

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

● 米国の好循環

米国経済では賃金上昇、力強い投資、雇用の堅調な増加、生産性の向上、個人消費によるプラスのフィードバックループが生まれようとしている。

● 株式市場と債券市場

株式市場では年末にかけて上昇局面が予想される。このタイミングで来年の株式のマイナスリターンと長期国債利回りの再度の急上昇に備えたりリスク低減を推奨する。

● 地域別の最新経済見通し

米国の経済活動がやや鈍化する一方で欧州と日本は足元の成長ペースが持続し、2019年は経済成長の乖離は縮小する公算が大きい。中国のモメンタムは一段と弱まり、中国向け輸出に依存する国では逆風が予想される。



Economic Insights 2018年10月

米国の好循環

景気拡大のある段階で、一連のイベントによってプラスのフィードバックループが生まれ、経済の前進が一段と推進されることがあります。言い換えると、一つの良いことが次の良いことにつながり、そこからさらに3番目の良いことが起き、結果的に1番目の効果がさらに高まるといった具合です。米国ではこうした好循環が今にも生まれようとしています。賃金上昇率は明らかに加速しています。3カ月移動平均の時給は前年同期比3.0%上昇し、2009年6月以来の大幅な伸びとなりました。短期的に見ると上昇率はさらに高く、過去3カ月の平均時給の上昇率は年率換算で3.6%というペースとなっており、2019年第2四半期には前年比で平均3.5%に達する可能性もあります。他の賃金指標も同じような勢いで伸びています。

賃金上昇率の加速と労働市場の逼迫は、投資を押し上げるでしょう。追加の従業員を採用するのにこれまで以上にコストがかかるため、企業は省力化につながる設備やソフトウェアへの投資を拡大することで現在や将来の従業員の生産性を引き上げ、賃金上昇加速の影響を打ち消したり、あるいは新たな人員を採用したりしなくて済むようにするかもしれません。こうした生産性の上昇は既に見られており、過去2四半期で2.0%上昇という直近の実績は2四半期の平均としては2010年以来2番目の高水準となっています。

> 好循環の始まり

現在、従業員の時間当たり生産性が上昇しているため、企業は利益を損なうことなく賃金を引き上げることができます。利益が増加すれば、企業は有効な投資を継続することができます。そして生産量が増加すれば、賃金上昇に伴ってインフレ率が上昇することもありません。緩やかなインフレと力強い賃金上昇の組み合わせは、生活水準の向上につながります。そして生活水準の向上は良好な心持ちや健全な信頼感の重要な源泉であり、個人消費を大きく押し上げます。企業や家計の購買力が高まれば、企業の売上高や利益が増加し、こうしてプラスのフィードバックループがつながり、継続していきます。米国の経済成長率は2019年に減速する見通しですが、賃金、雇用、生産性の好循環が景気の好調を支え、少なくとも上半期までは3.0%以上の成長率を維持するでしょう。これは米国史上最長の景気拡大となり、プラスのフィードバックループにより景気サイクルは現時点で考えられている以上の長さとなる可能性もあります。

ハロウィーンの月に市場はさえない展開となり、いたずらばかりでお菓子は全くもらえませんでした。

Bob Baur • Chief Global Economist, Principal Global Investors

株式市場と債券市場

ハロウィーンの月に市場はさえない展開となり、いたずらばかりでお菓子は全くもらえませんでした。分散投資をしているほぼ全てのポートフォリオが10月に下落し、唯一、安全資産である短期債ミューチュアルファンドだけがプラスのリターンとなりました。ちなみに、砂糖価格は26.6%上昇しました。

10月はリスク回避志向が高まり、ディフェンシブセクターが大幅にアウトパフォームしました。経済成長に関する懸念ばかりで、2019年または2020年の景気後退を示唆するコメントが多く発せられています。長期に及ぶ米国の景気拡大サイクルは終わりに近づいており、米中間の貿易摩擦は両国の経済成長を押し下げるとみられます。ブルームバーグは「A Synchronized Slowdown Is Looming (迫り来る世界経済の同時減速)」という見出しの記事を掲載し、エコノミスト誌も表紙に景気後退を示すイラストを載せました。

＞ 異なる経済

もちろん、雑誌の表紙と正反対のことが起きることは珍しくありません。問題は成長率ではなく、景気や金融環境の全体的な変化です。株価は、直近約10年とはまるで異なる世界に備え始めています。これまでは超低成長、とどまることのない金融危機、デフレ懸念、ゼロ近辺またはマイナスの金利、超緩和的な中央銀行という経済的泥沼の中がありました。そのため、株式は金融政策の延長線上にありました。米連邦準備制度理事会 (FRB) のバーナンキ元議長が当時まさに予言した通り、FRBは金利を大幅に引き下げ、投資家はリスクの高い資産への投資を強いられ、リスク資産の価格が上昇しました。そうした世界はもはや存在しません。

従って、実体経済と金融市場の間に現在あるのは、相違、分離、あるいは対立です。市場は苦戦していますが、米国の実体経済は好景気に沸き、米国以外でも経済は着実に成長しています。まさに世界の経済成長が堅調ゆえに、株式市場や債券市場は混乱しているのです。

＞ 株価は年末に上昇

こうした混乱は来年も続くと思われますが、株価は年末にかけて上昇すると当社は予想しています。それにはいくつかの理由があります。伝統的なものとしてはサントクロース相場がありますが、特に米国の中間選挙が終わり、政治の不透明感が解消した後ではなおさらです。第3四半期決算は絶好調です。中には利益ガイダンスを引き下げた企業もありますが、前年比での増益率は20.0%超という高水準にあり、売上高も順調に伸びています。その上、経済成長をめぐる懸念は後退すると予想されます。米国経済は世界の他の国々を尻目に3.0%の成長が持続するでしょう。中国は金融政策を緩和しています。ユーロ圏は経済成長率が上方修正されるとみられます。日本経済も回復しています。インフレは問題ではなく、各国中央銀行は政策の正常化を積極的に推し進める必要がありません。欧州の政治的混乱も、影響は抑制されると思われます。

＞ 慎重さが求められる

仮に11-12月に株価が実際に上昇したら、2019年に市場が停滞した場合に備えてポートフォリオのリスクを低減し、資本の保護を図ることを推奨します。来年の株式市場は少なくとも大半の期間でマイナスリターンになると予想されます。ここ数カ月を見ると、特に10月は生活必需品、ヘルスケア、公益事業といったディフェンシブセクターがアウトパフォームしています。年末の上昇局面では部分的に他のセクターが反転・回復するかもしれませんが、投資家のディフェンシブ志向は続くと思われます。ここ数年、グロース銘柄やハイテク株が世界の株式市場を牽引してきましたが、そうしたリーダーシップにも陰りが見えています。過去の実績を見ると、リーダーシップが持続している限り株価の上昇トレンドも続きますが、市場のリーダーとならずと上昇相場は終わりを迎えます。ここで問題となるのが金利です。

＞ 利回りは上昇

重要でありながら広く見逃されていることは、30年物米国債利回りが11月2日に51カ月ぶりの高水準となる3.45%を付けた点です。この水準は10年国債利回りを約0.25%上回っており、利回りが上昇方向にあることを明確に示唆しています。インフレが抑制されている局面で利回りが上昇している背景には、好景気、潜在成長率の上昇、金融政策の正常化があります。

理論的にも、米国の長期国債利回りは名目成長率の過去数年の平均に近づくことが示されています。昨年の名目成長率は5.5%であり、ここからも利回りの次の動きは上昇であることが容易に予想されます。

10年物米国債利回りは8月末から10月初めにかけて急上昇しましたが、その後は今般の株式市場の混乱を受けて若干反落しました。しかし、10月30日以降の株式市場の急上昇と共に再度大きく上昇しました。年末の株式市場の上昇局面が顕在化した場合、米国の長期債利回りは株式と共に上昇するでしょう。当社は10年国債利回りが3.5%に近くと予想しています。ドイツ国債利回りは最近数カ月間にボラティリティが高まったものの、不規則に上昇し続け、10年物ドイツ国債利回りは0.38%で10月を終えました。今後は欧州中央銀行（ECB）が債券購入を終了するのに伴い、年内に0.75%に向けて上昇するとみられます。

短期金利については、米国労働市場の逼迫、経済成長率の急加速、賃金の伸び加速、個人消費の4.0%近くの拡大が示される中で、FRBが12月にFF金利をさらに引き上げるのは確実で、その場合、許容レンジの上限は2.5%となります。その結果、2年物米国債利回りもまもなく3.0%以上に上昇するとみられます。株式市場が2019年にかけて安定化すれば、FRBは3月にFF金利を追加引き上げる可能性もあります。当社は来年について、株式市場の混乱が強まるとの予想から、FRBは3月利上げの前で小休止したいと望んでいると想定しています。長期金利の上昇と株式市場の混乱により、FRBの政策行動がなくても、金融環境は引き締まることになるでしょう。

▶ まとめ

市場と投資家は長年にわたり、中央銀行が世界金融危機の深刻な影響に対処するため供給してきた流動性という大海原を泳いできました。この流動性の海は、株式と債券を中心に全ての資産価格を高みへと押し上げてきました。しかし、こうした市場の推進力は、堅調な経済成長が金融政策と金利の正常化に迫られる中で後退しつつあります。これが2018年の金融市場に混乱をもたらしており、おそらく2019年のさらなる混乱の前触れとなるでしょう。

▶ 投資へのインプリケーション

当社は、年末にかけて、力強い世界経済と底堅い投資家心理が株価を再び今年の高値まで引き上げると予想しています。長期国債の利回りが株式とともに上昇する中では、上昇局面を活用し、株式のウェイトを引き下げるか、安全な避難先に資金を移すことが賢明かもしれません。

信用ストレスの再発生により、社債スプレッドがワイドニングすると見込まれることから、6~12カ月の投資期間では、現在よりも利回りが若干高い水準での米国債を愛好します。債券投資家は年末にかけて、信用力の高い債券に避難すると予想されます。また、10年物米国債利回りが3.5%に達した場合、商業不動産、特に不動産投資信託（REIT）を愛好します。利回りがこの水準を付けた場合、満期の長い債券が適切となるでしょう。

地域別の最新経済見通し

▶ 米国

米国経済は、4.0%の高成長が数四半期続いた後減速しつつあるようです。将来の設備投資の重要な指標であるコア資本財受注は過去2カ月連続で減少し、製造業の主要景況感指標もなお堅調とはいえ、6カ月ぶりの低水準に低下しました。ただし、資本ストックの老朽化がここ半世紀で最も進み、昨年の税制改革に良好なインセンティブが盛り込まれたことから、設備投資は来年にかけて力強く増加する見通しです。個人消費の伸びは過去2四半期に4.0%近くの高水準に加速しましたが、これは貯蓄率の小幅低下を伴うものでした。貯蓄率の低下は将来の個人消費のペースにとって必ずしも良い兆候ではありません。

ただし、労働市場は極めて好調で減速の兆しは見られていません。民間部門雇用者数は過去12カ月間に月平均20万人増加しており、これは景気拡大の9年目としては極めて好調なペースです。さらに、毎月ベビーブーマー世代の退職者を上回る人々が労働市場に参入しており、この堅調なペースでの雇用の伸びは持続可能かもしれません。最も注目される失業率は1969年以来の低水準にあるとはいえ、労働市場の稼働率を計測する最も広範な指標である失業者数は、2000年の低水準をなお上回っており、労働市場の周縁には復帰に備えるより多くの人々が存在しています。雇用統計の時間当たり平均賃金と雇用コスト指数の民間部門の賃金・給与は、前年比3.0%を上回るペースで伸びています。個人消費のファンダメンタルズ、信頼感、賃金の伸び、雇用の増加は極めて堅調であり、個人消費はトレンドを上回る伸びが続くと予想されます。堅調な設備投資と活発な個人消費により、米国の経済成長率は来年の大半の期間で3.0%以上の好調なペースで推移するとみられます。その場合、現在の景気拡大は米国史上最長を更新することになります。

> 欧州

ユーロ圏の経済成長率は2017年の急加速から減速しており、2018年、2019年ともに1.5~2.0%のレンジが見込まれます。上半期GDP成長率（年率）が1.7%の高水準となった後、第3四半期は0.6%にとどまり、債務危機以降で最低となりました。この減速はおそらく一時的であり、ドイツの自動車生産をめぐる一過性の問題が原因と考えられます。労働市場が引き続き経済成長の強力な支援材料となっており、ユーロ圏の失業率は8.1%と今景気サイクルのボトムを付けました。ドイツの失業率は東西ドイツ統一後の最低水準にあり、賃金の伸びは加速しており、好調な個人消費を下支えするとみられます。通貨安による輸出と製造業の押し上げも見込まれます。

経済成長が良好で、インフレ率が目標に向けて緩やかに上昇する中、ECBは政策正常化の推進に確信を持つとみられます。ECBの債券購入が12月に終了するのは確実で、2019年下半年には利上げに着手する可能性が高そうです。経済成長が一段と悪化した場合、ECBは債券購入の再開ではなく、銀行向け貸出プログラムを再び拡大する可能性があります。

欧州の政治情勢は投資家を不安にさせ続けるかもしれませんが、大幅な景気悪化をもたらすことはないでしょう。確かに、ドイツのメルケル首相率いる連立政権は政治基盤が揺るぎ、同氏は党首を辞任しました。イタリアでは極左と極右の奇妙な組み合わせによる連立政権が予算をめぐる欧州連合と対立しています。しかしこうした状況は、メルケル首相の辞任によって、債務問題に対する解決策として極端な緊縮財政を求める主張が後退することにつながれば、実際に景気に緩やかな追い風となる可能性があります。景気支援型の政策への転換は有効な変化となるでしょう。

> 日本

日本の今年と来年の経済成長率は1.0%~1.5%のレンジにとどまる可能性が高いでしょう。これは低成長に見えるかもしれませんが、それでもトレンドを上回る水準であり、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。実際、日本はある種の短い好況期にあるのかもしれませんが。労働市場は数十年ぶりの活況を呈しており、求人倍率は1970年代以来の高水準、失業率は極めて低く1990年代初め以降の最低に近い2.3%となっています。ブルームバーグによれば、設備投資は1980年代以降で最長の7四半期連続で増加しています。企業利益は過去最高を更新し続けており、女性の労働力参加率の継続的な上昇を背景に就業者数は過去最高を記録しました。賃金上昇率は上向いており、個人消費を支えるものと思われれます。来年消費税が2%引き上げられれば景気は減速しかねませんが、政府歳入が力強く伸びていることを踏まえれば、消費税の引き上げが延期される可能性もあると考えます。

> 中国

中国の第3四半期経済成長率は、前期比年率6.0%台半ばのレンジから6.0%に減速しました。中国政府は貸出の蛇口を緩めるのではなく、家計へのインセンティブを通じて景気を刺激しようとしています。このような取り組みが景気に大きな影響を及ぼす見込みは薄いでしょう。消費の押し上げを狙う当局は減税や利下げを選択しており、自動車税の税率を半分へ引き下げるなどの可能性が浮上しています。現在の構造的な問題により経済成長は数年にわたり鈍化し続ける見通しです。労働人口は長期にわたり維持されてきた一人っ子政策の後遺症が現れて、遠からず減少に転じる可能性があります。政府は環境汚染の削減と債務拡大の抑制を目指していますが、いずれの取り組みも景気に対してマイナスに作用します。25年間ブームが続く不動産市場もピークに達しつつあるかもしれません。GDP成長率は来年のいずれかの時点で5.0%台半ばのレンジに減速すると思われれます。

▶ 新興国市場

新興国は向かい風と追い風の両方を受けています。東アジアでは中国経済の減速の影響を受け、台湾、マレーシア、タイのPMIは50を下回りました。アジア新興国以外の2019年の見通しは、ドル安が見込まれることから改善する可能性があります。2018年に大半のコモディティ価格が大幅に下落したことは、輸出国にとって大きな下押し要因となりましたが、少なくとも中国以外の国・地域で世界的な景気減速が終了すれば、コモディティは重しではなくなるかもしれません。一方で、米国の金利上昇は新興国市場の債務に大きなリスク要因となっています。

▶ 今後の見通し — 乖離が縮まる

米国とそれ以外の国の経済成長に大きな乖離があることを背景に、2018年は米国が大幅にアウトパフォームしているのに対して、それ以外の市場の大半はリターンがマイナス圏に落ち込みました。来年は経済成長にそれほど大きな格差は見られないと思われます。欧州と日本の成長率は今年と同程度になるでしょう。中国の経済成長率はやや鈍化しながらもなお高水準にとどまる見通しで、財政刺激策が高い成長率を支える役割を果たすとみられます。米国経済のモメンタムは堅調を維持するものの、経済活動はやや鈍化するかもしれません。米国株は来年には調整局面を迎える見通しで、特に10年物米国債利回りが上昇すれば、その可能性が高いと思われます。その結果、米国以外の株式がアウトパフォームするでしょう。

Baseline Economic Forecasts for 2018 - 2019

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

| | 1st Quarter 18 Actual | | 2nd Quarter 18 Actual | | 3rd Quarter 18 Actual | | 4th Quarter 18 Forecast | | 2016 Actual | | 2017 Actual | |
|--|----------------------------|-----------------|----------------------------|-----------------|----------------------------|-----------------|----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Real GDP | 18,324.0 | 2.2% | 18,511.6 | 4.2% | 18,671.5 | 3.5% | 18,788.5 | 2.5% | 17,659.2 | 1.6% | 18,050.7 |
| Personal Consumption Expenditures | 12,722.8 | 0.5% | 12,842.0 | 3.8% | 12,968.5 | 4.0% | 13,077.8 | 3.4% | 12,248.2 | 2.7% | 12,558.7 | 2.5% |
| Durable Goods | 1,628.2 | -2.0% | 1,662.3 | 8.6% | 1,690.1 | 6.9% | 1,706.8 | 4.0% | 1,476.8 | 5.5% | 1,577.9 | 6.8% |
| Non-Durables | 2,858.6 | 0.1% | 2,886.7 | 4.0% | 2,923.7 | 5.2% | 2,949.0 | 3.5% | 2,763.9 | 2.7% | 2,822.0 | 2.1% |
| Services | 8,267.9 | 1.0% | 8,329.8 | 3.0% | 8,395.6 | 3.2% | 8,445.6 | 2.4% | 8,022.5 | 2.3% | 8,184.5 | 2.0% |
| Gross Private Domestic Invest. | 3,321.0 | 9.6% | 3,316.7 | -0.5% | 3,412.1 | 12.0% | 3,427.0 | 1.8% | 3,050.5 | -1.3% | 3,196.6 | 4.8% |
| Bus. Fixed Invest. | 2,654.0 | 11.5% | 2,710.1 | 8.7% | 2,715.7 | 0.8% | 2,757.4 | 6.3% | 2,411.2 | 0.5% | 2,538.1 | 5.3% |
| Structures | 533.3 | 13.9% | 551.7 | 14.5% | 540.5 | -7.9% | 548.5 | 6.0% | 494.7 | -5.0% | 517.5 | 4.6% |
| Equipment | 1,250.9 | 8.5% | 1,264.9 | 4.6% | 1,266.2 | 0.4% | 1,284.7 | 6.0% | 1,116.2 | -1.5% | 1,183.7 | 6.1% |
| Intellectual Property Products | 875.7 | 14.1% | 897.9 | 10.5% | 915.1 | 7.9% | 928.5 | 6.0% | 803.9 | 7.5% | 841.1 | 4.6% |
| Residential Invest. | 615.3 | -3.4% | 613.2 | -1.3% | 607.0 | -4.0% | 611.5 | 3.0% | 591.3 | 6.5% | 611.1 | 3.3% |
| Change in Inventory | 30.3 | - | -36.8 | - | 76.3 | - | 35.0 | - | 23.4 | - | 22.5 | - |
| Net Exports | -902.4 | - | -841.0 | - | -939.0 | - | -945.4 | - | -786.2 | - | -858.7 | - |
| Exports | 2,517.8 | 3.6% | 2,574.2 | 9.3% | 2,551.2 | -3.5% | 2,570.8 | 3.1% | 2,378.1 | -0.1% | 2,450.1 | 3.0% |
| Imports | 3,420.1 | 3.0% | 3,415.2 | -0.6% | 3,490.2 | 9.1% | 3,516.1 | 3.0% | 3,164.4 | 1.9% | 3,308.7 | 4.6% |
| Gov't Purchases of Goods & Services | 3,152.2 | 1.5% | 3,171.8 | 2.5% | 3,197.5 | 3.3% | 3,208.4 | 1.4% | 3,132.5 | 1.4% | 3,130.4 | -0.1% |
| Federal | 1,213.1 | 2.6% | 1,224.0 | 3.7% | 1,234.1 | 3.3% | 1,237.4 | 1.1% | 1,187.8 | 0.4% | 1,196.4 | 0.7% |
| National Defense | 722.8 | 3.0% | 733.3 | 6.0% | 741.7 | 4.6% | 743.5 | 1.0% | 709.2 | -0.6% | 713.8 | 0.7% |
| Non-Defense | 489.5 | 2.1% | 490.1 | 0.5% | 492.0 | 1.5% | 493.2 | 1.0% | 478.0 | 1.9% | 481.9 | 0.8% |
| State & Local | 1,937.7 | 0.9% | 1,946.6 | 1.8% | 1,962.1 | 3.2% | 1,969.4 | 1.5% | 1,942.8 | 2.0% | 1,932.3 | -0.5% |
| Final Sales of Dom. Product | 18,274.4 | 1.9% | 18,515.9 | 5.4% | 18,580.6 | 1.4% | 18,734.7 | 3.4% | 17,617.5 | 2.1% | 17,769.1 | 0.9% |
| Final Sales to Dom. Purchasers | 19,141.3 | 1.9% | 19,330.8 | 4.0% | 19,480.8 | 3.1% | 19,655.8 | 3.6% | 18,387.2 | 2.3% | 18,550.0 | 0.9% |
| year-over-year | 2.6% | | 2.9% | | 3.0% | | 3.1% | | | | | |
| | 1st Quarter 19 Forecast | | 2nd Quarter 19 Forecast | | 3rd Quarter 19 Forecast | | 4th Quarter 19 Forecast | | 2018 Forecast | | 2019 Forecast | |
| Real GDP | 18,937.3 | 3.2% | 19,081.0 | 3.1% | 19,216.5 | 2.9% | 19,344.0 | 2.7% | 18,573.9 | 2.9% | 19,144.7 | 3.1% |
| Personal Consumption Expenditures | 13,170.3 | 2.9% | 13,267.1 | 3.0% | 13,360.5 | 2.8% | 13,450.8 | 2.7% | 12,902.8 | 2.7% | 13,312.2 | 3.2% |
| Durable Goods | 1,723.6 | 4.0% | 1,740.6 | 4.0% | 1,755.6 | 3.5% | 1,770.8 | 3.5% | 1,671.9 | 6.0% | 1,747.7 | 4.5% |
| Non-Durables | 2,974.5 | 3.5% | 3,003.8 | 4.0% | 3,033.4 | 4.0% | 3,059.6 | 3.5% | 2,904.5 | 2.9% | 3,017.8 | 3.9% |
| Services | 8,495.8 | 2.4% | 8,546.3 | 2.4% | 8,595.0 | 2.3% | 8,644.0 | 2.3% | 8,359.7 | 2.1% | 8,570.3 | 2.5% |
| Gross Private Domestic Invest. | 3,477.8 | 6.1% | 3,518.6 | 4.8% | 3,555.1 | 4.2% | 3,585.7 | 3.5% | 3,369.2 | 5.4% | 3,534.3 | 4.9% |
| Bus. Fixed Invest. | 2,799.2 | 6.2% | 2,840.4 | 6.0% | 2,872.3 | 4.6% | 2,903.2 | 4.4% | 2,709.3 | 6.7% | 2,853.8 | 5.3% |
| Structures | 557.8 | 7.0% | 566.0 | 6.0% | 574.3 | 6.0% | 581.4 | 5.0% | 543.5 | 5.0% | 569.9 | 4.9% |
| Equipment | 1,303.6 | 6.0% | 1,322.7 | 6.0% | 1,335.8 | 4.0% | 1,348.9 | 4.0% | 1,266.7 | 7.0% | 1,327.8 | 4.8% |
| Intellectual Property Products | 942.2 | 6.0% | 956.0 | 6.0% | 966.6 | 4.5% | 977.3 | 4.5% | 904.3 | 7.5% | 960.5 | 6.2% |
| Residential Invest. | 620.5 | 6.0% | 625.1 | 3.0% | 629.7 | 3.0% | 634.4 | 3.0% | 611.8 | 0.1% | 627.4 | 2.6% |
| Change in Inventory | 35.0 | - | 30.0 | - | 30.0 | - | 25.0 | - | 26.2 | - | 30.0 | - |
| Net Exports | -950.6 | - | -955.3 | - | -959.6 | - | -961.1 | - | -906.9 | - | -956.7 | - |
| Exports | 2,589.8 | 3.0% | 2,609.7 | 3.1% | 2,628.4 | 2.9% | 2,644.7 | 2.5% | 2,553.5 | 4.2% | 2,618.1 | 2.5% |
| Imports | 3,540.5 | 2.8% | 3,565.0 | 2.8% | 3,587.9 | 2.6% | 3,605.8 | 2.0% | 3,460.4 | 4.6% | 3,574.8 | 3.3% |
| Gov't Purchases of Goods & Services | 3,219.2 | 1.3% | 3,230.0 | 1.3% | 3,239.9 | 1.2% | 3,247.9 | 1.0% | 3,182.5 | 1.7% | 3,234.2 | 1.6% |
| Federal | 1,243.2 | 1.9% | 1,249.1 | 1.9% | 1,254.0 | 1.6% | 1,257.2 | 1.0% | 1,227.1 | 2.6% | 1,250.9 | 1.9% |
| National Defense | 748.1 | 2.5% | 752.7 | 2.5% | 756.5 | 2.0% | 758.4 | 1.0% | 735.3 | 3.0% | 753.9 | 2.5% |
| Non-Defense | 494.5 | 1.0% | 495.7 | 1.0% | 496.9 | 1.0% | 498.2 | 1.0% | 491.2 | 1.9% | 496.3 | 1.0% |
| State & Local | 1,974.4 | 1.0% | 1,979.3 | 1.0% | 1,984.2 | 1.0% | 1,989.1 | 1.0% | 1,954.0 | 1.1% | 1,981.7 | 1.4% |
| Final Sales of Dom. Product | 18,883.5 | 3.2% | 19,032.1 | 3.2% | 19,167.7 | 2.9% | 19,300.2 | 2.8% | 18,526.4 | 4.3% | 19,095.9 | 3.1% |
| Final Sales to Dom. Purchasers | 19,809.8 | 3.2% | 19,963.2 | 3.1% | 20,103.0 | 2.8% | 20,237.0 | 2.7% | 19,402.2 | 4.6% | 20,028.2 | 3.2% |
| year-over-year | 3.3% | | 3.1% | | 2.9% | | 3.0% | | | | | |

Source: U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Economic Analysis; Principal Global Investors

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。

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