民所得生産勘定) | 4.3% | +8% | +6% |
| 連邦財政収支 | -\$0.6t | -\$0.7t | -\$0.6t |
| 失業率(軍人を除く) | 4.9% | 4.4% | 4.0% |
| 消費者物価指数 (CPI) | +1.3% | +2.1% | +2.2% |
| 消費者物価指数 (CPI) 除く食品&エネルギー | +2.2% | +2.0% | +2.2% |
| GDPデフレーター | +1.6% | +1.8% | +1.9% |

総合すると

世界の経済成長は過去 カ月間に、急速かつ同時に回復しています。20 年は製造業が深刻なリセッションから回復し、リフレが経済の主要テーマとなり、その後、消費者物価指数 () と生産者物価指数 () は反発しましたが、リフレ取引と物価の上昇は年初に勢いを失いました。その顕著な例が、20 年の景気回復の最大の原動力となった中国です。投資家がリフレの解消に注目するにつれて、欧州と日本では経済活動が徐々に勢いを増し、米国では第 四半期の停滞から回復し、先進国の経済はようやく持続的かつ同時拡大に向かっていきます。世界経済の成長は 20 年にかけて持続すると予想されます。

同時進行する 各国中銀の政策

世界経済は実際、同時回復の途上にあります。景気が好転していることを踏まえると、各国中銀が金融危機以降に講じてきた大規模な金融緩和策の縮小について、揃って言及するのも理に合っています。発端となったのは、欧州中央銀行 () のドラギ総裁が 月27日に、ユーロ圏の経済活動について前向きな発言をしたことです。経済が力強く成長していることから、総裁の発言をサプライズととらえた人はいなかったと思われます。

ところが実際は

中央銀行が金融緩和の段階的終了を表明するには微妙なバランスが必要で、ドラギ総裁の発言を受けて、米国とユーロ圏の債券市場は下落しました。ドラギ総裁は実際には、「景気回復が続く中で政策姿勢を維持すれば、その政策は一段と緩和的になり、 は政策措置のパラメーターを調整することで景気回復に対応することができる (中略) これは政策スタンスを引き締めるためではなく、ほぼ同じ状態に維持するためだ」と述べました。他の 高官も相次いで、「投資家の反応は過剰であり、ドラギ総裁の発言はバランスを取ることを意図したものである」とコメントしました。

ドラギ総裁は、政策の変更には「慎重姿勢が必要」であり、「不確実な状況下で の刺激策が回復につながる」と確信できる程度に経済が加速するまでは「引き続き段階的」でなければならないと強調しました。他の 高官も、インフレは依然として抑制されており、経済成長の障害となるような利上げやユーロ高は絶対に避けたいと強調しました。こうした否定にもかかわらず、投資家は政策支援が近く縮小されると捉え、債券市場は利上げに備え始めています。

動き始めたFRB

FRBは、6月にフェデラルファンド (FF) 金利を0.25%ポ

イント追加利上げしたことに加え、膨大な債券ポートフォリオの縮小計画に関する具体案を明らかにしました。一方で、ECBは前回の政策理事会で、債券買い入れの縮小ペースの具体案について沈黙を続けています。しかし、あらゆる兆候がユーロ圏経済の力強い成長を示唆していることから、債券買い入れの縮小が議論される時期はそう遠くないと思われます。FRBは9月にもポートフォリオ縮小を開始する公算が大きく、また世界経済の回復が同時に進んでいることから、ECBも9月か10月には何らかの計画を発表する

と予想されます。世界の二大中銀が同方向に政策を転換しようとしていることを受けて、ドイツと米国では月の最終週に国債利回りが急上昇しました。0年物ドイツ国債利回りは2倍以上に上昇し、7月日には0.1%に達しました。他の国でも国債利回りが上昇しており、英0年国債利回りは月初の0.1%前後から、7月0日には0.2%まで上昇しました。0年物日本国債利回りさえ、月の0.0%から0.09%に上昇しました。米国金利の推移については下表をご参照ください。

(図表6) 金利

| | 12/31/2013 | 12/31/2014 | 12/31/15 | 03/13/2017 (最高値)* | 07/08/2016 (最低値)* | 6/30/2017 現在 |
|------------|------------|------------|----------|----------------------|----------------------|-----------------|
| 2年 | 0.38% | 0.66% | 1.05% | 1.37% | 0.61% | 1.38% |
| 10年 | 3.03% | 2.17% | 2.27% | 2.63% | 1.36% | 2.30% |
| 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% | 2.84% |

＞ 金利の見通し

恐らく、国債利回りは上昇し続けると考えられます。最初のセクションで論じたように、世界経済の同時回復が本当に正常な状態への移行であるとすれば、金利は緩やかな上方圧力を受けるはずで、これが実現する理由を列挙してみます。

第一に、ドイツと日本の長期国債で利回りが上昇しています。米国債利回りに対する最近の下方圧力は、米国以外の国の超低金利が一因となっています。ECBがこの数日間に債券市場を動揺させたように、日銀も超緩和的政策からの脱却計画について、今年後半にも議論を始める可能性があります。安全な逃避先である他国の国債利回りが上昇すれば、米国債利回りも徐々に上昇すると予想されます。

当然のことながら、インフレ期待が上昇しなければ、国債利回りが大幅に上昇することはなく、インフレ期待が高まるには、実際のインフレ率が緩やかに上昇する必要があります。世界各国のコアインフレ率はここ数カ月にわたって低調であり、コンセンサスはインフレ率が上昇する見通しは低いとみられています。しかし、リフレは次の段階に進んでおり、足元の低インフレは一時的であるというイエレン議長の見方は正しいと当社は考えます。このところ賃金伸び率は予想を下回る状況が続いていますが、米国と日本の労働市場は逼迫しつつあり、賃金上昇率は加速すると予想されます。さらに、設備投資は回復傾向にあり、企業は価格決定力を実感し始めるとみられます。インフレ率が中央銀行のインフレ目標に近づくにつれて、長期国債の利回りは上昇圧力を受けると予想されます。

2

利回りが上昇し、イールドカーブがややスティープ化するとみる第三の理由は、ECBの0億ドルを上回る債券ポートフォリオの縮小計画です。イエレン議長は自身の任期が切れる来年2月までに計画を軌道に乗せたい意向であるとみられるため、ECBは近いうちに開始スケジュールを発表し、利上げのタイミングを9月から12月、あるいは来年に後ずれさせる可能性があります。これは、いわゆる「逆ツイストオペ」であり、長期国債利回りの上昇と短期国債利回りの低下につながると予想されます。

＞ 大部分は既に正常化

経済活動は世界の多くの地域で正常に近い状態に戻っており、堅調な経済成長を見せています。消費者と企業の信頼感力は力強く推移しており、設備投資は増加基調にあり、融資の伸びは上向いています。雇用は順調に増加し、失業率は低下し、金融環境は依然として緩和されており、個人消費は堅調です。金利もより正常な水準に向かうと考えるのが理にかなっていると思われます。そのため、図表7に示すように、当社は2017年末と2018年末の米国債利回りは、2010年以来の高水準に上昇する可能性があるかとみえています。

(図表7) 米国国債利回り予想

| 金利 | 2017年末予想 | 2018年末予想 |
|-------------|-------------|-------------|
| FF金利 | 1.13%-1.38% | 1.62%-1.88% |
| 2年物国債利回り | 1.75% | 2.0%-2.25% |
| 10年物国債利回り | 2.75%-3.0% | 3.0%-3.25% |
| 2-10年のスプレッド | 1.0%-1.25% | 1.0% |

経済活動は世界の多くの地域で正常に近い状態に戻っており、堅調な経済成長を見せています。消費者と企業の信頼感は力強く推移しており、設備投資は増加基調にあり、融資の伸びは上向いています。雇用は順調に増加し、失業率は低下し、金融環境は依然として緩和されており、個人消費は堅調です。

アセットアロケーション： 正常化のインプリケーション

月は投資家にとってかなり満足した月となりました。大きな恩恵を受けたのは、米国の銀行株、金融株、ダウ輸送株20種で、それぞれ %、 %、 %上昇しました。日本株もまずまず良好で、日経平均は2 %の上昇となりました。新興国市場の株式も過去数カ月にはわたるプラスが 月も続きました。ユーロ圏の株式は、フランス総選挙でのマクロン陣営の大勝を受けて政治リスクは後退したものの、アンダーパフォームしました。多くのコモディティが 月に下落しましたが、最後の週には力強く反発しました。月末に金利が上昇したため、債券投資家の月次リターンはマイナスとなりました。とはいえ、第2四半期の金利の低下とデフォルト懸念の後退に伴うクレジット・スプレッドの縮小により、債券の四半期リターンは堅調でした。

＞ 金利が横ばいで推移した場合

将来の株式のリターンのカギを握るのは、米国、ドイツ、日本の長期国債利回りの方向性です。0年物米国債利回りが2.2%～2.5%の過去数カ月のレンジにとどまった場合、株価は企業の堅調な利益成長を受けて上昇するでしょう。世界経済の拡大と企業の利益成長は、2020年に入ってもしばらく続くと予想されます。そのため、株式市場の上昇は多少の減速はあるとしても、さらに2021年は続く可能性があります。

＞ 金利が上昇した場合

一方、上述の通り、世界経済が順調に拡大し、中央銀行が政策支援を解除しつつある中で、長期金利がこれまでのレンジ内にとどまる可能性はかなり低いように思われます。それでは、米国の金利が当社の2020年7年末予想の2.7%～3.0%のレンジ、あるいはそれ以上の水準に上昇する場合、何が起きるのでしょうか。当初、株価と金利がともに上昇するのは間違いありません。企業の利益成長は堅調で景況感も急上昇します。当社は、世界経済の成長加速とイールドカーブの若干のスティープ化から最も恩恵を受ける景気循環銘柄（銀行株を中心とする金融株、資本財株、バリュー株、小型株）がアウトパフォームすると予想しています。これは、2016年のリフレ取引の復活となるでしょう。ただし、その時期を正確に








予測することは難しいものの、いずれかの時点で、米国債利回りの上昇が株式市場に対する深刻な逆風となり、今年後半には大幅な調整をもたらすと考えられます。こうした調整局面では、金利の大幅な低下は言うまでもなく、恐らく による政策支援も引き起こすことになり、株式市場は2018年に再び上昇基調に戻る可能性が高そうです。過去最高値の更新まで上昇するかは分かりません。

冒頭のセクションで指摘したように、「正常な」金利水準が現水準よりも大幅に高いとすれば、長期的に金融資産からリターンを上げることは極めて難しいかもしれません。金利が非常に長期にわたり極めて低位で推移してきた結果、多くの資産で価格は既にバリュエーションの上限に達しており、金利が低水準にとどまらない限り、上昇余地はほとんど残されていません。ディフェンシブな資産（大型グロース株、高配当株、ヘルスケアセクター、生活必需品セクター、とりわけ国債）は、2010年末以降の上昇相場の大半の期間で、揃って他の資産を大幅にアウトパフォームしてきました。

＞ 見通し

金利主導の調整が実際に起こるとしても、その前に、世界の株式市場はさらに 5%～10%上昇する可能性があります。長期国債利回りは今後数四半期にわたり徐々に上昇するとの当社の判断が正しければ、この相場上昇が2009年3月に始まった株式市場の長期大幅上昇の最終局面となるかもしれません。世界経済が失速するまでの期間（恐らく2018年末あるいは2019年）、投資家は中期社債と一部の分野の商業不動産に妙味を見出せそうです。金利の上昇は、新興国の株式と債券にとって大きな悪影響を及ぼすとみられます。

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% | 2.1% | 4.4% | 1.38% | 3.00% |
| | | 2018 F | 2.6% | 2.2% | 4.0% | 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 | 1.5% | 1.4% | 7.0% | 0.50% | 1.72% |
| | | 2017 F | 2.5% | 1.9% | 6.6% | 0.60% | 1.90% |
| | | 2018 F | 2.0% | 2.0% | 6.6% | 0.80% | 2.30% |
|  | <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 | 1.6% | 2.6% | 4.7% | 0.25% | 1.50% |
| | | 2018 F | 1.3% | 2.5% | 5.0% | 0.50% | 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 | 1.8% | 0.2% | 10.0% | 0.00% | 0.21% |
| | | 2017 F | 1.9% | 1.6% | 9.3% | 0.00% | 0.60% |
| | | 2018 F | 1.9% | 1.5% | 9.0% | 0.00% | 0.90% |
|  | <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% | 0.10% |
| | | 2018 F | 1.0% | 0.8% | 2.9% | -0.10% | 0.13% |
|  | <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% | 5.7% | 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) | 103.9 | 105.0 | 105.0 | 1.3% | 2.1% | 2.2% | 103.1 | 104.1 | 105.4 | -1.2% | 1.0% | 1.2% |
| 2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100) | 75.9 | 76.7 | 76.6 | 0.7% | 1.5% | 1.3% | 75.7 | 76.3 | 76.9 | -1.4% | 0.8% | 0.8% |
| 3 Total Private Housing Starts (SAAR) | 1,189 | 1,156 | 1,092 | 5.4% | -0.7% | -2.4% | 1,177 | 1,295 | 1,386 | 6.3% | 10.0% | 7.0% |
| 4 Total Light Vehicle Sales (YTD) | 4,013.9 | 5,426.8 | 6,937.8 | -1.4% | -2.4% | -2.0% | 17,465 | 17,290 | 17,463 | 0.4% | -1.0% | 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 | 1,729.2 | 4.3% | 22.3% | 11.5% | 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 | 117.6 | 118.3 | 3.2% | 1.5% | 2.3% | 117.3 | 121.1 | 124.5 | 2.5% | 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% | 1.9% | 2.1% | 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% | 1.7% | 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 | 16,872.8 | 1.4% | 17,005.9 | 3.2% | 17,122.4 | 2.8% | 17,240.0 | 2.8% | 16,397.2 | 2.6% | 16,662.1 | 1.6% |
| Personal Consumption Expenditure: | 11,701.3 | 1.1% | 11,784.7 | 2.9% | 11,863.1 | 2.7% | 11,942.0 | 2.7% | 11,214.7 | 3.2% | 11,522.2 | 2.7% |
| Durable Goods | 1,641.7 | -1.6% | 1,653.9 | 3.0% | 1,666.1 | 3.0% | 1,678.5 | 3.0% | 1,498.1 | 6.9% | 1,584.6 | 5.8% |
| Non-Durables | 2,532.7 | 1.6% | 2,551.5 | 3.0% | 2,570.4 | 3.0% | 2,589.5 | 3.0% | 2,439.3 | 2.6% | 2,500.5 | 2.5% |
| Services | 7,578.5 | 1.4% | 7,625.4 | 2.5% | 7,672.6 | 2.5% | 7,720.2 | 2.5% | 7,310.3 | 2.8% | 7,480.9 | 2.3% |
| Gross Private Domestic Invest. | 2,894.3 | 3.7% | 2,926.0 | 4.4% | 2,962.8 | 5.1% | 3,001.2 | 5.3% | 2,869.0 | 5.0% | 2,824.6 | -1.6% |
| Bus. Fixed Invest. | 2,252.3 | 10.4% | 2,272.5 | 3.6% | 2,295.2 | 4.1% | 2,319.3 | 4.3% | 2,200.2 | 2.1% | 2,188.6 | -0.5% |
| Structures | 466.3 | 22.5% | 468.6 | 2.0% | 470.9 | 2.0% | 474.4 | 3.0% | 452.1 | -4.4% | 439.2 | -2.9% |
| Equipment | 1,056.8 | 7.8% | 1,067.2 | 4.0% | 1,080.3 | 5.0% | 1,093.6 | 5.0% | 1,072.5 | 3.5% | 1,041.4 | -2.9% |
| Intellectual Property Products | 731.5 | 6.4% | 738.7 | 4.0% | 746.0 | 4.0% | 753.3 | 4.0% | 680.0 | 4.8% | 711.9 | 4.7% |
| Residential Invest. | 614.4 | 12.9% | 623.4 | 6.0% | 632.6 | 6.0% | 641.8 | 6.0% | 564.5 | 11.7% | 592.0 | 4.9% |
| Change in Inventory | 2.6 - | | 30.0 - | | 35.0 - | | 40.0 - | | 84.0 - | | 22.0 - | |
| Net Exports | -595.6 - | | -603.4 - | | -608.8 - | | -613.6 - | | -540.0 - | | -563.0 - | |
| Exports | 2,174.0 | 7.0% | 2,190.1 | 3.0% | 2,204.8 | 2.7% | 2,219.5 | 2.7% | 2,120.6 | 0.1% | 2,128.2 | 0.4% |
| Imports | 2,769.6 | 4.0% | 2,793.5 | 3.5% | 2,813.6 | 2.9% | 2,833.1 | 2.8% | 2,660.6 | 4.6% | 2,691.2 | 1.1% |
| Gov't Purchases of Goods & Services | 2,901.2 | -0.9% | 2,899.0 | -0.3% | 2,905.6 | 0.9% | 2,910.6 | 0.7% | 2,883.7 | 1.8% | 2,907.0 | 0.8% |
| Federal | 1,115.3 | -2.0% | 1,114.9 | -0.2% | 1,117.1 | 0.8% | 1,117.7 | 0.2% | 1,113.9 | 0.0% | 1,120.5 | 0.6% |
| National Defense | 656.2 | -3.9% | 656.2 | 0.0% | 657.8 | 1.0% | 657.8 | 0.0% | 672.0 | -2.1% | 667.0 | -0.7% |
| Non-Defense | 458.1 | 0.7% | 458.7 | 0.5% | 459.2 | 0.5% | 459.8 | 0.5% | 441.3 | 3.3% | 452.7 | 2.6% |
| State & Local | 1,784.1 | -0.2% | 1,784.1 | 0.0% | 1,788.5 | 1.0% | 1,793.0 | 1.0% | 1,768.2 | 2.9% | 1,784.8 | 0.9% |
| Real Final Sales | 16,853.7 | 2.6% | 16,975.9 | 2.9% | 17,087.4 | 2.7% | 17,200.0 | 2.7% | 16,300.6 | 2.4% | 16,626.1 | 2.0% |
| Real Domestic Final Sales | 17,448.2 | 2.3% | 17,579.3 | 3.0% | 17,696.2 | 2.7% | 17,813.5 | 2.7% | 16,841.7 | 3.1% | 17,190.4 | 2.1% |
| y/y | 2.1% | | 2.5% | | 2.4% | | 2.5% | | | | | |
| | 1st QUARTER 18 | | 2nd QUARTER 18 | | 3rd QUARTER 18 | | 4th QUARTER 18 | | 2017 FORECAST | | 2018 FORECAST | |
| | Forecast | | Forecast | | Forecast | | Forecast | | | | | |
| Real GDP | 17,358.0 | 2.8% | 17,466.4 | 2.5% | 17,562.4 | 2.2% | 17,641.8 | 1.8% | 17,060.2 | 2.4% | 17,507.1 | 2.6% |
| Personal Consumption Expenditure: | 12,021.6 | 2.7% | 12,096.5 | 2.5% | 12,170.1 | 2.5% | 12,236.7 | 2.2% | 11,822.8 | 2.6% | 12,131.2 | 2.6% |
| Durable Goods | 1,691.0 | 3.0% | 1,703.5 | 3.0% | 1,718.2 | 3.5% | 1,728.8 | 2.5% | 1,660.1 | 4.8% | 1,710.4 | 3.0% |
| Non-Durables | 2,608.7 | 3.0% | 2,624.8 | 2.5% | 2,641.1 | 2.5% | 2,654.2 | 2.0% | 2,561.0 | 2.4% | 2,632.2 | 2.8% |
| Services | 7,768.0 | 2.5% | 7,814.2 | 2.4% | 7,856.8 | 2.2% | 7,899.6 | 2.2% | 7,649.2 | 2.2% | 7,834.6 | 2.4% |
| Gross Private Domestic Invest. | 3,033.8 | 4.4% | 3,061.0 | 3.6% | 3,077.2 | 2.1% | 3,085.2 | 1.0% | 2,946.1 | 4.3% | 3,064.3 | 4.0% |
| Bus. Fixed Invest. | 2,342.5 | 4.1% | 2,363.3 | 3.6% | 2,379.7 | 2.8% | 2,391.0 | 1.9% | 2,284.9 | 4.4% | 2,369.1 | 3.7% |
| Structures | 476.8 | 2.0% | 479.2 | 2.0% | 481.5 | 2.0% | 481.5 | 0.0% | 470.1 | 7.0% | 479.8 | 2.1% |
| Equipment | 1,107.0 | 5.0% | 1,117.9 | 4.0% | 1,126.2 | 3.0% | 1,131.8 | 2.0% | 1,074.5 | 3.2% | 1,120.7 | 4.3% |
| Intellectual Property Products | 760.8 | 4.0% | 768.3 | 4.0% | 774.0 | 3.0% | 779.7 | 3.0% | 742.4 | 4.3% | 770.7 | 3.8% |
| Residential Invest. | 651.3 | 6.0% | 657.7 | 4.0% | 662.6 | 3.0% | 664.2 | 1.0% | 628.1 | 6.1% | 658.9 | 4.9% |
| Change in Inventory | 40.0 - | | 40.0 - | | 35.0 - | | 30.0 - | | 26.9 - | | 36.3 - | |
| Net Exports | -618.7 - | | -621.9 - | | -623.0 - | | -623.3 - | | -605.3 - | | -621.7 - | |
| Exports | 2,238.1 | 3.4% | 2,254.7 | 3.0% | 2,271.4 | 3.0% | 2,285.5 | 2.5% | 2,197.1 | 3.2% | 2,262.5 | 3.0% |
| Imports | 2,856.8 | 3.4% | 2,876.6 | 2.8% | 2,894.4 | 2.5% | 2,908.8 | 2.0% | 2,802.4 | 4.1% | 2,884.2 | 2.9% |
| Gov't Purchases of Goods & Services | 2,921.7 | 1.5% | 2,931.3 | 1.3% | 2,938.6 | 1.0% | 2,943.6 | 0.7% | 2,904.1 | -0.1% | 2,933.8 | 1.0% |
| Federal | 1,122.1 | 1.6% | 1,124.9 | 1.0% | 1,127.7 | 1.0% | 1,130.5 | 1.0% | 1,116.2 | -0.4% | 1,126.3 | 0.9% |
| National Defense | 661.1 | 2.0% | 662.7 | 1.0% | 664.4 | 1.0% | 666.1 | 1.0% | 657.0 | -1.5% | 663.6 | 1.0% |
| Non-Defense | 461.0 | 1.0% | 462.1 | 1.0% | 463.3 | 1.0% | 464.4 | 1.0% | 459.0 | 1.4% | 462.7 | 0.8% |
| State & Local | 1,799.7 | 1.5% | 1,806.4 | 1.5% | 1,810.9 | 1.0% | 1,813.2 | 0.5% | 1,787.4 | 0.1% | 1,807.5 | 1.1% |
| Real Final Sales | 17,318.0 | 2.8% | 17,426.4 | 2.5% | 17,527.4 | 2.3% | 17,611.8 | 1.9% | 17,029.2 | 2.4% | 17,470.9 | 2.6% |
| Real Domestic Final Sales | 17,936.7 | 2.8% | 18,048.3 | 2.5% | 18,150.4 | 2.3% | 18,235.1 | 1.9% | 17,634.3 | 2.6% | 18,092.6 | 2.6% |
| y/y | 2.9% | | 2.7% | | 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

20 7

2

20 7

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