

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

- **最後の足かせ**

世界経済は2015年後半のリセッション手前の状態から目覚ましく回復し、堅調さはまだ続いている。

この力強いモメンタムは2018年を通じ、また2019年に入っても続くと思われ

- **中央銀行からの手掛かりはなし**

ECBと日銀からは、積極的緩和政策の見直しについて何も示されなかった。

堅調な経済成長とインフレ率の上昇は、長期金利の上昇が続くことを示唆している。

- **アセットアロケーションー「とにかく市場に参加したい」**

株式市場で熱狂が高まっている。これは投資家間でユーフォリアが広がっていることの証といえよう。

金利が上昇し、金融環境が望ましくない方向に向かえば、最終的にそうした熱狂が削られることになるだろう。



Economic Insights 2018年2月号

最後の足かせ

力強い経済成長や株式市場の急伸にもかかわらず、コンセンサスが依然としてインフレ率と金利が「長期にわたり低水準」と考えている背景について、前回のレポートで説明しました。2007年半ばから10年近く続いた経済的泥沼の間、経済成長率は極めて低く、金融危機が連鎖的に起こり、投資家のデフレへの逆戻りに対する懸念や危機の再燃に対する不安は高まりました。投資家は当時の超低金利とデフレ環境が続くと予想し、経済情勢が大きく変化した今でもその考えは変わっていません。

とはいえ、そうしたデフレと危機の時代がどのように終わったかを振り返ることで、現下の世界経済の急成長の要因を説明することができるでしょう。10年近く続いた景気低迷は徐々に解消されたわけではありませ

ん。2016年初めに景気が好転する直前まで、ドル高と原油安が20カ月も続くという最後の足かせに直面していました。ドル高と原油安という二つのトレンドが同時に起ったことで、世界経済は再びリセッションが懸念され、危機とデフレの時代はまだ終わっていないとの見方が広がりました。

＞ しかしリセッションは終わった

景気が回復し始めたのは2016年3月でした。世界全体がリセッション寸前の状態にありましたが、1月にドルがピークを付け、原油価格が2月に底打ちすると、世界経済は同時回復に転じました。企業利益が回復し、コモディティ価格は上昇し、信頼感の回復が広がり、投資が再開されました。多くの国の経済が同時に拡大するとモメンタムが生まれ、自ら加速する原動力となります。米国経済の拡大期は9年目を迎えています。依然として景気サイクルの初期または半ばの特徴が示されており、その勢いに衰えは見られません。これは、足元の景気拡大がまだしばらく続くことを示唆していると考え

米国経済の拡大期は9年目を迎えています、 依然として景気サイクルの初期または半ばの特徴を示しています。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

全世界が同時に成長

経済協力開発機構（OECD）によれば、現在、景気後退局面にある主要国は一つもありません。世界をオーケストラになぞらえると、全ての楽器が調和し、同じリズムで同時に演奏されるのは10年ぶりのことです。2017年第3四半期は、OECDの調査対象国である全45カ国が揃ってプラス成長となり、そのうち30カ国で成長率が加速しました。欧州は確信できる成長期に入り、日本の経済成長は1990年代半ば以降で最長となっています。中国経済は信用拡大の抑制や大気汚染対策といった当局の指導にもかかわらず、プラス成長を維持しています。

米国

オーケストラの演奏は続いています。米国の第4四半期国内総生産（GDP）成長率は予想を下回る2.6%となりましたが、基本的な内訳は非常によいと考えます。GDP成長率が予想を下回った要因は、在庫の減少と輸入の大幅な増加にあり、合計で成長率を1.8%ポイント押し下げました。輸入が13.9%と急拡大したのは、個人消費が活発な兆候です。在庫が緩やかに減少し、供給が需要に追いついていないことを示唆しています。在庫と貿易の2項目を除く国内最終需要は4.3%増、民間需要に限ると4.6%増となります。個人消費は年率換算で3.8%増となり、中でも耐久財が14.2%と大幅な伸びを示しました。住宅は11.6%増と3四半期ぶりのプラスに転じました。設備投資では、機器やソフトウェアへの投資が2四半期連続で2桁の伸びとなりました。2017年の投資の伸び率は、2011年以降で最高を付けました。センチメントを見ると、消費者信頼感と企業景況感のいずれも力強い水準を維持しています。労働市場では、雇用は力強く伸び、レイオフは低水準にあることから、市場は一段と逼迫しています。先行指標はインフレの上昇や経済の加速を示唆しています。本レポート末尾の表に2018年、2019年の当社予想を記載しています。

ユーロ圏

欧州の経済指標は堅調に推移していると考えます。消費者信頼感指数は、2000年に記録した過去最高に迫る水準となり、ドイツの企業景況感指数は過去最高を更新しました。購買担当者景気指数（PMI）の総合指数は12年ぶりの高水準に達し、これは成長率3.5%以上と一致するペースです。よって2018年のGDP成長率は2.5%を上回る可能性があると考えられています。とりわけ東欧諸国では、実際に若干のインフレも見られ、ハンガリーのコアインフレ率は2.6%、チェコ共和国とスロバキアでは2.7%に上昇しました。また2017年8月にチェコ国立銀行（中央銀行）は欧州で初めて利上げに踏み切り、11月にも追加利上げを行いました。

＞日本と中国

日本の製造業PMIは、5年ぶりの高水準となりました。2017年12月の輸出は前年同月比9.3%増、輸入は15%近い大幅な伸びとなりました。失業率は2.7%と超低水準にあり、求職者2人に対して求人数が3件以上（有効求人倍率1.5倍超）となっています。女性の労働参加率は急速に上昇し、賃金上昇率も加速し始めるなど、労働市場は極めて逼迫しています。当社は2018年のGDP成長率について、1%～1.5%と予想しています。

中国の第4四半期GDP成長率は、予想を上回る6.8%、2017年通年では6.9%となりました。ただし、鉱工業生産、小売売上高、発電量、住宅着工件数、住宅販売件数といったタイムリーな指数は緩やかに減速しており、当社モデルでは中国の景気モメンタムが悪化していることを示唆しています。10年物国債利回りは4%を上回り、当社の金融ストレス指標は大幅に上昇しています。当社は中国の経済成長は減速が続き、2018年のGDP成長率は6%台前半になると予想しています。

＞2018年以後の見通し

当社では、足元の世界経済の同時成長は2019年も続くと予想しています。米国の景気拡大は既に史上3番目の長さになっていますが、来年も続くと考えています。上述の通り、リセッション手前の状態から回復したことで、米国の投資が活気づき、投資サイクルは長期化しています。また、先月のEconomic Insightsで指摘したように、法人税制改革は景気を大幅に押し上げるでしょう。労働市場は好調に推移し、消費者はついに借入金を若干増やし、また賃金伸び率の加速が予想されるなど、個人消費を下支えする要因が揃っています。信頼感が高まる気配が確実に広がっており、景気拡大は長期化していますが、衰えの兆候はほとんど見られません。

欧州の景気拡大は米国よりもかなり遅れて始まり、2019年以降も持続すると予想されます。ユーロ高で輸出が落ち込んだとしても、低い失業率と信頼感の力強さが内需を下支えするでしょう。日本や、新興国（中国を除く）は堅調な世界の貿易フローから恩恵を受けるとみられます。JPモルガンによれば、新興国市場では信用残高の伸びが好転していることも経済全般の好調さを表しているとのこと。一方中国では、労働力の伸び率が急速に鈍化しており、債務伸び率も低下していることから、経済成長は減速が続くと予想します。

＞リスク

経済成長率は金融市場のリターンを上回る公算が大きくなっています。インフレ率は2017年半ばのソフトパッチ（短期的に弱含む局面）から再び加速しており、期待インフレ率は12月初め以降大幅に上昇し、直近の金利上昇の主な要因となっています。金利の上昇が続き、債券市場のボラティリティが上昇すれば、それに追随して株式市場のボラティリティも高まるでしょう。

欧州中央銀行（ECB）と日銀はどこかの時点で金融政策の正常化に動き、それに伴い国内金利が押し上げられると予想されます。

最後に、税制改革が頓挫し、米国政府が貿易政策で強硬姿勢を強めた場合、これも市場のボラティリティにつながる恐れがあります。太陽光パネルと洗濯機には既に新たな関税が課されましたが、輸入制限の範囲がさらに拡大される可能性もあります。

中央銀行からの手掛かりはなし

日銀の金融政策決定会合と、ECBの政策理事会が1月後半にそれぞれ開催されました。しかし、いずれも積極的緩和政策の見直しは示唆されませんでした。両中銀が債券購入の規模を縮小するとの憶測からユーロと円は上昇していましたが、予想は外れました。ECBは、ユーロ圏経済が予想よりはるかに力強いことを認め、記者会見でドラギ総裁は「為替市場のボラティリティが不透明感の一つの要因」としながらも、ユーロ高の背景に良好な経済見通しがあると発言しました。その上で、為替市場がECB高官の発言を受けて敏感に反応するため、向こう数カ月は政策シグナルをあまり示さない可能性があることを明らかにしました。

1月末に開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）の議題の中心は、米連邦準備制度理事会（FRB）議長のイエレン氏からパウエル氏への交代とみられ、大きな動きや声明文の変更はほとんどないと予想します。次回の利上げは3月に行われる公算が大きく、最新の経済見通しや新議長の就任記者会見と同時に発表される見通しです。

経済成長が堅調で、株式市場が急騰しているにもかかわらず、金利だけがリセッション期の水準にあるという前回のレポートで述べた難題は、1月に入り解消に向かい始めました。米国10年物国債利回りは0.5%ポイント近く上昇し、2014年7月以来の水準となりました。これはインフレ率の上昇と経済の底堅さに対する投資家の認識を反映したものです。他の主要国でも国債利回りは軒並み上昇しました。ドイツ10年物国債は1月に2倍以上となる0.63%に上昇し、2015年12月以来の高水準となりました。日銀が0%付近でコントロールしている日本の10年物国債利回りでも、10分の数%ポイント上昇しました。英国10年物国債は12月後半から約0.3%ポイント上昇して1.44%となりました。米国金利の推移については下表をご参照ください。

（図表）金利

	12/31/2015	12/31/2016	12/29/2017	01/26/2018 (最高値)*	09/27/2017 (最低値)*	01/26/2018 現在
2年	1.05%	1.19%	1.88%	2.12%	1.27%	2.12%
10年	2.27%	2.44%	2.41%	2.66%	2.04%	2.66%
2-10年スプレッド	1.22%	1.25%	0.53%	0.54%	0.77%	0.54%
ド30年	3.02%	3.07%	2.74%	2.91%	2.66%	2.91%

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

＞金利は上昇に向かう

堅調な経済成長、小幅上昇しているインフレ率、中央銀行による債券購入の縮小、世界の過剰生産能力の削減、米国債の発行増加、賃金上昇の加速など、どれを取っても今後数ヶ月に金利の一層の上昇が予想されることを示唆していると考えます。FOMCは2018年に3回、2019年にさらに3回の利上げを行う見通しですが、これはやや積極的過ぎるかもしれません。図表2に当社の金利予想を示しています。とはいえ、2019年末の予想は、経済成長率と株式市場に大きく左右されます。株式市場の足元のバリュエーションを考えると、米国10年物国債利回りが3%以上になれば株価には大きな逆風となるでしょう。極めて低水準の国債金利からは将来のリターンが見込めないと投資家が判断したため、数年間続いた超低金利はあらゆる資産価格を押し上げてきました。株式市場が大幅に下落すれば、FRBが利上げを先送りし、長期金利は当社予想よりも低い水準となる可能性があります。

金利	2018年末予想	2019年末予想
FF金利	2.13%	2.63%
2年物国債利回り	2.5%	2.75%-3.0%
10年物国債利回り	3.0%	3.25%
2-10年スプレッド	0.5%	0.25%-0.5%

アセットアロケーション 「とにかく市場に参加したい」

2017年11月にテクノロジーセクターに生じた大きな動揺はその後も断続的に続いたものの、年末にかけてはサンタクロース・ラリーとなりました。1月は市場の急騰を背景に、投資家心理は「価格を問わず、とにかく市場に参加したい」に変わったようです。1月26日までにS&P500指数は7.45%、MSCIエマージング・マーケット指数も9.9%と大幅に上昇しました。MSCIオール・カンントリー・ワールド指数は7.2%と大きく上昇しましたが、欧州の先進国を対象としたMSCIヨーロッパ指数とMSCIジャパン指数がそれぞれ2.9%と3.8%の上昇と相対的に低調だったことで、やや上昇率が抑えられました。当社がトラックしている世界46株価指数のうち、騰落率がマイナスとなったのは英国とオーストラリアだけで、両国とも横ばいを若干下回る程度の下落率でした。

金利の横ばい／低下にパフォーマンスが依存する指数や証券は不調でした。MSCI米国REIT指数4%、グローバルREIT指数は1.5%下落しました。S&P500指数の公益事業も3.1%の下落と冴えませんでした。ハイイールド社債ならびに新興国の社債と国債は、長期金利が急上昇する中でもクレジット・スプレッドが縮小し、良好なパフォーマンスを上げました。投資家は米国の長期国債利回りが急上昇したことで損失を被りました。バークレイズ米国長期国債指数は2.8%下落しました。

> 税制改革による押し上げ

1月の株価高騰は、12月時点で税制改革の影響が完全には市場に織り込まれていなかったことを裏付けました。これまでのところ、第4四半期決算発表シーズンの企業業績は好調です。経営陣は21%に引き下げられた新たな法人税率に基づき、業績ガイダンスを上方修正しています。S&P500指数構成企業の利益は、税制改正の影響だけでも6~10%押し上げられる見通しで、こうした楽観的な見方が株価上昇につながっています。

> 弱気派はどこにも見当たらない

こうした過熱した市場に水を差す者はほとんどいません。大半のアナリストは既に年末の株価目標を引き上げています。市場の過度な割高感と、それに伴う相場下落を警告するはずの評論家も沈黙しています。パーティにこぞって加わろうとする局面では、バリュエーションは重要性を失っているようです。証券会社ケプラー・シュブローのリーサーチによると、「直近4週間に世界の株式ファンドに流入した資金は、これまでのラリー期間で過去最大」となっています。このことから、株価の高騰によりここ数カ月間で投資家が超楽観的な姿勢、おそらくは熱狂的な姿勢に転じたことが示唆されます。ブルベア調査や他のセンチメント指標も同様の高揚感と熱狂ぶりを示しています。

> 懸念の壁はどうなったのか?

現在のラリー局面での異例な点（そして弱気派のアナリストを沈黙させたとみられる点）は、上昇が幅広い銘柄に及んでいることです。大部分の銘柄が軒並み上昇しており、S&P500指数の均等加重ベースのパフォーマンスは、時価総額加重ベースのパフォーマンスをさほど下回っていません。したがって、現在の相場高騰は、1998年~1999年のハイテク株バブル時のように、一部の超過熱銘柄に牽引されたものではないと見ています。こうした値上がり銘柄の裾野の広さは、一段の相場上昇を示す良い兆候となります。また、このラリーと言う貨物列車を止めようとする弱気派はおらず、懸念する向きも聞こえてこないことから、市場は既に「懸念の壁」を乗り越えたと考えます。








▶金利主導の市場

一方、現在の投資サイクルは全般的に低金利が牽引してきました。長年に及ぶ超低金利に加えて、金利とインフレ率に対する「長期間にわたり低位にとどまる」との期待があらゆる資産価格を押し上げてきました。しかし、上述した通り目下この点で重要な変化が生じつつあります。すなわち、世界的に長期金利は上昇に転じています。金融政策および金融環境面での追い風は縮小すると予想され、債務コストは上昇し、中央銀行は「量的引き締め」に向けたメッセージを発信することになるでしょう。今年は金利の上昇が株式市場のボラティリティを大幅に高め、利回りが正常とみられる水準に向けて上昇を試すに連れて、おそらく市場は向こう数週間のうちに小幅な調整が生じ、その後間もなく大幅な調整に見舞われると当社では予想しています。

言うまでもなく、株式市場が大幅な調整局面に入った場合、長期金利は低下し、FRBも利上げスケジュールを先送りすることになるとみられます。その場合、株式市場は再び高値またはそれ以上の水準に上昇し始め、長期金利も正常水準に向けて再上昇する可能性があります。このように市場が上昇から調整局面に入り、再び上昇から調整に入る過程こそが、2009年3月以降長期にわたる米国金融市場の上昇サイクルが2018年に緩やかに頭打ちするプロセスの始まりとなるかもしれません。税制改革による押し上げ効果は、今決算期末までは完全には株価に織り込まれないとみられるため、株式市場には若干の上値余地が残されています。しかし、2018年は昨年より大きな市場ボラティリティの高まりが見込まれます。当社アナリストのような逆張り派にとって、最近の株式への大規模な資金流入、市場で絶えず浮上してきた割高論が突然消えたこと、調査で際立つ衝動的な楽観論を踏まえると、現在は慎重姿勢をとる好機であると考えます。

当社は数カ月前に、2011年2月以来初めて、リスク資産から資金を若干引き揚げるべきであると主張しました。しかし現在振り返ってみると、こうした主張は金利の上昇が予想よりも緩やかにとどまったことから時期尚早でした。株式市場のピークのタイミングを完全に予測することは不可能であるため、相場的大幅下落の打撃を軽減するために徐々にリスクを削減することは優れた方法と言えます。ポートフォリオの一部について、同様に慎重な姿勢を取るべき時期に来ていると思われれます。今後再び資金を投入するより優れた機会が訪れると考えます。

Table I: Global Economic Trends

			Real GDP	CPI	Unemployment Rate	Benchmark Rate EOP	10 yr. Treasury Rate EOP
	<u>US:</u>	2015	2.4%	0.1%	5.3%	0.38%	2.27%
		2016	1.5%	1.3%	4.9%	0.62%	2.46%
		2017	2.3%	2.1%	4.4%	1.38%	2.42%
		2018 F	3.3%	2.3%	3.9%	2.13%	3.00%
		2019 F	2.8%	2.2%	3.7%	2.88%	3.50%
	<u>Canada:</u>	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%	2.02%
		2018 F	2.2%	2.0%	6.0%	1.75%	2.65%
		2019 F	1.9%	2.0%	5.9%	2.25%	3.25%
	<u>UK:</u>	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%	1.19%
		2018 F	1.4%	2.5%	4.5%	0.75%	1.70%
		2019 F	1.4%	2.2%	4.6%	1.00%	2.10%
	<u>Eurozone:</u>	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%	0.43%
		2018 F	2.5%	1.4%	8.5%	0.00%	0.90%
		2019 F	2.0%	1.7%	8.0%	0.25%	1.25%
	<u>Japan:</u>	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%	0.04%
		2018 F	1.5%	0.7%	2.7%	-0.05%	0.10%
		2019 F	1.3%	1.0%	2.6%	0.00%	0.18%
	<u>Australia:</u>	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%	2.63%
		2018 F	2.8%	2.2%	5.4%	1.75%	3.00%
		2019 F	2.8%	2.3%	5.2%	2.25%	3.25%
	<u>China:</u> Official Statistics	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%	
		2019 F	6.5%	2.4%			

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 %		
	Oct-17	Nov-17	Dec-17	Oct-17	Nov-17	Dec-17	2017	2018 F	2019 F	2017	2018 F	2019 F
1 Industrial Production Index (2007=100)	106.6	106.5	107.5	3.4%	3.5%	3.6%	105.1	107.0	108.9	2.0%	1.8%	1.8%
2 Capacity Utilization Rate, Total Industry (1997=100)	77.4	77.2	77.9	2.2%	2.3%	2.5%	76.5	77.6	78.8	1.0%	1.5%	1.5%
3 Total Private Housing Starts (SAAR)	1,261	1,299	1,192	-5.0%	13.1%	-6.0%	1,207	1,267	1,343	2.5%	5.0%	6.0%
4 Total Light Vehicle Sales (YTD)	14,148.1	15,539.5	17,134.7	-1.8%	-1.5%	-1.9%	17,135	17,306	17,479	-1.9%	1.0%	1.0%
5 Civilian Labor Force (thousands)	160,371	160,533	160,597	0.4%	0.6%	0.5%	160,310	161,541	162,671	0.7%	0.76%	0.70%
6 Civilian Employment (thousands)	153,846	153,917	154,021	1.3%	1.2%	1.2%	153,337	155,174	156,653	1.3%	1.2%	1.0%
7 Total Unemployment (thousands)	6,524	6,616	6,576	-15.9%	-10.8%	-12.3%	6,973	6,367	6,018	-10.0%	-8.9%	-5.4%
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		
	2015	2016	2017	Jul-17	Aug-17	Sept-17	Oct-17	Nov-17	Dec-17	2018 F	2019 F	
10 Consumer Price Index, All Urban Consumers Y/Y%	0.1%	1.3%	2.1%	1.7%	1.9%	2.2%	2.0%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	
11 Consumer Price Index, Ex. Food & Energy Y/Y%	1.8%	2.2%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%	
12 Non-farm Payroll Growth (thousands)	2,713	2,240	2,055	138	208	38	211	252	148			
13 Unemployment Rate, All Workers	5.3	4.9	4.4	4.3	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1	3.9	3.7	
14 Unemployment Rate, All Workers, >15 Weeks	2.3	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	-	-	
15 Unemployment Rate, Adult Men	4.9	4.5	4.0	4.0	4.1	3.8	3.8	3.7	3.8	-	-	
16 Unemployment Rate, Adult Women	4.8	4.4	4.0	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.7	-	-	
17 Unemployment Rate, Teenagers (16-19)	16.9	15.7	14.1	13.3	13.8	13.0	13.7	15.9	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 2018-2019, by Quarter

Baseline Forecasts

A. Growth in Real GDP - Qtr-Qtr (% Change, Annualized):

	1st QUARTER 18		2nd QUARTER 18		3rd QUARTER 18		4th QUARTER 18		2016 ACTUAL		2017 ACTUAL	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,449.9	4.2%	17,597.0	3.4%	17,733.6	3.1%	17,869.9	3.1%	16,716.2	1.5%	17,092.7	2.3%
Personal Consumption Expenditures	12,136.2	3.6%	12,227.1	3.0%	12,314.4	2.9%	12,402.3	2.9%	11,572.1	2.7%	11,888.9	2.7%
Durable Goods	1,792.3	5.0%	1,814.3	5.0%	1,832.2	4.0%	1,850.3	4.0%	1,595.1	5.5%	1,702.2	6.7%
Non-Durables	2,633.8	3.0%	2,656.5	3.5%	2,679.5	3.5%	2,702.6	3.5%	2,514.3	2.8%	2,575.7	2.4%
Services	7,765.0	2.4%	7,811.2	2.4%	7,857.6	2.4%	7,904.4	2.4%	7,507.3	2.3%	7,672.5	2.2%
Gross Private Domestic Invest.	3,040.5	5.1%	3,093.6	7.2%	3,137.4	5.8%	3,180.4	5.6%	2,858.2	-1.6%	2,950.3	3.2%
Bus. Fixed Invest.	2,403.2	6.5%	2,440.3	6.3%	2,478.0	6.3%	2,516.4	6.3%	2,210.4	-0.6%	2,314.2	4.7%
Structures	474.8	5.0%	481.7	6.0%	488.8	6.0%	496.0	6.0%	446.4	-4.1%	470.1	5.3%
Equipment	1,159.9	7.0%	1,182.4	8.0%	1,205.4	8.0%	1,228.8	8.0%	1,047.8	-3.4%	1,098.0	4.8%
Intellectual Property Products	770.6	4.0%	778.2	4.0%	785.9	4.0%	793.6	4.0%	720.4	6.3%	750.5	4.2%
Residential Invest.	612.3	6.0%	618.3	4.0%	624.4	4.0%	629.0	3.0%	587.5	5.5%	597.5	1.7%
Change in Inventory	25.0 -		35.0 -		35.0 -		35.0 -		33.4 -		13.6 -	
Net Exports	-659.6 -		-666.0 -		-670.1 -		-674.2 -		-586.3 -		-621.5 -	
Exports	2,246.0	3.0%	2,263.2	3.1%	2,279.5	2.9%	2,293.6	2.5%	2,120.1	-0.3%	2,191.3	3.4%
Imports	2,905.6	3.3%	2,929.3	3.3%	2,949.6	2.8%	2,967.8	2.5%	2,706.3	1.3%	2,812.9	3.9%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,930.7	1.3%	2,940.3	1.3%	2,949.8	1.3%	2,959.4	1.3%	2,900.2	0.8%	2,903.2	0.1%
Federal	1,131.8	1.7%	1,134.7	1.0%	1,137.5	1.0%	1,140.3	1.0%	1,114.6	0.0%	1,116.7	0.2%
National Defense	683.5	2.0%	685.2	1.0%	686.9	1.0%	688.6	1.0%	667.0	-0.7%	668.8	0.3%
Non-Defense	448.4	1.5%	449.5	1.0%	450.6	1.0%	451.7	1.0%	447.0	1.2%	447.3	0.1%
State & Local	1,798.9	1.5%	1,805.6	1.5%	1,812.3	1.5%	1,819.1	1.5%	1,783.7	1.2%	1,784.7	0.1%
Real Final Sales	17,424.9	4.3%	17,562.0	3.2%	17,698.6	3.1%	17,834.9	3.1%	16,664.1	1.9%	17,060.0	2.4%
Real Domestic Final Sales	18,084.5	4.4%	18,228.0	3.2%	18,368.7	3.1%	18,509.2	3.1%	17,250.3	2.1%	17,678.9	2.5%
y/y	3.2%		3.3%		3.3%		3.5%					
	1st QUARTER 19		2nd QUARTER 19		3rd QUARTER 19		4th QUARTER 19		2018 FORECAST		2019 FORECAST	
	Forecast		Forecast		Forecast		Forecast					
Real GDP	17,983.0	2.6%	18,105.0	2.7%	18,220.4	2.6%	18,316.5	2.1%	17,662.6	3.3%	18,156.2	2.8%
Personal Consumption Expenditures	12,494.6	3.0%	12,582.6	2.8%	12,663.4	2.6%	12,731.0	2.2%	12,270.0	3.2%	12,617.9	2.8%
Durable Goods	1,868.5	4.0%	1,882.3	3.0%	1,896.3	3.0%	1,903.4	1.5%	1,822.3	7.1%	1,887.6	3.6%
Non-Durables	2,726.0	3.5%	2,752.8	4.0%	2,780.0	4.0%	2,800.6	3.0%	2,668.1	3.6%	2,764.8	3.6%
Services	7,951.4	2.4%	7,998.6	2.4%	8,038.3	2.0%	8,078.2	2.0%	7,834.5	2.1%	8,016.6	2.3%
Gross Private Domestic Invest.	3,228.3	6.2%	3,255.6	3.4%	3,283.2	3.4%	3,304.9	2.7%	3,113.0	5.5%	3,268.0	5.0%
Bus. Fixed Invest.	2,555.1	6.3%	2,577.7	3.6%	2,600.5	3.6%	2,622.3	3.4%	2,459.5	6.3%	2,588.9	5.3%
Structures	502.0	5.0%	509.4	6.0%	516.9	6.0%	523.2	5.0%	485.3	3.2%	512.9	5.7%
Equipment	1,249.7	7.0%	1,259.0	3.0%	1,268.3	3.0%	1,277.7	3.0%	1,194.1	8.8%	1,263.7	5.8%
Intellectual Property Products	805.3	6.0%	811.2	3.0%	817.3	3.0%	823.3	3.0%	782.1	4.2%	814.3	4.1%
Residential Invest.	638.2	6.0%	643.0	3.0%	647.7	3.0%	652.5	3.0%	621.0	3.9%	645.4	3.9%
Change in Inventory	35.0		35.0		35.0		30.0		32.5		33.8	
Net Exports	-679.2		-682.2		-684.9		-685.4		-667.5		-683.0	
Exports	2,310.6	3.0%	2,328.3	3.1%	2,345.0	2.9%	2,359.5	2.5%	2,270.6	3.6%	2,335.9	2.9%
Imports	2,989.8	3.0%	3,010.6	2.8%	3,029.9	2.6%	3,045.0	2.0%	2,938.1	4.5%	3,018.8	2.7%
Gov't Purchases of Goods & Services	2,971.3	1.6%	2,980.9	1.3%	2,990.6	1.3%	2,998.1	1.0%	2,945.0	1.4%	2,985.2	1.4%
Federal	1,145.4	1.8%	1,148.3	1.0%	1,151.1	1.0%	1,154.0	1.0%	1,136.1	1.7%	1,149.7	1.2%
National Defense	692.0	2.0%	693.7	1.0%	695.5	1.0%	697.2	1.0%	686.0	2.6%	694.6	1.2%
Non-Defense	453.4	1.5%	454.5	1.0%	455.7	1.0%	456.8	1.0%	450.0	0.6%	455.1	1.1%
State & Local	1,825.9	1.5%	1,832.7	1.5%	1,839.5	1.5%	1,844.1	1.0%	1,809.0	1.4%	1,835.5	1.5%
Real Final Sales	17,948.0	2.6%	18,070.0	2.7%	18,185.4	2.6%	18,286.5	2.2%	17,630.1	3.3%	18,122.4	2.8%
Real Domestic Final Sales	18,627.2	2.6%	18,752.2	2.7%	18,870.3	2.5%	18,971.9	2.2%	18,297.6	3.5%	18,805.4	2.8%
y/y	3.1%		2.9%		2.7%		2.5%					

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.

©2018 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。

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