

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

- 「もう一度弾いて、サム」
2016年初頭に始まった世界経済の拡大は引き続き好調。堅調な設備投資と賃金上昇を伴い、2018年を通して、また2019年に入っても継続する見込み。
- 米国税制改革
30年ぶりの大幅な米国税制改革は、今後数四半期にわたり米国の経済成長を0.25～0.5%押し上げ、賃金上昇と生産性の向上により消費支出を拡大させるだろう。
- 中央銀行—正常化に向けて
世界の成長率は高まり、株式市場は急騰しているにもかかわらず、金利は未だ大恐慌時代の低水準だが、これは2018年に長期金利が切り上がるにつれ解決を見るだろう。
- 資産配分—「基本的なことは何も変わらない」
2017年、政治よりも経済のファンダメンタルズに注視した投資家は報われる結果となったようだ。経済成長は2018年も堅調となると予想するが、金融市場のボラティリティは高まる可能性がある。



2018年1月号

“Play it again, Sam” 「もう一度弾いて、サム」

間違っ引用されがちなことでも有名な1942年の映画「カサブランカ」の台詞ですが、これは多くの市場参加者が新年に望んでいる2017年の再現を適切に表現しています。世界経済の成長は堅調で加速しており、世界の株式指数は上昇し、企業および消費者心理は急上昇し、信頼感指数は数十年来の高値圏となっています。昨年11月に公開から75年を迎えたハンフリー・ボガートとイングリッド・バーグマンが主演するこの名画では、サムはリック（ハンフリー・ボガート）の店のピアノ弾きで、リックのかつてのガールフレンドのイルザ（イングリッド・バーグマン）が「弾いて、サム。『時の過ぎ行くまに』を」と呼びかけます。2017年が過ぎ去った今、2018年は2017年を再生する形となるものの、2018年後半に成長率は小幅に減速し、各国の中央銀行が緩和基調を弱めるなか金融市場は変動が大きくなるでしょう。

› 「いつの時代にも存在する物語」

2016年終盤ごろは、懸念と不透明感が渦巻いていました。ブレグジットに対する懸念、欧州に台頭するポピュリズム、米国の次期政権に対する漠然とした不安感、そして石油価格の下落や企業収益の落ち込みが回復の兆しを見せないことが、投資家に重石となっていました。しかしながら、表面下ではプラスのエネルギーがうごめいており、2017年の経済成長を確かなものとするにつながりました。政治的不安にもかかわらず、欧州大陸各国はもたついた回復から持続的拡大へと移行し、中国政府は経済にダメージを及ぼさない効果的な政策引き締めの手筈を学びました。日本は世界中に拡大した成長の恩恵を受け、米国では消費者信頼感や企業景況感の双方が大きく改善しました。各国の中央銀行は、緩和基調の政策を継続し、市場参加者にとって予測しやすいものとなりました。2017年に世界経済の同時拡大が実現し、市場が上昇したことは多くの人にとって予想外でした。

「2017年に世界経済の同時拡大の勢威が増したことで市場の上昇は、多くの人に驚きをもって受け止められました。」

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

＞ 「お決まりの容疑者を検挙しておけ」

本レポートで紹介する経済指標によると、世界経済はエンジン全開の状態にあると当社は考えます。お決まりの容疑者ではありながら見つからないものはインフレですが、いずれ現れるという信念は失わずにいきましょう。物価はその兆候を見せ始めています。連邦準備制度理事会（FED）が頻繁に引用するインフレ指標はしっかりとした足がかりを得ており、消費者物価指数は直近の最低値である1.4%から1.8%まで上昇し、食品・エネルギーを除くコア指数は1.5%に上昇し2%の目標に近づいています。ユーロ圏と日本において注目されているインフレ指標は、双方ともに0.9%と上昇基調になっています。卸売物価コア指数はインフレ全体指数を先行することが多い指数ですが、世界中で明らかかな上昇基調を見せています。当社では、インフレが制御不能の状態になるとは予測していないものの、その可能性がないとも考えてはいません。

＞ 『時の過ぎ行くままに』

2018年を通して世界の成長率は堅調なものとなるでしょう。しかし世界経済の成長がピークを迎え、中央銀行が金利を正常化に向けて動かなか、2018年後半に多少減速する可能性もあります。コモディティ価格は足元で非常に強い動きを見せているものの、世界経済の成長とともに第1四半期、もしくは第2四半期にピークを付けると予想されます。欧州中央銀行（ECB）および日本銀行（BOJ）は引き続き債券買い入れを行う緩和政策を続けていますが、ECBは買い入れ額を減少させ10月までには終了すると考えています。世界経済の拡大はしばらく継続し、エコノミストたちは楽観してその動きを眺めていられるでしょう。2018年の世界経済は、カサブランカに出てくるサムのように昨年と同じ動きを見せることになるでしょう。しかしインフレが上昇基調を見せるなか、金融市場が2017年ほどには穏やかで実りある年となることは難しい、と当社では考えます。

＞ データ・ダイジェスト—米国

米国経済は2017年第一四半期に減速したのち、第2・3四半期の成長率を年率換算3%と加速を始め、第4四半期の成長率も同様となると当社では予想します。設備投資は堅調で、設備投資とソフトウェア投資は2017年第1～3四半期において年率8%と跳ね上がり、全体で6%超に上昇しました。これは企業業績の伸びが改善したことによるもので、第3四半期の税引後企業利益は、四半期ベースで5.7%、前年同期比ベースで7.7%上昇しました。消費者支出は第3四半期までで年率換算2.5%と堅調で、拡大局面の平均を若干上回る形で上昇しました。消費は2018年に賃金の伸びが3%以上上昇すればさらに上向くでしょう。

第4四半期の経済成長も堅調なものとなるでしょう。2017年11月までの3カ月で名目消費者支出は年率換算で6.3%と大きく上昇しました。賃金・給与所得は前年比4.5%上昇し、貯蓄率は2.9%に減少し、消費者が将来の自身の財力に信頼感を高めていることに合致しています。2017年11月の新築住宅販売戸数は17.5%跳ね上がり、1992年以来最大の月間伸び率となり、年率換算で2007年以降最速のペースとなっています。12月の消費者信頼感指数は若干低下したものの、未だ17年ぶりの高水準にあります。

製造業景気指数では活発な企業活動が見て取れ、企業景況感も堅調なようです。設備投資は第4四半期も好調で、コア資本財受注（国防・航空機除く）は、11月までの3カ月において年率換算18%と大きく上昇しました。2018年を通じても投資は好調なものとなり、消費者支出に若干の改善があれば2018年の米国の成長率は3%を超え、2005年以来最大の伸び幅となると当社では予測しています。米国経済に対する予測は本レポートの末尾および図表1に掲載しており、税制改革による0.2%の押し上げを見込んでいます。

> ユーロ圏

2017年のユーロ圏経済の力強さは、大多数の市場関係者にとって最大のサプライズとなりました。株価の上昇よりもユーロの大幅高にそれが現れましたが、それは企業収益の伸びが幾分弱かったと考えられたからです。経済は加速を続けているため、企業収益は追いついてくるでしょう。マークイット製造業PMI12月速報値はとてよく、総合指数が60.6、フランス指数は59.3、ドイツ指数はさらに堅調で63.3となりました。統合PMI（サービス業および製造業）は58となり、金融危機以降で最高値となりました。ドイツIfc景況感指数は過去最高値水準にあり、フランス景況感指数は2007年以降で最高値となりました。ユーロ圏の12月の雇用は前年比1.7%上昇し、失業率は10月に8.8%と、2013年2月の12.1%と比較して急速に低下しました。第3四半期の実質国内総生産（GDP）の伸びは前年比で2.6%と2007年以降で2番目の高さとなっています。政治的懸念は解消されないものの、2017年初頭に比べ大幅に弱まっているようです。ポピュリズムの波は2016年に台頭したほどのものではなく、フランスのマクロン大統領やドイツのメルケル首相は選挙で勝利し、イタリアでの「5つ星運動」の支持率も下がってきています。3月4日にイタリア総選挙が控えており、スペイン政府とカタルーニャ地方との確執もあり政治的不安は残るものの、成長の大きな妨げとはならないと考えています。異例の緩和政策をとるECBは、量的緩和の縮小と低金利政策を継続するでしょう。新車登録台数は堅調、企業投資や消費の動向は力強く、当社では2018年の実質GDPの伸びは2~2.5%と予想しています。また上方修正の可能性も大きいと考えています。

> 日本

ピークは過ぎたように見えますが、経済基調は未だトレンドを大幅に上振れしているようです。第3四半期の実質GDPは年率換算で前四半期から2.5%の伸びとなり、ブルームバーグは1990年代中盤以降での日本における最長拡大期だとしています。日本の輸出額は11月に16.2%上昇し、直近の景気動向調査では堅調な伸びを見せ、景況感継続すると見られます。失業率は非常に低く2.7%、コアインフレは前年同期比0.9%と上昇傾向にすらあります。日銀は長く続いたデフレとの戦いに勝ちつつあるのかもしれませんが、当社では2018年の成長率を1%~1.5%と予想しますが、上方修正の可能性もあります。いささか低い予想に聞こえるかもしれませんが、人口減少を抱える国としては高い数字ではないでしょうか。

> 中国

2018年は減速の年となるかもしれません。急速に拡大を続ける債務額の抑制や、公害抑制、住宅購入への過熱感を沈静しようとするにより、現在6%台後半にある経済成長は減速することになるでしょう。しかしこうした目標は、長期的に見るとプラスに働くでしょう。2018年の成長率は6%台前半と予測しますが、5%台後半となる可能性もあると考えます。世界景気の同時拡大は中国の輸出を促すものとなっています。数年間にわたり中国のハードランディングの予想が蔓延していますが債務の伸び率が名目経済成長を上回っていることから、そうした予想が実際に起こる可能性はあると見ています。ただしそれにはあと数年はかかるものではないかと当社では考えています。

(図表 1)米国経済見通し	2016 実績値	2017 予想値	2018 予想値
実質GDP	+1.5%	+2.3%	+3.1%
国内最終需要	+2.1%	+2.4%	+3.1%
自動車販売台数	17.5m (0.4%)	17.2m (-1.7%)	17.4m (1.1%)
鉄工業生産	-1.2%	+1.9%	+1.8%
住宅着工件数(百万)	1,117 (6.3%)	1,215 (4.1%)	1,300 (6.1%)
税引後企業利益 (国民所得生産勘定)	+2.2%	+9.2%	+7%
連邦財政収支	-\$0.6t	-\$0.7t	-\$0.7t
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%	+2.3%
消費者物価指数(CPI)除く食品&エネルギー	+2.2%	+1.8%	+2.0%
GDPデフレーター	+1.3%	+1.7%	+2.0%

米国税制改革

米国税法において30年ぶりの大幅改正となる税制改革が可決され、個人税制のすべての税率区分における税率は引き下げられ、また税率区分が拡大されることにより中には、税額がさらに引き下げられる人も出てきます。州・地方税控除や住宅ローン利子控除については個人の一部には上限が加えられてはいるものの、標準控除は概ね2倍となり、扶養控除は大幅に拡大されます。個人減税のほとんどは恒久的なものではなく、2025年までの時限措置となるため、8年間の間にまた政治的な論争が引き起こされることになるかもしれませんが、少なくともそれまでは多くの家計にとって減税とそれによる収入増加がもたらされることでしょう。

企業にかかわる主な改正は、法人税率を35%から21%へ引き下げ、代替ミニマム税（AMT）を撤廃し、5年を期限として投資金額を100%費用に計上することを認めます。またS法人（小規模法人）に認定されている法人や有限責任会社（LLC）に対する合算減税など、国際的な企業にとっては複雑な税制ではありますが、メリットもあるでしょう。

▶経済成長に対する影響

2018年の米国の経済成長は、税制改正以前においても堅調ではあったものの、税制改正によりいくつかの点において成長を後押しすると考えられます。設備投資に対して確固たるインセンティブを与えることにより、2018年以降の成長率は0.2%程度押し上げられると考えられます。また設備投資の増加は家計に対する間接的影響として賃金の上昇効果を生むでしょう。すでに、税制改革を明確な根拠として賃金を上昇させたり、多額のボーナスを支給した企業も出てきています。さらに、投資が拡大することにより生産性も高まり、更なる賃金上昇の公算も高くなっています。生産性の高まりにより賃金上昇のスピードが加速することは、企業利益の下押しとはなりません。つまり賃金の伸びによる消費拡大により企業の最終収益は損なわれることなく、押し上げられるものとなるでしょう。これによる消費拡大は数四半期にわたり米国の経済成長をさらに0.2%程度押し上げる可能性があります。

こうした二次的影響は企業が設備投資を拡大するということを仮定したものです。企業は減税分を自社株買いや企業買収、配当などに使うだけで設備投資拡大は起こらないと主張し、税制改革に反対する人もいますが、私はその意見には同意しません。2001年にハイテクバブルが崩壊して以降、2001年、2002年の企業収益は落ち込み、金融危機の時期にはまた急落したため、住宅およびシェール・エネルギー以外への投資は非常に低迷してきました。設備や備品は老朽化し、新規投資が急務となっています。設備投資が低迷していたことにより、生産性の伸びは事実上ないに等しい状態となっています。賃金の伸びが向上につれ、企業は生産性を上昇させ投資を拡大しようとするようになるでしょう。税制改正は設備投資を拡大させ、生産性を向上させる動きにつながると考えています。

＞その他の影響

税制改革による刺激策はFEDが長く待ち望んだ2%のインフレ目標の達成を早める可能性があります。また、賃金の伸びのペースが高まり、より多くの人々が労働人口に戻ることで、労働参加率を現在の停滞状態から上昇させることにつながる公算も高まります。米国の税率が低下することにより、他国も競争力のあるものとなるよう法人減税を行うことを促され減税合戦となる可能性もあります。日本ではすでに3%以上の賃上げを行った企業には法人税の約3分の1を減税する案を検討し始めています。

＞マイナスの影響は？

最近の税制改革には熱気が高まっており、投資家が「減税のうわさで買い」、「実際の税制改革があれば売り」という考えでいた場合、2018年の早い時期での改革実行は期待はずれで、市場にとってマイナスとなる可能性があります。さらに、住宅ローン金利控除の限界により、高級住宅地の住宅価格が低下することも考えられます。もしくは金利の全額控除がなくなれば、高金利債務を辛うじて支払っているような企業などは、クレジット市場においてマイナスの影響となるでしょう。最後に、今回の税制法案は通常では考えられないタイミング、つまり成長が堅調でスラック（需給の緩み）が限定的となっている景気循環の後半にあたる時期に行われることを付け加えます。通常、税制改革は景気後退のすぐ後に行われますが、今回はそれより小さな恩恵となるかもしれません。

中央銀行—金利正常化に向けて

世界の経済成長は堅調なものとなり、2018年は主要国の中央銀行が金利の正常化を試みる年となるでしょう。FRBは、FFレートを5度にわたって利上げしたことにより、その道筋を辿っており、ECBは2018年1月に債券買い入れ額を半減させることにより、ゆっくりと正常化に近づこうとしています。日銀は少なくとも正常化への考えを持っていることでしょう。各行ともインフレが目標を下回ることを懸念しているものの、経済は上昇気運にあることは認識しています。イエレンFRB議長は先の会見においてこの状況を、「今回の変更（0.25%の利上げ）は、労働市場が逼迫しており、持続可能な雇用創出により労働者にとって豊富な機会を生み出し賃金が上昇することを、FOMCが予測していることを表している」と語りました。当社は、FRBは3月に利上げを行い、その後の利上げはインフレと株式市場の調整の度合いによるだろうと考えています。成長が堅調な状態が続けば、ECBは2018年9月に債券買い入れを終了させるでしょうが、利上げは2019年まではないと当社では予想しています。日銀は5年物国債に対する目標を0%とすることで10年物国債の利回りを上昇させ、イールドカーブをステイプ化させ国内金融機関の手助けをする可能性があり、当社としては2018年年央までにそれが起こると考えています。イングランド銀行（BOE）も正常化に向け、2017年11月に政策金利を0.5%としました。カーニー総裁はブレグジットに対する懸念と、ブレグジットの結果を受けての英国企業、家計および資産価格が今後の引き締め方針を決定するものとなる、と述べています。

2017年の米国長期国債の利回りは著しく緩慢なものとなり、年初からはさほど変化ないところで年を終え、利回りの変動幅は0.6%に留まりました。短期債では2年物利回りが2017年9月中旬から0.6%上昇し、2-10年のスプレッドは1%フラット化し年末には僅か0.52%となりました。これにより、景気後退の予兆となる逆イールドカーブへの不安が呼び起されました。最近の米国金利の推移は以下に掲載しています。

(図表 2)金利

	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	03/13/2017 (最高値)*	09/07/2017 (最低値)*	12/29/2017 現在
2年	0.66%	1.05%	1.19%	1.37%	1.26%	1.88%
10年	2.17%	2.27%	2.44%	2.63%	2.04%	2.40%
2-10年スプレッド	1.51%	1.22%	1.25%	1.26%	0.78%	0.52%
30年	2.75%	3.02%	3.07%	3.21%	2.66%	2.74%

* 12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

▶長期金利

当社も含め、長期国債の利回りが上昇するという考えに基づいたトレードは、大概うまくいかないものとなり、「長期にわたり低金利」というコンセンサスはこれまでのところ正しいものとなっています。その理由は、現在も続くFED、ECBおよび日銀の債券買い入れと、膨張するバランスシートが長期利回りに大きな下方圧力となったことです。インフレは春から夏にかけて弱まり、上昇は極めてゆっくりとしたものとなっていました。投資家はグローバル化と技術革新により今後もインフレが低い状態のまま続くと考え、利回りが一時的に上昇したときには多くの買い手が現れることになりました。

▶難題

しかしながらこれには問題があり、米国および世界の成長率は上昇し、株式市場は急騰、先進国の中央銀行は金融緩和から背を向けようとしているにもかかわらず、金利は未だ大恐慌時代の低水準となっています。何かかまともではなくなっているとすれば、インフレ期待なのではないでしょうか。

インフレは景気動向から著しく後れをとっており、2017年年央の物価下落は2015年後半と2016年初頭のほぼ景気後退の状態であったことの残余効果ではないかと考えられます。将来のインフレを読み取る足元の指標の数々は上向いています。エネルギー価格および金属類価格は過去最高値をつけ、生産者価格は加速、ニューヨーク連銀の基調インフレ指標は3%台となっており、米国の輸入価格の上昇ペースや賃金の上昇も加速しています。FEDが頻繁に引用する指標である、基調インフレ率は、2018年前半には2%の目標を達成すると当社はみており、もしそれが実現すれば将来のインフレに対する期待が高まり、長期金利を押し上げることでしょう。

さらに、不動産投資信託や通信、公益事業、ヘルスケアセクターといった、配当の高さから債券代替として投資されてきた市場が最近アンダーパフォームしていることは、長期金利の上昇に向け微妙に調整がかかり始めていることを示唆しています。中央銀行が正常化に向け動くなか、堅調な経済成長は2018年に入っても継続し、インフレは目標を達成する公算が高いと見ています。2018年の世界の長期国債の利回りが穏やかに上昇することで、「金利の超低水準問題」は自然に解決することになるでしょう。

当社予想では、2018年年末におけるドイツ10年国債は0.75~1%と見ています。米国国債の利回り予想は本ページ右側に掲載しています。

金利	2018年末予想
FF金利	1.88%-2.13%
2年物国債利回り	2.25%-2.5%
10年物国債利回り	3.0%
2-10年スプレッド	0.5%-0.75%
30年物国債利回り	3.25%

アセットアロケーション 「基本的なことは変わらない」

2017年初頭にうごめいた懸念や不安に関しては、不透明感を見越した投資家にとっては報われる結果を伴う一年となりました。ほぼ1年を通じてボラティリティが著しく低いまま、よいリターンとなったようです。これは堅調に加速する世界経済の伸びや、穏やかなインフレ、低い当初のインフレ期待や中央銀行が超緩和政策を継続したことが相まったことによります。S&P500指数は「完璧」と言え、2017年の各月のトータルリターンはすべてプラスとなりました。当社がトラッキングしている世界46株式指数のうち、43の指数が2017年に4%以上上昇しました。そのうち最大の価格上昇はモンゴルの66.5%となりました。12月および第4四半期のプラスリターンもほぼ同様に広がり、債券投資にも恩恵がありました。新興市場債券指数のリターンは2ケタ前半となり、バークレイズ米国長期債インデックスは8.5%のリターン、ハイイールド債指数は6~8%レンジでのリターンでした。

米国の自由貿易からの転換、フランス、ドイツおよびオランダでのポピュリスト政党の台頭、北朝鮮の核兵器問題、中国のハードランディングの恐れなどがあっても、市場は堅調な経済のファンダメンタルズにより目を向けてきました。経済は政治に対して優勢であり、サム・イルザに歌ったように「基本的なことは変わらない、時の過ぎ行くままに」ということなのでしょう。

金融状態は2017年を再現するものとなる？

金融状態は2017年を再現するものとなる？

それは難しいと考えています。物事がこれ以上ないくらいうまくいっている場合には、そうはならないものです。2017年に好調なリターンをもたらした数々の出来事の特異な組み合わせは、繰り返されることはないでしょう。2018年には中央銀行は緩和姿勢を弱め、インフレは上向き、長期金利が上昇することでボラティリティも上昇するでしょう。2017年年初と比較して、リターンに対する現在の期待は大幅に上昇しているため、期待外れとなる可能性の方が高いと考えます。

株価を現在の高値にまで押し上げたのは低金利であり、数か月前に指摘したように10年物米国国債の利回りが2.75~3%へと上昇した場合には大幅な調整が見込まれるでしょう。金利は穏やかなまま株価は上昇し、当社が行ったこの指摘は明らかに早急すぎたとはいえ、インフレも非常に弱く、欧州および日本の中央銀行の介入による米国利回りに対する下方圧力も利回り上昇の足かせとなりました。金利の正常化はゆっくりとしたプロセスを辿るものと考えられ、金利上昇による投資環境の混乱はのちに起こる可能性が高く、2018年の市場はボラティリティの高いものとなるでしょう。

ボラティリティの高まり

変化の兆候はすでに見取れるようになってきています。超成長株が牽引する状態は、12月にS&P500指数がハイテクセクターのパフォーマンスを上回ったことで一旦休止となりました。またハイイールド債の米国国債に対するスプレッドは11月に急拡大しましたが、その半分も回復していません。ヘルスケアや通信といったディフェンシブ銘柄は、最近ハイテク銘柄をアウトパフォームするようになっていきます。新興国株式はもはや先進国株式をアウトパフォームする状況ではありません。税制改革の前段階ですでに熱気が高まっていたことからわかるように、市場はすでにその恩恵を織り込んでいたことを示唆しています。米国10年物国債の利回りは、2017年の取引レンジの高値近辺の抵抗線に跳ね返されました。モメンタム銘柄が市場を上回るといったことはないように見えます。こうした変化は当初好調な株式市場が徐々に








天井を形成する最初の段階なのだろうと考えています。それに続く段階は、第1四半期に利益確定の売りが起こり相場は若干下落することでしょう。中央銀行による金利低下圧力が低下することにより長期国債利回りが上昇すること、そして政府のインフレ目標が達成されることがそれに続く更なる段階となるでしょう。

何をすべきなのか。

若干の調整が起こったとしても、株価は回復するでしょうし、好調な企業収益、堅調な経済成長および株式に対する熱気の高まりがさらに高値を後押しする可能性があります。コンセンサスどおりに「長期に渡り低金利」状態が続くとするならば、2018年においても株価は収益の伸びにつれ上昇するでしょう。しかしながら、全体の株価の上振れ余地はそれほど大きくなく、2009年3月からの長期ブル相場はおそらく徐々に終焉を迎えるでしょう。

当面の間私は金融セクターの株式を選好し、特に銀行については金利上昇の恩恵を受けるものとして考えています。自動車以外の消費関連株式については賃金上昇が上向いてくることからアウトパフォームし、ボラティリティの低い安定資産株については、混乱をもたらすような状況が起こったとしてもリスクが低いものとなるでしょう。日本企業については、企業収益の伸びが素晴らしく株式指数も好調であり、第4四半期において際立ったパフォーマンスを出す銘柄もありました。国際ポートフォリオ内での日本株式はオーバーウェイトとし相対的収益が好調な状態が継続するものと考えます。金利の上昇、中央銀行の金融抑制が低下すること、中国の成長減速は新興市場株式および債券にとってマイナスに働くことから、2017年のアウトパフォーマンスは継続されないものとして新興市場証券をアンダーウェイトとします。債券投資に関しては、格付けが比較的高いハイイールド債もしくは投資適格債の短中期物のポジションを継続します。

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	2.3%	2.1%	4.4%	1.38%	2.50%
		2018 F	3.1%	2.3%	4.0%	2.13%	3.00%
	<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	3.0%	1.6%	6.4%	1.25%	2.05%
		2018 F	2.2%	2.0%	6.0%	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%	4.4%	0.50%	1.40%
		2018 F	1.4%	2.5%	4.5%	0.70%	1.70%
	<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	2.4%	1.5%	9.1%	0.00%	0.50%
		2018 F	2.3%	1.4%	8.5%	0.00%	0.70%
	<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	1.8%	0.5%	2.8%	-0.10%	0.05%
		2018 F	1.3%	0.7%	2.7%	-0.05%	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%	5.6%	1.50%	2.70%
		2018 F	2.8%	2.2%	5.4%	1.75%	3.00%
	<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%		4.50%	

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 %		
	Sept-17	Oct-17	Nov-17	Sept-17	Oct-17	Nov-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	104.9	106.1	106.4	1.9%	2.9%	3.4%	103.1	105.1	107.0	-1.2%	1.9%	1.8%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	76.2	77.0	77.1	0.8%	1.7%	2.1%	75.7	76.5	77.6	-1.4%	1.1%	1.5%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,159	1,256	1,297	9.1%	-5.4%	12.9%	1,177	1,225	1,300	6.3%	4.1%	6.1%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	12,801.0	14,148.1	15,539.5	-1.9%	-1.8%	-1.5%	17,465	17,168	17,340	0.4%	-1.7%	1.0%
5 Civilian Labor Force (thousands)	161,146	160,381	160,529	0.8%	0.5%	0.7%	159,186	160,321	161,541	1.3%	0.71%	0.76%
6 Civilian Employment (thousands)	154,345	153,861	153,918	1.6%	1.3%	1.2%	151,437	153,335	155,174	1.7%	1.3%	1.2%
7 Total Unemployment (thousands)	6,801	6,520	6,610	-14.0%	-15.8%	-10.8%	7,750	6,936	6,367	-6.5%	-9.9%	-8.9%
Indicator	Level			Y/Y %			Level			Y/Y %		
	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q1-17	Q2-17	Q3-17	2016	2017 F	2018 F	2016	2017 F	2018 F
8 After-Tax Corporate Profits (billions \$, quarterly)	1,810.5	1,774.7	1,858.4	11.8%	7.4%	9.8%	1,687.9	1,843	1,972	2.2%	9.2%	7.0%
9 Index of Hourly Compensation Non-farm Business (2009=100, quarterly)	117.1	117.2	118.0	1.9%	0.8%	0.8%	116.0	117.8	120.2	1.1%	1.6%	2.0%
Indicator	Annual			Monthly			Monthly			Annual		
	2014	2015	2016	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sept-17	Oct-17	Nov-17	2017 F	2018 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	1.6%	0.1%	1.3%	1.6%	1.7%	1.9%	2.2%	2.0%	2.2%	2.1%	2.3%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.7%	1.8%	2.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,998	2,713	2,240	210	138	208	38	244	228			
13 Unemployment Rate, All Workers	6.2	5.3	4.9	4.4	4.3	4.4	4.2	4.1	4.1	4.4	4.0	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	3.0	2.3	2.0	1.6	1.7	1.7	1.7	1.5	1.6	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	5.7	4.9	4.5	4.0	4.0	4.1	3.9	3.8	3.7	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	5.6	4.8	4.4	4.0	4.0	4.0	3.9	3.6	3.7	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	19.5	16.9	15.7	13.3	13.2	13.6	12.9	13.7	15.9	-	-	

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		Forecast					
Real GDP	16,903.2	1.2%	17,031.1	3.1%	17,163.9	3.2%	17,289.4	3.0%	16,471.5	2.9%	16,716.2	1.5%
Personal Consumption Expenditures	11,758.0	1.9%	11,853.0	3.3%	11,916.6	2.2%	12,002.9	2.9%	11,264.3	3.6%	11,572.1	2.7%
Durable Goods	1,647.3	-0.1%	1,677.8	7.6%	1,712.9	8.6%	1,729.8	4.0%	1,511.9	7.8%	1,595.1	5.5%
Non-Durables	2,540.2	1.1%	2,566.6	4.2%	2,581.5	2.3%	2,600.6	2.5%	2,446.8	3.1%	2,514.3	2.8%
Services	7,621.0	2.5%	7,664.4	2.3%	7,685.5	1.1%	7,723.6	2.0%	7,340.2	3.2%	7,507.3	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2,897.0	-1.2%	2,924.7	3.9%	2,976.5	7.3%	2,987.5	1.5%	2,905.4	5.2%	2,858.2	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2,263.6	7.1%	2,300.6	6.7%	2,326.9	4.7%	2,356.9	5.3%	2,223.5	2.3%	2,210.4	-0.6%
Structures	468.0	14.8%	476.0	7.0%	467.4	-7.0%	472.0	4.0%	465.4	-1.8%	446.4	-4.1%
Equipment	1,059.4	4.4%	1,082.0	8.8%	1,110.1	10.8%	1,123.7	5.0%	1,084.5	3.5%	1,047.8	-3.4%
Intellectual Property Products	738.6	5.8%	745.3	3.7%	754.8	5.2%	763.2	4.5%	677.8	3.8%	720.4	6.3%
Residential Invest.	605.5	11.1%	594.1	-7.3%	587.0	-4.7%	595.6	6.0%	556.9	10.2%	587.5	5.5%
Change in Inventory	1.2 -		5.5 -		38.5 -		35.0 -		100.6 -		33.4 -	
Net Exports	-622.2 -		-613.6 -		-597.5 -		-603.1 -		-545.3 -		-586.3 -	
Exports	2,162.3	7.3%	2,181.1	3.5%	2,192.4	2.1%	2,207.6	2.8%	2,127.1	0.4%	2,120.1	-0.3%
Imports	2,784.5	4.3%	2,794.8	1.5%	2,790.0	-0.7%	2,810.7	3.0%	2,672.4	5.0%	2,706.3	1.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,896.6	-0.6%	2,895.2	-0.2%	2,900.0	0.7%	2,900.3	0.0%	2,878.5	1.4%	2,900.2	0.8%
Federal	1,108.4	-2.4%	1,113.7	1.9%	1,117.4	1.3%	1,117.4	0.0%	1,114.1	-0.1%	1,114.6	0.0%
National Defense	658.6	-3.3%	666.2	4.7%	670.2	2.4%	670.2	0.0%	670.0	-2.2%	667.0	-0.7%
Non-Defense	449.0	-1.1%	446.9	-1.9%	446.6	-0.3%	447.2	0.5%	441.6	3.2%	447.0	1.2%
State & Local	1,786.2	0.5%	1,779.6	-1.5%	1,780.7	0.2%	1,782.9	0.5%	1,762.8	2.3%	1,783.7	1.2%
Real Final Sales	16,883.5	2.7%	17,006.6	2.9%	17,106.3	2.4%	17,254.4	3.5%	16,354.3	2.6%	16,664.1	1.9%
Real Domestic Final Sales	17,502.7	2.4%	17,618.3	2.7%	17,703.5	1.9%	17,857.5	3.5%	16,900.4	3.3%	17,250.3	2.1%
y/y	2.0%		2.2%		2.3%		2.6%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,421.9	3.1%	17,558.7	3.2%	17,685.8	2.9%	17,809.0	2.8%	17,096.9	2.3%	17,618.8	3.1%
Personal Consumption Expenditures	12,089.3	2.9%	12,176.4	2.9%	12,252.9	2.5%	12,327.7	2.5%	11,882.6	2.7%	12,211.6	2.8%
Durable Goods	1,751.0	5.0%	1,772.5	5.0%	1,790.0	4.0%	1,805.4	3.5%	1,691.9	6.1%	1,779.7	5.2%
Non-Durables	2,619.9	3.0%	2,639.4	3.0%	2,655.7	2.5%	2,672.2	2.5%	2,572.2	2.3%	2,646.8	2.9%
Services	7,769.6	2.4%	7,815.8	2.4%	7,858.4	2.2%	7,901.3	2.2%	7,673.6	2.2%	7,836.3	2.1%
Gross Private Domestic Invest.	3,026.4	5.3%	3,069.2	5.8%	3,112.5	5.8%	3,153.9	5.4%	2,946.4	3.1%	3,090.5	4.9%
Bus. Fixed Invest.	2,387.1	5.2%	2,423.8	6.3%	2,461.2	6.3%	2,498.1	6.1%	2,312.0	4.6%	2,442.5	5.6%
Structures	475.5	3.0%	482.5	6.0%	489.6	6.0%	495.6	5.0%	470.9	5.5%	485.8	3.2%
Equipment	1,142.9	7.0%	1,165.1	8.0%	1,187.7	8.0%	1,210.8	8.0%	1,093.8	4.4%	1,176.6	7.6%
Intellectual Property Products	770.7	4.0%	778.3	4.0%	785.9	4.0%	793.7	4.0%	750.5	4.2%	782.1	4.2%
Residential Invest.	604.4	6.0%	610.3	4.0%	616.3	4.0%	620.9	3.0%	595.6	1.4%	613.0	2.9%
Change in Inventory	35.0 -		35.0 -		35.0 -		35.0 -		20.1 -		35.0 -	
Net Exports	-607.6 -		-610.2 -		-612.4 -		-612.7 -		-609.1 -		-610.7 -	
Exports	2,224.0	3.0%	2,241.0	3.1%	2,257.1	2.9%	2,271.1	2.5%	2,185.8	3.1%	2,248.3	2.9%
Imports	2,831.5	3.0%	2,851.2	2.8%	2,869.5	2.6%	2,883.8	2.0%	2,795.0	3.3%	2,859.0	2.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,911.9	1.6%	2,921.4	1.3%	2,930.9	1.3%	2,938.2	1.0%	2,898.0	-0.1%	2,925.6	1.0%
Federal	1,122.4	1.8%	1,125.1	1.0%	1,127.9	1.0%	1,130.8	1.0%	1,114.2	0.0%	1,126.6	1.1%
National Defense	673.5	2.0%	675.2	1.0%	676.9	1.0%	678.6	1.0%	666.3	-0.1%	676.0	1.5%
Non-Defense	448.8	1.5%	449.9	1.0%	451.1	1.0%	452.2	1.0%	447.4	0.1%	450.5	0.7%
State & Local	1,789.6	1.5%	1,796.2	1.5%	1,802.9	1.5%	1,807.4	1.0%	1,782.4	-0.1%	1,799.0	0.9%
Real Final Sales	17,386.9	3.1%	17,523.7	3.2%	17,650.8	2.9%	17,774.0	2.8%	17,062.7	2.4%	17,583.8	3.1%
Real Domestic Final Sales	17,994.5	3.1%	18,133.8	3.1%	18,263.2	2.9%	18,386.7	2.7%	17,670.5	2.4%	18,194.6	3.0%
y/y	3.1%		3.1%		3.0%		3.0%					

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

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		Forecast					
Real GDP	16903.2	1.2%	17031.1	3.1%	17163.9	3.2%	17289.4	3.0%	16471.5	2.9%	16716.2	1.5%
Personal Consumption Expenditures	11758.0	1.9%	11853.0	3.3%	11916.6	2.2%	12002.9	2.9%	11264.3	3.6%	11572.1	2.7%
Durable Goods	1647.3	-0.1%	1677.8	7.6%	1712.9	8.6%	1729.8	4.0%	1511.9	7.8%	1595.1	5.5%
Non-Durables	2540.2	1.1%	2566.6	4.2%	2581.5	2.3%	2600.6	2.5%	2446.8	3.1%	2514.3	2.8%
Services	7621.0	2.5%	7664.4	2.3%	7685.5	1.1%	7723.6	2.0%	7340.2	3.2%	7507.3	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	2897.0	-1.2%	2924.7	3.9%	2976.5	7.3%	2987.5	1.5%	2905.4	5.2%	2858.2	-1.6%
Bus. Fixed Invest.	2263.6	7.1%	2300.6	6.7%	2326.9	4.7%	2356.9	5.3%	2223.5	2.3%	2210.4	-0.6%
Structures	468.0	14.8%	476.0	7.0%	467.4	-7.0%	472.0	4.0%	465.4	-1.8%	446.4	-4.1%
Equipment	1059.4	4.4%	1082.0	8.8%	1110.1	10.8%	1123.7	5.0%	1084.5	3.5%	1047.8	-3.4%
Intellectual Property Products	738.6	5.8%	745.3	3.7%	754.8	5.2%	763.2	4.5%	677.8	3.8%	720.4	6.3%
Residential Invest.	605.5	11.1%	594.1	-7.3%	587.0	-4.7%	595.6	6.0%	556.9	10.2%	587.5	5.5%
Change in Inventory	1.2	-	5.5	-	38.5	-	35.0	-	100.6	-	33.4	-
Net Exports	-622.2	-	-613.6	-	-597.5	-	-603.1	-	-545.3	-	-586.3	-
Exports	2162.3	7.3%	2181.1	3.5%	2192.4	2.1%	2207.6	2.8%	2127.1	0.4%	2120.1	-0.3%
Imports	2784.5	4.3%	2794.8	1.5%	2790.0	-0.7%	2810.7	3.0%	2672.4	5.0%	2706.3	1.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	2896.6	-0.6%	2895.2	-0.2%	2900.0	0.7%	2900.3	0.0%	2878.5	1.4%	2900.2	0.8%
Federal	1108.4	-2.4%	1113.7	1.9%	1117.4	1.3%	1117.4	0.0%	1114.1	-0.1%	1114.6	0.0%
National Defense	658.6	-3.3%	666.2	4.7%	670.2	2.4%	670.2	0.0%	672.0	-2.2%	667.0	-0.7%
Non-Defense	449.0	-1.1%	446.9	-1.9%	446.6	-0.3%	447.2	0.5%	441.6	3.2%	447.0	1.2%
State & Local	1786.2	0.5%	1779.6	-1.5%	1780.7	0.2%	1782.9	0.5%	1762.8	2.3%	1783.7	1.2%
Real Final Sales	16883.5	2.7%	17006.6	2.9%	17106.3	2.4%	17254.4	3.5%	16354.3	2.6%	16664.1	1.9%
Real Domestic Final Sales	17502.7	2.4%	17618.3	2.7%	17703.5	1.9%	17857.5	3.5%	16900.4	3.3%	17250.3	2.1%
y/y	2.0%		2.2%		2.3%		2.6%					
	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2017 FORECAST		2018 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,421.9	3.1%	17,558.7	3.2%	17,685.8	2.9%	17,809.0	2.8%	17,096.9	2.3%	17,618.8	3.1%
Personal Consumption Expenditures	12,089.3	2.9%	12,176.4	2.9%	12,252.9	2.5%	12,327.7	2.5%	11,882.6	2.7%	12,211.6	2.8%
Durable Goods	1,751.0	5.0%	1,772.5	5.0%	1,790.0	4.0%	1,805.4	3.5%	1,691.9	6.1%	1,779.7	5.2%
Non-Durables	2,619.9	3.0%	2,639.4	3.0%	2,655.7	2.5%	2,672.2	2.5%	2,572.2	2.3%	2,646.8	2.9%
Services	7,769.6	2.4%	7,815.8	2.4%	7,858.4	2.2%	7,901.3	2.2%	7,673.6	2.2%	7,836.3	2.1%
Gross Private Domestic Invest.	3,026.4	5.3%	3,069.2	5.8%	3,112.5	5.8%	3,153.9	5.4%	2,946.4	3.1%	3,090.5	4.9%
Bus. Fixed Invest.	2,387.1	5.2%	2,423.8	6.3%	2,461.2	6.3%	2,498.1	6.1%	2,312.0	4.6%	2,442.5	5.6%
Structures	475.5	3.0%	482.5	6.0%	489.6	6.0%	495.6	5.0%	470.9	5.5%	485.8	3.2%
Equipment	1,142.9	7.0%	1,165.1	8.0%	1,187.7	8.0%	1,210.8	8.0%	1,093.8	4.4%	1,176.6	7.6%
Intellectual Property Products	770.7	4.0%	778.3	4.0%	785.9	4.0%	793.7	4.0%	750.5	4.2%	782.1	4.2%
Residential Invest.	604.4	6.0%	610.3	4.0%	616.3	4.0%	620.9	3.0%	595.6	1.4%	613.0	2.9%
Change in Inventory	35.0	-	35.0	-	35.0	-	35.0	-	20.1	-	35.0	-
Net Exports	-607.6	-	-610.2	-	-612.4	-	-612.7	-	(609.1)	-	(610.7)	-
Exports	2,224.0	3.0%	2,241.0	3.1%	2,257.1	2.9%	2,271.1	2.5%	2,185.8	3.1%	2,248.3	2.9%
Imports	2,831.5	3.0%	2,851.2	2.8%	2,869.5	2.6%	2,883.8	2.0%	2,795.0	3.3%	2,859.0	2.3%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,911.9	1.6%	2,921.4	1.3%	2,930.9	1.3%	2,938.2	1.0%	2,898.0	-0.1%	2,925.6	1.0%
Federal	1,122.4	1.8%	1,125.1	1.0%	1,127.9	1.0%	1,130.8	1.0%	1,114.2	0.0%	1,126.6	1.1%
National Defense	673.5	2.0%	675.2	1.0%	676.9	1.0%	678.6	1.0%	666.3	-0.1%	676.0	1.5%
Non-Defense	448.8	1.5%	449.9	1.0%	451.1	1.0%	452.2	1.0%	447.4	0.1%	450.5	0.7%
State & Local	1,789.6	1.5%	1,796.2	1.5%	1,802.9	1.5%	1,807.4	1.0%	1,782.4	-0.1%	1,799.0	0.9%
Real Final Sales	17,386.9	3.1%	17,523.7	3.2%	17,650.8	2.9%	17,774.0	2.8%	17,062.7	2.4%	17,583.8	3.1%
Real Domestic Final Sales	17,994.5	3.1%	18,133.8	3.1%	18,263.2	2.9%	18,386.7	2.7%	17,670.5	2.4%	18,194.6	3.0%
y/y	3.1%		3.1%		3.0%		3.0%					

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。

記載の内容は過去の実績値であり、将来を約束するものではありません。

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