

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

● 世界経済のエンジン：軽快に前進中

世界経済の同時回復は続いており、2018年、あるいはそれ以降も持続する公算が大きい。多くの国で経済成長は力強く、金融環境は緩和され、企業利益は急増し、インフレ率と金利は低水準にとどまり、信頼感は向上し、慎重姿勢は薄れつつある。

● 米雇用統計：際立ってはいないが十分な内容

米国の8月の雇用統計は予想を大幅に下回ったものの、FRBが金融緩和の縮小を思いとどまらせるほどの弱さではないとみられる。

● 中央銀行：緩やかで漸次的、市場の反応に神経をとがらせている

世界同時景気回復にもかかわらず、各国中央銀行は金融緩和の縮小に消極的であり、そうした姿勢が長期金利を低位にとどめている。力強い成長モメンタムと価格決定力の改善が長期金利への上昇圧力となろう。

● アセットアロケーション：低金利環境下では株式優位

8月のリターンにばらつきが見られた主な要因は、長期金利の低下、力強い経済成長、ドル安にある。こうした環境は同時に、株式に若干の上振れ余地があることを示唆している。



2017年9月号

世界経済のエンジン：軽快に前進中

世界経済は幾つかの転換期を経て、今や同時拡大の途上にあります。2014年半ばに始まったドルの急騰と原油価格急落の影響で、2015年の世界経済はリセッション手前の状態にありました。2016年にドルが下落に転じコモディティ価格が底入れをしてから、経済は回復に向かい始め、世界の名目国内総生産（GDP）成長率はマイナスからプラスに転じました。米国の製造業は縮小から成長に大きく振れました。消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）は緩やかなインフレから加速し、多くの国で物価は上昇しています。特に顕著なのが中国で、中国のPPIは2016年後半に、2012年3月から続いていた低下ようやく歯止めがかかりました。

2017年に入って、世界経済は景気回復期から持続的拡大期に移行しています。米国の景気サイクルは9年目を迎えましたが、多くの面でいまだに一服感はみられていません。第2四半期の実質GDP成長率は年率3%に上方修正され、確報値でさらに上方修正される可能性もあります。雇用の伸びは1~2年前に比べると若干鈍化しているものの、依然として堅調を維持しています。賃金上昇率はここ2年ほど2.5%~2.7%の範囲内で推移してきましたが、近く上振れするとみられます。出遅れることの多い設備投資もついに上向き、直近数カ月の製造業受注と出荷の数字に表れています。とはいえ、インフレ率に勢いはなく、米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げに慎重になっています。企業利益は好調な伸びを見せ、センチメントは全体的に上向いていると考えます。

▶ 目覚ましい成長を見せる世界経済

ユーロ圏の景気サイクルは米国よりも初期段階にありますが、米国同様に好調に見えます。第2四半期の実質GDP成長率は年率2.6%に上方修正されました。家計消費と企業支出が牽引したことに加えて、輸出が輸入を上回ったことから純輸出も成長に寄りました。過去3四半期の平均GDP成長率は年率2.4%となり、ここ数年間で最も高い水準に達しました。堅調な鉱工業生産や購買担当者景気指数（PMI）は、トレンドを上回る成長が持続することを示唆しています。

多くの国で経済成長は力強く、金融環境は緩和され、企業利益は急増し、インフレ率と金利は低水準にとどまり、信頼感の上向き、慎重姿勢は薄れつつあります。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

日本の第2四半期の実質GDP成長率は、速報値の年率4%という驚異的な伸びから2.5%に下方修正されましたが、1%~1.5%のトレンド成長率を大幅に上回る水準を維持しています。労働市場は極めて逼迫しており、失業率は2.8%の低水準にあります。有効求人倍率は1.51倍という記録的水準にありますが、そうした逼迫も賃金上昇率には反映されていません。中国の最新の経済指標は、若干の好転が見られました。

- 輸入の回復
- 鉄鉱石価格は引き続き上昇
- 8月のPPIは前年同月比6.3%上昇となり、7月の5.5%上昇から加速

急成長の後

しかし、経済成長の勢いの失速を示唆する兆候も一部に見られます。決して減速しているわけではなく、成長ペースが横ばいになっているということです。とはいえ、永久に加速することはあり得ないわけで、これも当然の流れと言えるでしょう。PMIは、欧州では極めて高水準で、日本も良好な水準でピークを付けたとみられます。マーケット・ニュース・インターナショナルによる中国の企業景況感指数はやや上昇し、国家統計局による景況感指数も上昇しました。

ハリケーン「ハービー」と「イルマ」がもたらした甚大な被害により、米国の経済指標はしばらく混乱が予想されます。それでも、第3四半期の経済成長は第2四半期の3%のペースからそれほど変わっていません。暴風と洪水による被害からの復興が、今後数四半期は経済成長を後押しすると思われる。

成長の持続:

世界経済の同時回復は今後も続くと思われ、当社は見ています。金利は低水準にあり、金融環境は緩和されています。ドル安により流動性は増加しています。コモディティ価格

は安定しており、需要の堅調ぶりを示唆しています。余剰生産能力の不足による需給逼迫は今のところ表面化していません。先進国における家計債務と企業債務は、足かせになるほどの水準ではありません。米国とユーロ圏の労働市場にはまだ緩みがあり、賃金コストは抑えられています。企業利益は良好な水準にあり、拡大基調にあります。企業や家計は金融危機を教訓に慎重姿勢を維持していますが、信頼感の高まりと共にそうした慎重姿勢も徐々に緩和されており、2018年、あるいはそれ以降も経済成長を後押しするでしょう。地政学リスクが市場に影を落とす恐れはありますが、政治動向以上に企業利益の増加と世界経済の好転が注目されると予想されます。経済のエンジンは順調に成長に向かって前進を続けています。

米雇用統計: 際立ってはいないが十分な内容

8月の米雇用統計では雇用の着実な増加が示され、FRBは大規模な債券ポートフォリオの縮小を、予定通り年内にも着手することが引き続き見込まれます。労働統計局(BLS)の推計では、米国の8月の非農業部門雇用者数は15万6,000人増となりました。政府部門の雇用は9,000人減となった一方、民間部門の雇用者数は16万5,000人増と堅調な拡大を示しました。これは、過去6カ月平均の16万3,000人増に近い水準です。今回の数値は予想を大きく下回りましたが、8月の速報値は新学期開始に伴う教職員採用の一部が数字に反映されず、その後上方修正されるケースが多くあります。

景気拡大局面に入って8年目を迎え、雇用の伸びがやや鈍化するのには正常と言えます。雇用者数は2010年のボトムから約1,700万人増加しており、空きポストを埋める求職者は減少しています。失業者数は2009年末のピークの1,520万人から目下700万人に大幅に減少しており、適当な労働者を確保するのができなくなるのに伴い、当然ながら雇用の伸びが鈍化傾向をたどっています。

景況感指標からも、雇用の減少と賃金の伸びが加速するなど、現在の雇用環境が裏付けられています。7月の全米独立企業連盟（NFIB）の中小企業楽観指数では、求人中の空きポストがあると回答した企業の割合は、1974年の調査開始以来最高の30%に達しました。向こう3カ月間に採用／賃上げを予定していると回答した企業の割合も高くなっています。また、サプライマネジメント協会（ISM）発表の8月の製造業購買担当者景気指数（PMI）の雇用指数は、金融危機後に企業が生産を拡大していた2011年以来の高水準となる59.9を付けています。

賃金の伸びを見ると、BLS発表の平均時給は前年同月比で2.5%増加しました。前月比では0.1%増と伸び悩みましたが、当社は賃金の伸びは今後加速するとみています。

ハリケーン「ハービー」の大規模被害による影響が、既に経済指標に表れています。先週の新規失業保険申請件数はテキサス州を中心に急増し、前週から6万2,000人増の29万8,000人となりました。ただし新規失業保険申請件数は、テキサス州での復興活動が開始され、復興への取り組みが本格化するのに伴って低い水準に戻ると考えられます。

中央銀行: 緩やかで漸次的、市場の反応に神経をとがらせている

世界経済の同時回復からは、各国中央銀行が揃って金融政策の正常化に着手することが示唆されますが、実際の状況は大きく異なります。カナダ銀行は他の中銀に先駆けて、今年7月以来2度目となる25bpの利上げを9月6日に実施し、政策金利を1.0%としました。同中銀は声明の中で、過剰生産能力、インフレの低迷、賃金の伸び悩み、通貨高、過剰債務、地政学リスクに対する懸念を表明しました。では、利上げに踏み切った理由は何でしょうか。背景には第2四半期の経済成長率が急加速したこと、7月の失業率が2008年以来の低水準を付け、雇用が2007年以来の高い伸びになったことがありました。

他の中央銀行はカナダ銀行ほど正常化に積極的ではありません。FRBは、年内の債券ポートフォリオの縮小開始がほぼ確実視されるものの、次回利上げは2018年まで先送りする可能性があります。欧州中央銀行（ECB）は9月7日の政策理事会で政策の据え置きを発表しました。ECBは予想経済成長率を引き上げた一方、インフレ見通しは2017年、2018年ともに若干下方修正し、ユーロ圏経済に対するリスクは「概ね均衡している」との見方を示しました。ECBは10月の理事会で、2018年に向けて政策ミックスと資産購入に関する変更を発表すると予想されます。ECBのドラギ総裁は、政策金利は「資産購入終了後もかなりの期間にわたり」据え置く見込みであることを再確認し、ECBの目標水準に向けた「インフレ率の持続的回復を確実にするため、非常に大規模な金融緩和の継続が必要になる」と強調しました。

オーストラリアの第2四半期の実質GDP成長率は予想を下回ったとはいえ、前期比年率3.3%に急加速しましたが、オーストラリア準備銀行は過去13カ月間と同様、政策金利を1.5%に据え置くことと予想されます。第2四半期の堅調な成長率、フルタイム雇用の高い伸び、良好な設備投資見通しからは、同国の鉱業セクターが低迷から脱したことが示唆されます。しかし、同中銀は高水準の家計債務や消費者信頼感の低迷、賃金の伸び悩みが将来の消費に及ぼすマイナスの影響を懸念しています。日本では経済成長は力強く、失業率は超低水準にあるものの、日銀は超緩和的な金融政策を維持しています。

▶ 金利は低水準にとどまる

堅調な経済成長、夏場の落ち着いた市場環境、世界的な信頼感の上昇、さらに自律的な景気拡大からは金利は上昇することが示唆されますが、実際には上昇はしていません。インフレ率の上昇が緩慢なことから、中央銀行は緩和姿勢を継続し、金利は極めて低位にとどまっています。こうしたインフレの低迷に加え、ハリケーンの直撃や地政学的緊張の高まりにより、長期金利は過去1カ月に徐々に低下しました。8月に10年物ドイツ国債利回りは0.54%から0.36%に低下し、10年物英国債利回りは0.18%低下、また、10年物日本国債利回りはゼロ付近に低下しました。米国金利の推移については下表をご参照ください。

	12/31/2014	12/31/2015	12/30/16	03/13/2017 (最高値)*	09/06/2016 (最低値)*	08/31/2017 現在
2年	0.66%	1.05%	1.19%	1.37%	0.73%	1.33%
10年	2.17%	2.27%	2.44%	2.63%	1.53%	2.12%
2年-10年スプレッド	1.51%	1.22%	1.25%	1.26%	0.80%	0.79%
30年	2.75%	3.02%	3.07%	3.21%	2.22%	2.73%

*T12ヶ月の最高値と最安値、過去12ヶ月間の10年物国債利回りを基準
出所: Bloomberg

➤ 金利の見通し

当社は米国債利回りに上昇圧力がかかるとの見方を取ってきましたが、この予想は今のところ現実味を帯びていません。市場コンセンサスでは、インフレの可能性が消滅し、金利は恒久的に低位にとどまると予想されているようです。この見方には、次のような根拠があります。

- 主要中央銀行の極度に慎重な政策スタンス
- 足元の低インフレ
- ドル安
- トランプ政権内の混乱
- 地政学的緊張の高まりに伴う安全資産への逃避の加速

金利上昇圧力はまだ顕在化していないとみられますが、企業利益の堅調な拡大からは、企業がある程度の価格決定力を持っていることが示唆されます。過去の景気サイクルにおいては常に、景気拡大の終盤に賃金の伸びが急加速しインフレの上昇を促してきました。既に、ドル安を背景に輸入デフレは解消されています。また過去数四半期に見られたような力強い成長モメンタムは、従来の景気サイクルではインフレの押し上げ要因となってきました。PPIは近く消費者物価がやや加速することを示唆しており、コモディティ価格も底堅く推移しています。インフレ率が幾分加速することで、投資家の将来のインフレに対する期待は高まると見られ、その結果、先進国の長期金利に上昇圧力がかかると予想されます。

さらに、FRBの大規模な債券ポートフォリオが金利の低下を促したことが事実であれば、バランスシート縮小は逆に作用し、利回りの上昇につながると考えられます。最後に、トランプ大統領の財政政策に関しては、いずれの施策についても法制化を予想する投資家はごく一部です。ただし、債務上限引き上げ法案とハリケーン「ハービー」の被害救済法案の議会通過を受けて、何らかの税制改革措置が実現する可能性が高まっている模様です。下表に当社の米国債利回りの予想を示しています。FRBによる次回利上げは2018年3月になると当社はみています。

Interest Rates	Yearend 2017	Yearend 2018
Federal Funds	1.13%	1.88%
2-Year UST Yield	1.5%	2.0%
10-Year UST Yield	2.5%	2.75%
2-10 Year Spread	1.0%	0.75%

アセットアロケーション： 低金利環境下では株式優位

8月の金融市場における注目すべき動きは、長期債利回りの低下でした。米国、ドイツ、英国の10年物国債利回りはいずれも0.2%前後低下しました。これに加えて、経済成長が堅調だったことから、世界の債券の多くは月次リターン、四半期リターンともに良好な水準となりました。バークレイズ米国長期国債インデックスの8月のリターンが3.4%となったほか、グローバル・ハイイールド債券インデックスと新興国債券インデックスも、良好なリターンを上げました。

一方、地政学懸念やトランプ大統領主導の財政刺激策の実施に対する期待感の後退を背景に、米国株式市場の8月のリターンはゼロ近辺となりました。S&P500指数はトータルリターンがわずかに0.3%となり、値上がりも0.1%にとどまり、ダウ平均のリターンもS&P500指数を若干上回った程度でした。ユーロ圏と日本の株式相場は下落しました。一方、新興国市場の株式は、ドル安、低金利、底堅いコモディティ価格、世界経済の力強い成長を追い風に、最も良好なリターンを上げました。MSCIエマージング・マーケット・インデックスは月間で2.0%上昇し、7月からの2カ月間では7.6%の上昇となりました。

➤ 引き続き株式を选好








先行きの株式市場はわずかながら上昇余地が見込まれます。企業利益は堅調に推移しており、S&P500指数構成企業の12カ月実績ベースの利益は、2017年第2四半期に前年比19.7%増加しました。また、世界的な景気拡大は多くの国やセクターで同時に進んでいます。インフレ圧力は極めて抑制されています。主要中央銀行の金融緩和縮小は極めて緩やかなペースにとどまると予想されることから、金利の大幅な上昇は見込みにくい状況です。従って、株式市場は概ねゴールドロック（適温状態）環境にあると言えます。

バリュエーションは高くなっています。第3四半期の利益予想と直近3四半期の利益実績に基づくS&P500指数の株価収益率（PER）は22.9倍と、過去70年平均の約17倍を大幅に上回っています。もっとも、バリュエーションが有用なのは長期のリターンを予測する場合のみです。現在の高バリュエーションからは、今後10年間のリターンが非常に低

くなる可能性が示唆されますが、向こう1~2カ月あるいは1~2年のリターンの判断材料とはほとんどなりません。現在、ディフェンシブなセクターや証券がアウトパフォームし、安全資産である債券が好パフォーマンスを収めていることから明らかなように、株式市場の信頼感はかなり低く、このことは少なくとも、投資家の間に過度な高揚感はないことを意味します。

通常、株式市場の長期の上昇局面は、リセッションが近くことで終わりを迎えます。しかし、中期的にリセッションが生じる兆候はほとんど見られません。FRBが極めて積極的な引き締め姿勢を取ることもなく、インフレの急騰も見られず、不均衡や経済上の制約もほとんど生じていません。現在、労働市場の緩みは縮小しつつありますが、賃金の急速な伸びはありません。現在の株価上昇サイクルに終止符を打つ要因として最も可能性が高いのは、米国長期国債の利回り上昇です。当社は、長期利回りの上昇が株価上昇にピリオドを打つとの見方を維持していますが、市場がこの点を懸念していないのは確かです。株価上昇サイクルが終了するリスクは高まっており、リスク許容度が低い投資家は資金を温存するべきでしょう。ただしそれ以外の投資家にとっては、少なくとも短期的には、多少の株価上昇が見込める状況だと考えます。

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	1.5%	1.3%	4.9%	0.62%	2.46%
		2017 F	2.2%	2.0%	4.5%	1.13%	2.50%
		2018 F	2.6%	2.2%	4.2%	1.63%	2.75%
	<u>Canada:</u>	2014	2.6%	1.9%	6.9%	0.75%	1.78%
		2015	0.9%	1.1%	6.9%	0.50%	1.39%
		2016	1.5%	1.4%	7.0%	0.50%	1.72%
		2017 F	2.8%	1.7%	6.5%	1.25%	2.10%
		2018 F	2.0%	2.0%	6.4%	1.50%	2.50%
	<u>UK:</u>	2014	3.1%	1.5%	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%	2.7%	4.6%	0.25%	1.20%
		2018 F	1.3%	2.5%	5.0%	0.50%	1.60%
	<u>Eurozone:</u>	2014	1.3%	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	2.1%	1.6%	9.2%	0.00%	0.70%
		2018 F	1.9%	1.5%	8.7%	0.00%	1.00%
	<u>Japan:</u>	2014	0.3%	2.7%	6.3%	0.10%	0.31%
		2015	1.1%	0.8%	3.4%	0.10%	0.26%
		2016	1.0%	-0.1%	3.1%	-0.10%	0.04%
		2017 F	1.4%	0.5%	2.9%	-0.10%	0.05%
		2018 F	1.0%	0.8%	2.8%	-0.10%	0.10%
	<u>Australia:</u>	2014	2.8%	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%	2.0%	5.7%	1.50%	2.75%
		2018 F	2.8%	2.2%	5.6%	1.70%	3.10%
	<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%	2.2%		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 %		
	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	105.3	105.5		2.1%	2.2%		103.1	104.6	106.5	-1.2%	1.5%	1.8%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	76.7	76.7		1.2%	1.1%		75.7	76.5	77.4	-1.4%	1.0%	1.2%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,213	1,155		1.9%	-5.6%		1,177	1,250	1,377	6.3%	6.2%	7.0%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	8,401.7	9,809.7	11,285.6	-2.2%	-3.0%	-2.8%	17,465	17,203	17,375	0.4%	-1.5%	1.0%
5 Civilian Labor Force (thousands)	160,145	160,494	160,571	0.8%	0.8%	0.7%	159,186	160,429	162,088	1.3%	0.78%	1.11%
6 Civilian Employment (thousands)	153,168	153,513	153,439	1.4%	1.3%	1.2%	151,437	153,295	155,295	1.7%	1.2%	1.3%
7 Total Unemployment (thousands)	6,977	6,981	7,132	-10.5%	-9.9%	-9.2%	7,750	7,134	6,793	-6.5%	-8.1%	-4.8%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q4-16	Q1-17	Q2-17	Q4-16	Q1-17	Q2-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,787.4	1,810.5	1,785.9	19.6%	11.8%	8.1%	1,687.9	1,772	1,867	2.2%	8.0%	6.0%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	115.4	116.9	117.4	-0.6%	1.9%	1.0%	115.8	118.1	120.5	1.0%	2.0%	2.0%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2014	2015	2016	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	2.4%	2.2%	1.9%	1.6%	1.7%		2.2%	2.2%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%		2.0%	2.2%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,998	2,713	2,240	50	207	145	210	189	156			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.2	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	1.7	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.3	4.0	3.8	4.0	4.0	4.1	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	13.7	14.7	14.3	13.3	13.2	13.6	-	-	

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	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast				
Real GDP	16,903.2	1.2%	17,030.0	3.0%	17,156.6	3.0%	17,269.3	2.7%	16,471.5	2.9%	16,716.2	1.5%
Personal Consumption Expenditures	11,758.0	1.9%	11,854.4	3.3%	11,930.3	2.6%	12,009.7	2.7%	11,264.3	3.6%	11,572.1	2.7%
Durable Goods	1,647.3	-0.1%	1,683.0	9.0%	1,695.5	3.0%	1,708.1	3.0%	1,511.9	7.8%	1,595.1	5.5%
Non-Durables	2,540.2	1.1%	2,567.1	4.3%	2,579.8	2.0%	2,599.0	3.0%	2,446.8	3.1%	2,514.3	2.8%
Services	7,621.0	2.5%	7,661.4	2.1%	7,703.2	2.2%	7,750.9	2.5%	7,340.2	3.2%	7,507.3	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,897.0	-1.2%	2,922.9	3.6%	2,945.2	3.1%	2,978.3	4.6%	2,905.4	5.2%	2,858.2	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2,263.6	7.1%	2,301.0	6.8%	2,313.9	2.3%	2,338.2	4.3%	2,223.5	2.3%	2,210.4	-0.6%
Structures	468.0	14.8%	475.1	6.2%	477.5	2.0%	481.0	3.0%	465.4	-1.8%	446.4	-4.1%
Equipment	1,059.4	4.4%	1,081.9	8.8%	1,087.3	2.0%	1,100.6	5.0%	1,084.5	3.5%	1,047.8	-3.4%
Intellectual Property Products	738.6	5.8%	747.5	4.9%	751.2	2.0%	758.6	4.0%	677.8	3.8%	720.4	6.3%
Residential Invest.	605.5	11.1%	595.4	-6.5%	601.3	4.0%	610.1	6.0%	556.9	10.2%	587.5	5.5%
Change in Inventory	1.2 -		1.8 -		30.0 -		30.0 -		100.6 -		33.4 -	
Net Exports	-622.2 -		-613.4 -		-619.0 -		-623.8 -		-545.3 -		-586.3 -	
Exports	2,162.3	7.3%	2,182.1	3.7%	2,196.7	2.7%	2,211.4	2.7%	2,127.1	0.4%	2,120.1	-0.3%
Imports	2,784.5	4.3%	2,795.6	1.6%	2,815.7	2.9%	2,835.2	2.8%	2,672.4	5.0%	2,706.3	1.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,896.6	-0.6%	2,894.3	-0.3%	2,898.3	0.6%	2,903.3	0.7%	2,878.5	1.4%	2,900.2	0.8%
Federal	1,108.4	-2.4%	1,113.7	1.9%	1,115.2	0.5%	1,115.8	0.2%	1,114.1	-0.1%	1,114.6	0.0%
National Defense	658.6	-3.3%	666.2	4.7%	667.9	1.0%	667.9	0.0%	672.0	-2.2%	667.0	-0.7%
Non-Defense	449.0	-1.1%	446.8	-1.9%	447.4	0.5%	447.9	0.5%	441.6	3.2%	447.0	1.2%
State & Local	1,786.2	0.5%	1,778.7	-1.7%	1,783.1	1.0%	1,787.6	1.0%	1,762.8	2.3%	1,783.7	1.2%
Real Final Sales	16,883.5	2.7%	17,009.7	3.0%	17,126.6	2.8%	17,239.3	2.7%	16,354.3	2.6%	16,664.1	1.9%
Real Domestic Final Sales	17,502.7	2.4%	17,621.2	2.7%	17,745.5	2.9%	17,863.1	2.7%	16,900.4	3.3%	17,250.3	2.1%
y/y	2.0%		2.2%		2.3%		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	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Real GDP	17,387.4	2.8%	17,496.0	2.5%	17,592.3	2.2%	17,672.0	1.8%	17,089.8	2.2%	17,536.9	2.6%
Personal Consumption Expenditures	12,089.7	2.7%	12,165.0	2.5%	12,239.1	2.5%	12,306.1	2.2%	11,888.1	2.7%	12,200.0	2.6%
Durable Goods	1,720.7	3.0%	1,733.5	3.0%	1,748.5	3.5%	1,759.3	2.5%	1,683.5	5.5%	1,740.5	3.4%
Non-Durables	2,618.3	3.0%	2,634.5	2.5%	2,650.8	2.5%	2,663.9	2.0%	2,571.5	2.3%	2,641.9	2.7%
Services	7,798.9	2.5%	7,845.3	2.4%	7,888.1	2.2%	7,931.1	2.2%	7,684.1	2.4%	7,865.8	2.4%
Gross Private Domestic Invest.	3,010.6	4.4%	3,037.7	3.6%	3,053.8	2.1%	3,061.8	1.0%	2,935.9	2.7%	3,041.0	3.6%
Bus. Fixed Invest.	2,361.6	4.1%	2,382.5	3.6%	2,399.0	2.8%	2,410.4	1.9%	2,304.2	4.2%	2,388.4	3.7%
Structures	483.4	2.0%	485.8	2.0%	488.2	2.0%	488.2	0.0%	475.4	6.5%	486.4	2.3%
Equipment	1,114.1	5.0%	1,125.1	4.0%	1,133.4	3.0%	1,139.1	2.0%	1,082.3	3.3%	1,127.9	4.2%
Intellectual Property Products	766.1	4.0%	773.6	4.0%	779.4	3.0%	785.2	3.0%	749.0	4.0%	776.1	3.6%
Residential Invest.	619.0	6.0%	625.1	4.0%	629.8	3.0%	631.3	1.0%	603.1	2.7%	626.3	3.9%
Change in Inventory	30.0 -		30.0 -		25.0 -		20.0 -		15.8 -		26.3 -	
Net Exports	-629.0 -		-632.3 -		-633.5 -		-633.8 -		-619.6 -		-632.2 -	
Exports	2,229.9	3.4%	2,246.5	3.0%	2,263.1	3.0%	2,277.1	2.5%	2,188.1	3.2%	2,254.2	3.0%
Imports	2,859.0	3.4%	2,878.8	2.8%	2,896.6	2.5%	2,911.0	2.0%	2,807.7	3.7%	2,886.3	2.8%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,914.4	1.5%	2,923.9	1.3%	2,931.2	1.0%	2,936.3	0.7%	2,898.1	-0.1%	2,926.5	1.0%
Federal	1,120.2	1.6%	1,123.0	1.0%	1,125.8	1.0%	1,128.6	1.0%	1,113.3	-0.1%	1,124.4	1.0%
National Defense	671.2	2.0%	672.8	1.0%	674.5	1.0%	676.2	1.0%	665.1	-0.3%	673.7	1.3%
Non-Defense	449.0	1.0%	450.1	1.0%	451.3	1.0%	452.4	1.0%	447.8	0.2%	450.7	0.7%
State & Local	1,794.2	1.5%	1,800.9	1.5%	1,805.4	1.0%	1,807.7	0.5%	1,783.9	0.0%	1,802.1	1.0%
Real Final Sales	17,357.4	2.8%	17,466.0	2.5%	17,567.3	2.3%	17,652.0	1.9%	17,064.8	2.4%	17,510.7	2.6%
Real Domestic Final Sales	17,986.4	2.8%	18,098.3	2.5%	18,200.8	2.3%	18,285.8	1.9%	17,683.1	2.5%	18,142.8	2.6%
y/y	2.9%		2.7%		2.5%		2.3%					

Source: Historical Statistics - U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov/nea/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