

世界・日本経済の展望

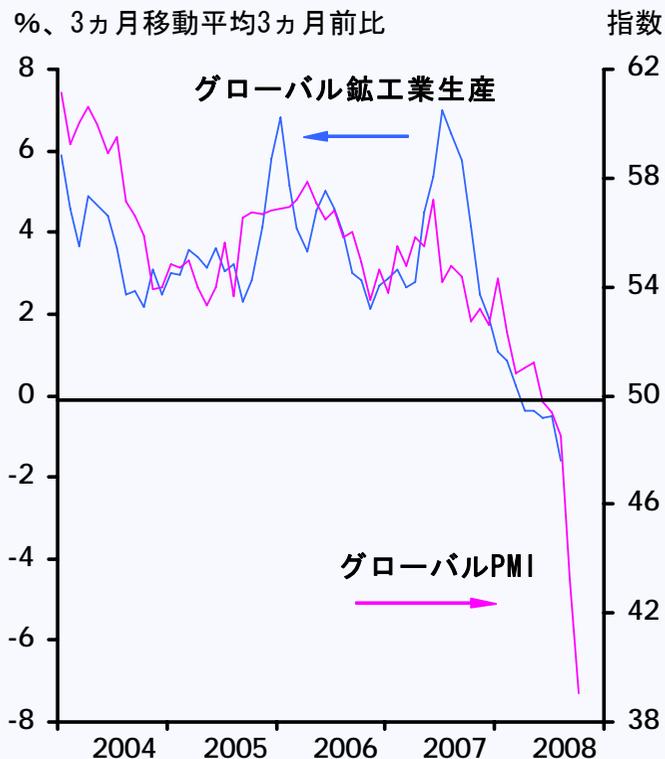
—政策対応で2009年後半に回復の見込み—

JPモルガン証券株式会社
チーフエコノミスト
菅野 雅明

2008年11月26日

グローバルPMIの急落は、グローバル鋳工業生産の大幅下落を示唆

グローバル鋳工業生産と
グローバルPMI



- グローバルPMIは9・10月に急落
- グローバル鋳工業生産(8月分まで入手可能)は、足元、-8%(年率)のペースで減少していることを示唆

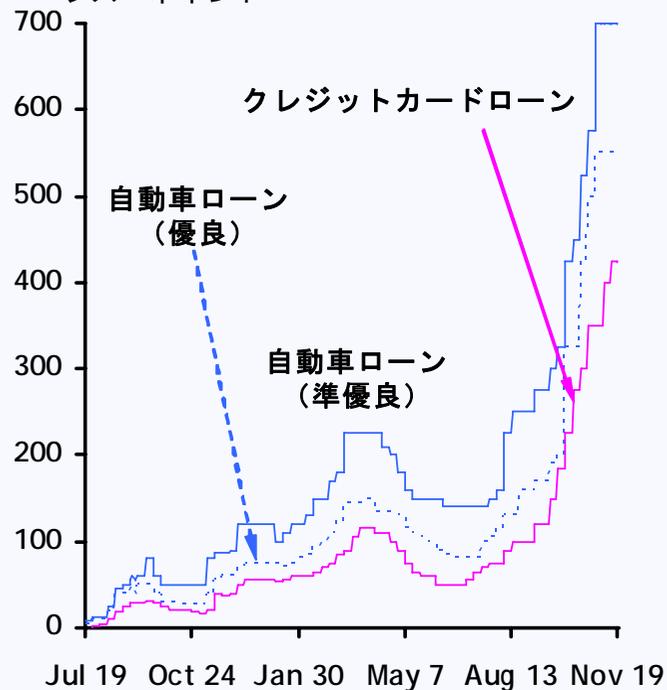
- ◆ グローバル鋳工業生産は本統計開始(1992年)以来最大の減少率-6.4%(2001年7月<注>)を上回る大幅な減少

<注>3ヶ月前比年率(3ヶ月移動平均)

実体経済と金融の悪循環: ABS(消費者ローン関連)のスプレッドは足下で再び拡大

AAA格資産担保証券（消費者ローン関連）スプレッド

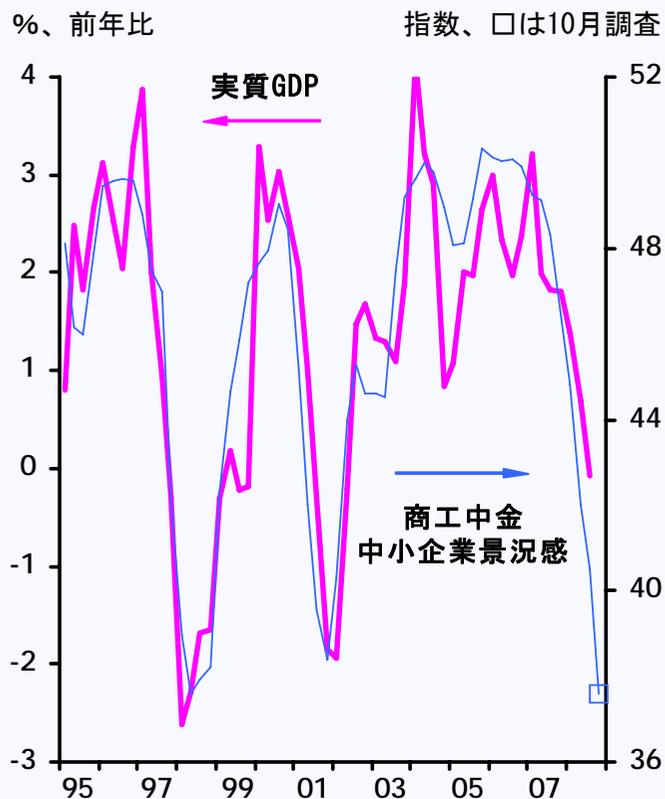
ベース・ポイント



- ABS(自動車ローン関連)のスプレッドは6.0-7.0%まで急拡大。
- これは、FRBの利下げ幅(4.25%ポイント)を上回り、利下げ効果を帳消しにするもの
- 消費者ローン関連ABSのスプレッド拡大は、米国個人消費低迷の持続を示唆

GDPの瞬間風速は-2% (98年初頭の景気後退期並み)

実質GDPと中小企業景況感

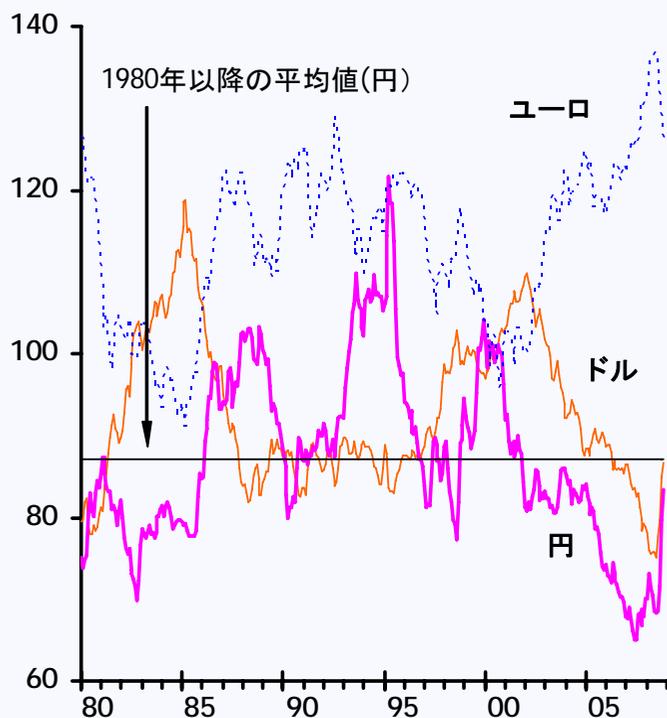


- 商工中金中小企業月次景況観測の景況判断指数はGDP(前年比)と高い相関を有する。
- 10月同景況判断指数(37.6)はGDPの基調トレンドが約-2.0%であることを示唆
- 同指数が今後さらに悪化する可能性も

円の実質実効レートは漸く歴史的な平均値に接近

円・ドル・ユーロの実質実効為替レート

2000=100、11月は3日～19日の平均値

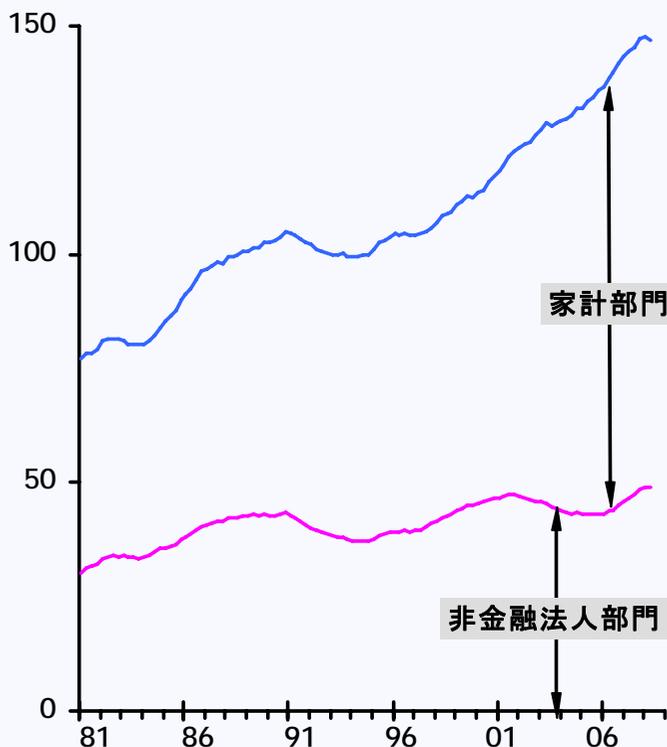


- 円の実質実効為替レート(円の対外競争力を示す)は足元上昇
- ただし、歴史的にみると、平均値を小幅ながら下回る水準
- 最近の主要通貨の強さ:
円 > ドル > ユーロ

米国では家計の過剰債務解消が急務(家計債務バブルの崩壊?)

米国：非金融部門の負債対GDP比率

%、四半期

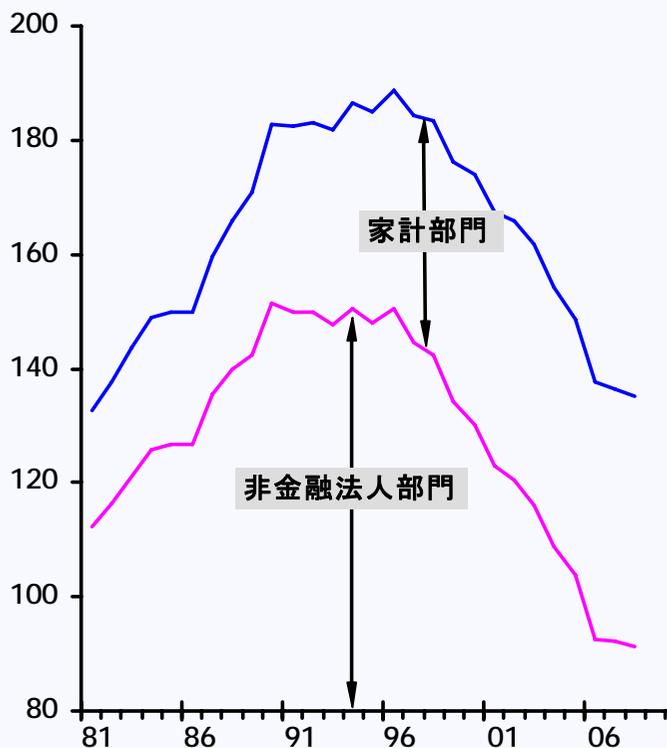


- 米国非金融部門の債務比率(対GDP)は1980年代半以降上昇トレンド
- とくに家計部門の債務比率急上昇が目立つ
- 家計部門では、バランスシート調整(=債務の縮小)局面に入った可能性

日本では15年かかって企業の過剰債務を解消

日本：非金融部門の負債対GDP比率

%、3月末

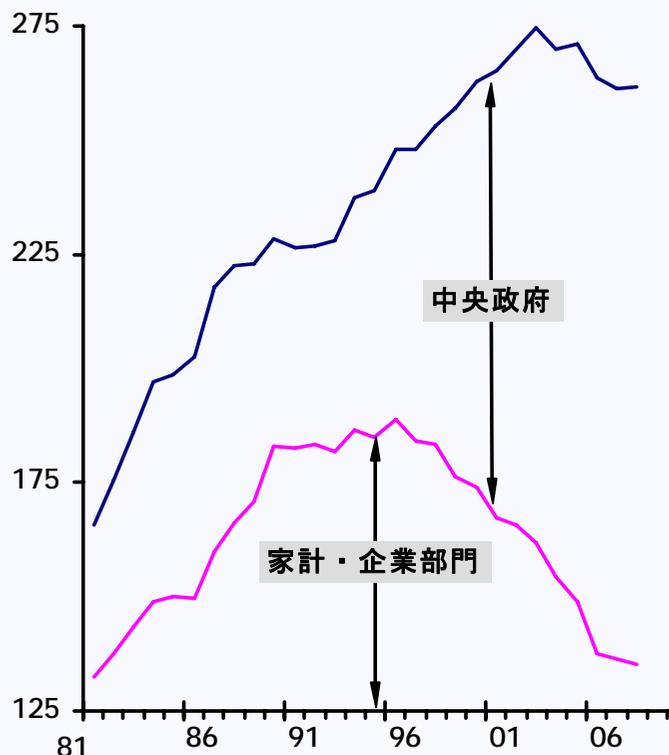


- 日本の資産バブル期には、企業部門が債務を急拡大
- 企業部門の債務圧縮は1997年以降本格化
- 企業のバランスシート調整が概ね完了したのは2006年
- 金融危機は、企業部門のバランスシート調整完了前に終了(景気循環とバランスシート調整の局面は必ずしも一致せず)

日本では、企業債務圧縮の過程で政府債務が急増

日本：非金融部門の負債対GDP比率

%、年度末

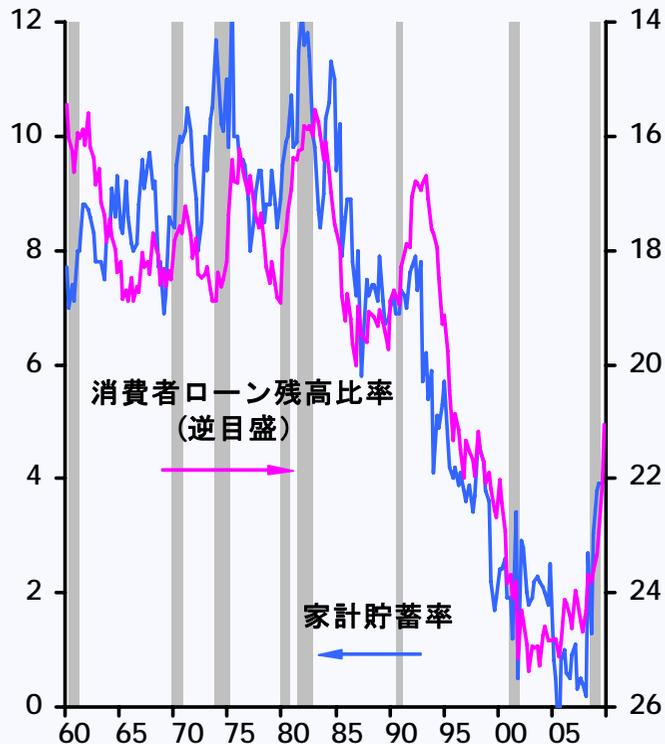


- 企業部門のバランスシート調整が進行中は政府が債務を拡大
- ただし、財政赤字増加に伴う国債発行増は国内の貯蓄で吸収

米国家計貯蓄率は2009年末までに4%ポイント上昇する見込み(貯蓄率の上昇局面は少なくとも3年)

米国：家計貯蓄率と消費者信用

対可処分所得比、%、両軸、08年第3四半期は予測値

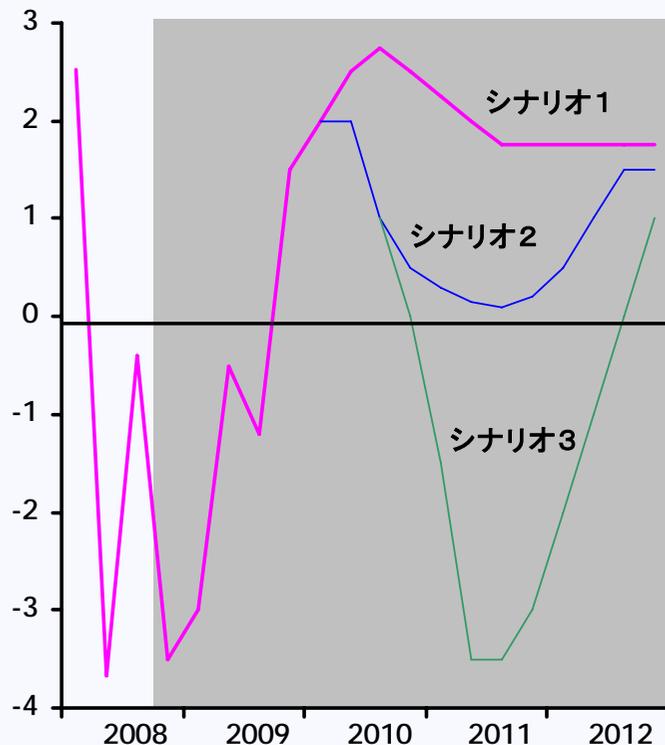


- 米国家計部門の貯蓄率は1980年代半までは10%前後で安定的に推移
- その後、20年間、貯蓄率は低下傾向、2005年にはゼロ%に
- 米国貯蓄率は今後上昇傾向へ
- 貯蓄率が上昇する期間は米国消費が低迷する見込み

今後5年間(2012年度まで)の景気展望

GDP: 3つのシナリオ

%、前期比、年率



- 共通シナリオ: 2009年度後半は政策効果から景気回復
- シナリオ1: 2012年度にかけて景気回復持続
- シナリオ2: 2011年度の景気踊り場を経て2012年度に潜在成長率を回復
- シナリオ3: 2011年度にかけて再び景気後退

その他のディスクロージャー:

J.P. モルガンは、J.P. Morgan Securities Inc. (JPMSI) および全世界における米国以外の関連会社のブランドネームです。

オプションに関する調査資料: 本資料で提供する情報がオプションに関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションリスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P. モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくはOption Clearing Corporation (OCC)のウェブサイト <http://www.optionsclearing.com/publications/risks/riskstoc.pdf> をご覧ください。

法人: 米国: JPMSIはNYSE、FINRAならびにSIPCの会員です。J.P. Morgan Futures Inc. はNFAの会員です。JPMorgan Chase Bank, N.A.はFDICの会員であり、英国ではFinancial Services Authorityの監督下にあります。英国: J.P. Morgan Securities Ltd. (JPMSL) はロンドン証券取引所の会員であり、FSAの監督下にあります。イギリスおよびウェールズで登録されています: No. 2711006. Registered Office 125 London Wall, London E C2Y 5AJ. 南アフリカ: J.P. Morgan Equities Limitedはヨハネスブルグ証券取引所の会員でFSBの監督下にあります。香港: J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE番号はAAJ321)は香港のHong Kong Monetary AuthorityおよびSecurities and Futures Commissionに登録されています。韓国: J.P. Morgan Securities (Far East) Ltd., Seoul branchはKorea Financial Supervisory Serviceの監督下にあります。オーストラリア: J.P. Morgan Australia Limited (ABN 52 002 888 011/AFS Licence No:238188)はASICの監督下にあり、J.P. Morgan Securities Australia Limited (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No:238066)はASXから証券業務の認可を受けており、ASICの監督下にあります。台湾: J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limitedは台湾証券取引所(会社型)および台湾金融監督委員会(Taiwan Securities and Futures Bureau)の監督下にあります。インド: J.P. Morgan India Private Limited はインド証券取引所(National Stock Exchange of the India Limited)とボンベイ証券取引所(The Stock Exchange, Mumbai)の会員であり、Securities and Exchange Board of Indiaの監督下にあります。タイ: JPMorgan Securities (Thailand) Limited は、タイ証券取引所の会員で、Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission の監督下にあります。インドネシア: PT J.P. Morgan Securities Indonesiaはインドネシア証券取引所の会員であり、BAPEPAMの監督下にあります。フィリピン: J.P. Morgan Securities Philippines Inc. はフィリピン証券取引所の会員で、フィリピン証券取引委員会(SEC)の監督下にあります。ブラジル: Banco J.P. Morgan S.A.はブラジル証券取引委員会(CVM)およびブラジル中央銀行(BCB)の監督下にあります。メキシコ: J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financieroはメキシコ証券取引所の会員であり、National Banking and Securities Exchange Commissionからブローカーディーラーとして認可を受けております。シンガポール: シンガポール内における当調査資料の発行・配布はシンガポール証券取引所の会員でManetary Authority of Singapore (MAS)監督下のJ.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMS)[mica (p) 207/01/2008, Co. Reg. No.:199405335R]および/もしくは、MAS監督下のJPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMSB Singapore)が行っております。マレーシア: 当調査資料の発行・配布はJ.P. Morgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)が行っており、Bursa Malaysia Securities Bhdの会員で、マレーシアのSecurities Commissionからディーラーとして認可を受けております。パキスタン: J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd はカラチ証券取引所の会員で、Securities and Exchange Commission of Pakistanの監督下にあります。

Country and Region Specific Disclosures

U.K. and European Economic Area (EEA): Issued and approved for distribution in the U.K. and the EEA by JPMSL. Investment research issued by JPMSL has been prepared in accordance with JPMSL's Policies for Managing Conflicts of Interest in Connection with Investment Research which outline the effective organisational and administrative arrangements set up within JPMSL for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to research recommendations, including information barriers, and can be found at <http://www.jpmorgan.com/pdfdoc/research/ConflictManagementPolicy.pdf>. This report has been issued in the U.K. only to persons of a kind described in Article 19 (5), 38, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (all such persons being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is only available to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. In other EEA countries, the report has been issued to persons regarded as professional investors (or equivalent) in their home jurisdiction Germany: This material is distributed in Germany by J.P. Morgan Securities Ltd. Frankfurt Branch and JPMorgan Chase Bank, N.A., Frankfurt Branch who are regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Australia: This material is issued and distributed by JPMSAL in Australia to "wholesale clients" only. JPMSAL does not issue or distribute this material to "retail clients." The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside Australia without the prior written consent of JPMSAL. For the purposes of this paragraph the terms "wholesale client" and "retail client" have the meanings given to them in section 761G of the Corporations Act 2001. Hong Kong: The 1% ownership disclosure as of the previous month end satisfies the requirements under Paragraph 16.5(a) of the Hong Kong Code of Conduct for persons licensed by or registered with the Securities and Futures Commission. (For research published within the first ten days of the month, the disclosure may be based on the month end data from two months' prior.) J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited is the liquidity provider for derivative warrants issued by J.P. Morgan International Derivatives Ltd and listed on The Stock Exchange of Hong Kong Limited. An updated list can be found on HKEx website: <http://www.hkex.com.hk/prod/dw/Lp.htm>. Japan: There is a risk that a loss may occur due to a change in the price of the shares in the case of share trading, and that a loss may occur due to the exchange rate in the case of foreign share trading. In the case of share trading, JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., will be receiving a brokerage fee and consumption tax (shouhizei) calculated by multiplying the executed price by the commission rate which was individually agreed between JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., and the customer in advance. Financial Instruments Firms: JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., Kanto Local Finance Bureau (kinsho) No. [82] Participating Association / Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan. Korea: This report may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of J.P. Morgan Securities (Far East) Ltd, Seoul branch. Singapore: JPMSI and/or its affiliates may have a holding in any of the securities discussed in this report; for securities where the holding is 1% or greater, the specific holding is disclosed in the Important Legal Disclosures section above. India: For private circulation only, not for sale. Pakistan: For private circulation only, not for sale. New Zealand: This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to persons whose principal business is the investment of money or who, in the course of and for the purposes of their business, habitually invest money. JPMSAL does not issue or distribute this material to members of "the public" as determined in accordance with section 3 of the Securities Act 1978. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside New Zealand without the prior written consent of JPMSAL.

一般: 追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、JPMorgan Chase & Co.、もしくは関連会社、および/もしくは子会社(総称してJ.P. モルガン)は、JPMSIおよび/もしくはその関連会社に関するディスクロージャーおよびアナリストと有価証券の発行企業との関係を示すディスクロージャー以外については、掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のもので、見解や評価は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。過去のパフォーマンスは、将来における結果を示唆するものではありません。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したのではなく、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身でなさるようお願いいたします。米国以外の関連会社が発行した調査資料の米国内での配布、および内容に関する責任はJPMSIが負っております。JPモルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供することができます。準拠法により認められている場合を除き、投資家はアナリストとの連絡および取引の執行は現地のJ.P. モルガン子会社、あるいは関連会社を通じて行ってください。

(「その他のディスクロージャー」2008年9月29日改訂)

Copyright 2008 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P. モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。