

# コファス 経済関連レポート

カントリー・セクターリスク バロメーター2022年第3四半期



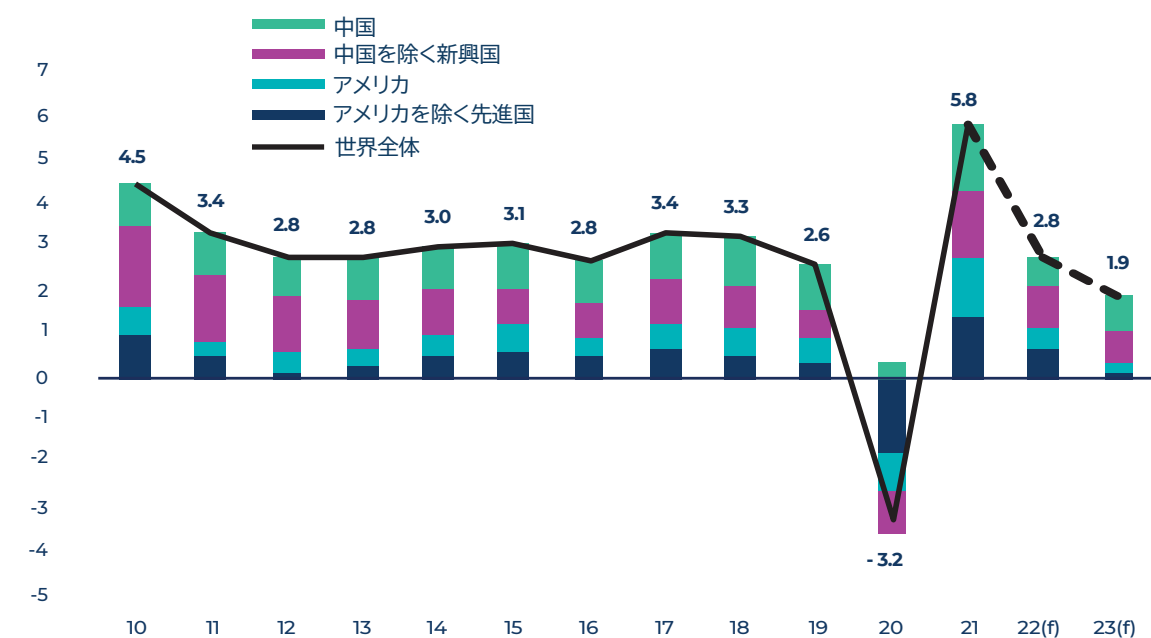
コファス  
経済調査チーム

## 世界経済の冷え込み

北半球に秋が訪れ、世界経済の空が暗くなっている。前回のバロメーターで強調したウクライナでの戦争の影響を超えて、世界的な金融引き締めと中国の成長に対する複数の制約が、控えめに言っても暗雲を描く見通しだ。短期的には、経済はほぼゼロ成長と急激な物価上昇が共存する「スタグフレーション」。世界的な景気後退の可能性も明らかになってきている。今期のGDP成長率予測の全般的な下方修正はこれを反映している。当社の評価変更は、このロジックと、前四半期に行われた多数のダウングレードとも一致する。コファスは第二四半期の19カ国に続き、8カ国(イタリア、デンマーク、スイス、キプロス、ルクセンブルク、マルタ、エジプト、チリ)を格下げした。49のセクター・リスク・アセスメントによる下方修正は、景気循環に敏感なセクター(建設・金属・木材)の状況が明らかに悪化していることを浮き彫りにしている。

ヨーロッパでは、どこの地域よりも暗雲が陰っている。完全なシャットダウンに続いてロシアのウクライナ侵攻に端を発したエネルギー危機が深刻化している。そのため、欧州連合(EU)がガス消費量の削減計画に最終的に合意する一方で、一部の産業は高騰するエネルギーコストに対処するために生産量を削減すると発表するなど、旧大陸は「強制的な」節制に備えている。この地域が冬支度に入るため、特に天然ガスと電力のエネルギー消費の配給は避けられないと思われる。欧州を代表する工業大国ドイツがこの危機の最前線に立つ。

同時に、ウクライナ情勢によって悪化したインフレ圧力は、ほとんど弱まる気配を見せない。米連邦準備制度理事会(FRB)を中心とする主要中央銀行は、インフレ抑制に断固として積極的である。先進国を中心に、世界金融危機後の低金利環境を打破し、その大半(アメリカ、カナダ、ヨーロッパ、イギリス、オーストラリアなど)が既に過去10年間では見られなかった政策金利水準に戻っている。経済活動の減速の兆しが強まっていることに躊躇するどころか、インフレ抑制への取り組みを強化している。

図 1:  
世界のGDP成長率(年平均:%)

Sources: IMF, National statistical institutes, Refinitiv Datastream, Coface forecasts

インフレの魔人をランプから出してしまった各国の中央銀行は現在、世界経済を大幅な減速、さらには景気後退に引きずり込む危険にさらされている。これはFRBの場合に特に深刻であり、その積極性が他国での金融引き締めが増加につながっている。他の国々、特に新興国では、米ドルに対する自国通貨の下落（逆の「通貨戦争」）を食い止めるために、その積極性が金融引き締めの強化につながっている。このような世界的な金融情勢の引き締めが現在のペースで続けば、明らかに世界の成長と金融の安定を脅かすことになる。

不動産危機が依然としてくすぶっており、「ゼロコロナ」政策による国内経済への悪影響が続き、アジア、欧州、南北アメリカ、アフリカのサプライチェーンに影響が及ぶなど、中国経済は困難に直面している。多くの憶測がある一方で、10月16日の中国共産党大会後に緩和されるのではないかと観測が多いが、来るべき冬は即時緩和を求めている。

リスクと不確実性の源は膨大であるが、新たな政治的混乱が高まる可能性がある。第一に、ロシアの行動によって開かれた新たな地政学的状況は、他のグローバルなホットスポットにおけるリスクを再び呼び起こす可能性がある。さらに、価格圧力、特に約3年前にパンデミックによって引き起こされた経済危機と健康危機によって生じたものを土台にして、生活必需品の不足は、人々の日常生活への不満を煽り続けている。毎年第3四半期に行っているように、コファスはこの調査で社会的・政治的脆弱性の指標を更新した結果を共有している。インデックスでは昨年の過去最高水準から低下したが、依然としてリスクの高い環境を示唆している。新興国の不安リスクに焦点が移るのは当然だが、社会的緊張の高まりから先進国が免れるわけではない。

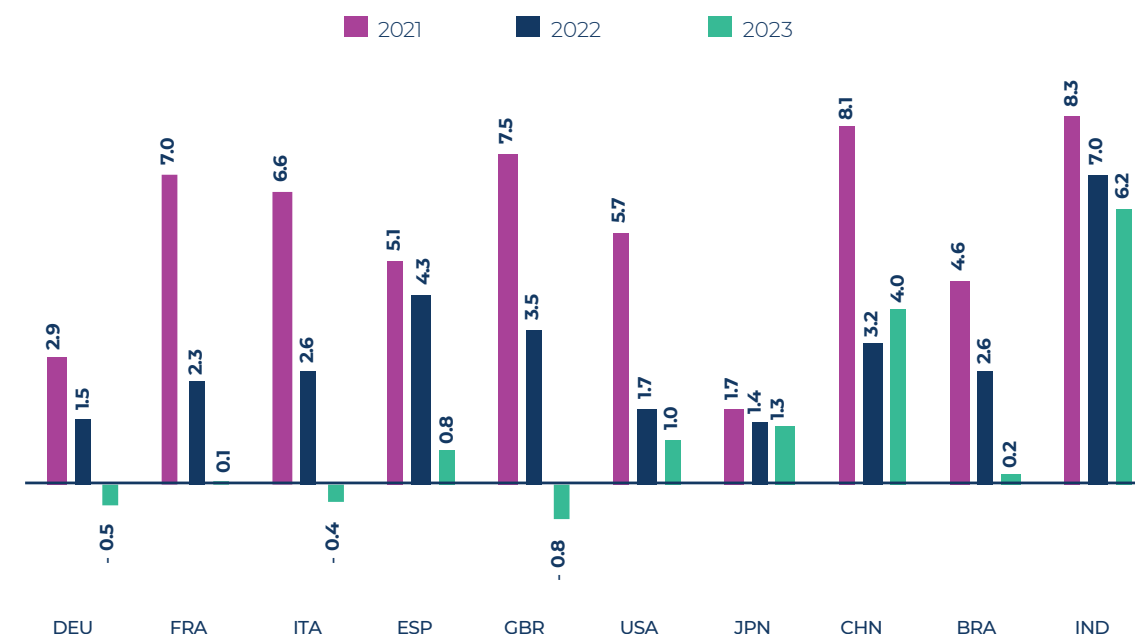
## ヨーロッパに迫り来る冬と不況

前回のバロメーター1:で言及されたリスクのほとんどは、欧州のエネルギー危機の激化（流動性の途絶）、持続的なインフレ、世界各地での積極的な金融引き締めによって具体化した。このような状況の中、コファスは2023年の世界経済成長率予測を大幅に下方修正した（図1）。2001年、2008年、2009年、2020年と同様に、世界の成長率は2%を下回るだろう。世界のすべての地域で成長見通しを引き下げたが、夏の間にも見通しが暗くなったのは間違いなく欧州である。このように、すべての主要国で景気後退は避けられないように思われる。この冬の欧州経済は、そのほとんどがマイナス成長を記録する見込み（図2）。

仮にそうならなかったとしても、今年後半の潜在的なリバウンドのエネルギー危機は、

この冬の活動低下を十分に招くものといえる。

ガス供給流量が徐々に減少し、いくつかの一時的な中断を経て、今年8月31日のノルドストリーム1パイプラインの停止は、この冬のロシアから欧州へのガス供給が大幅に減少するシナリオは明らかである。また、9月26日の事件（破壊工作）は、少なくとも近い将来には復元される可能性は非常に低く、これらの流れを示唆している。さらに、ロシアと西側諸国との間の紛争の激化と亀裂の拡大により、今後数か月以内にロシアから欧州へのガスの流れが再開される可能性はますます低くなっており、エネルギー供給が困難になっていることを意味する。その結果、価格圧力は2023年を通じて続く可能性が高い。このように、ガス価格は8月の終わりからMWhあたり300ユーロを超えて下落したが、冬よりもほぼ10倍高い異常に高い水準にとどまっている。

図 2:  
GDP成長率(選定国、年平均%)

Sources: IMF, National statistical institutes, Refinitiv Datastream, Coface forecasts

1 コファスバロメーター:スタグフレーション回避のための景気後退? 岐路に立たされた世界経済-2022年6月21日  
<https://www.coface.jp/News-Publications-Events/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Q2-2022>

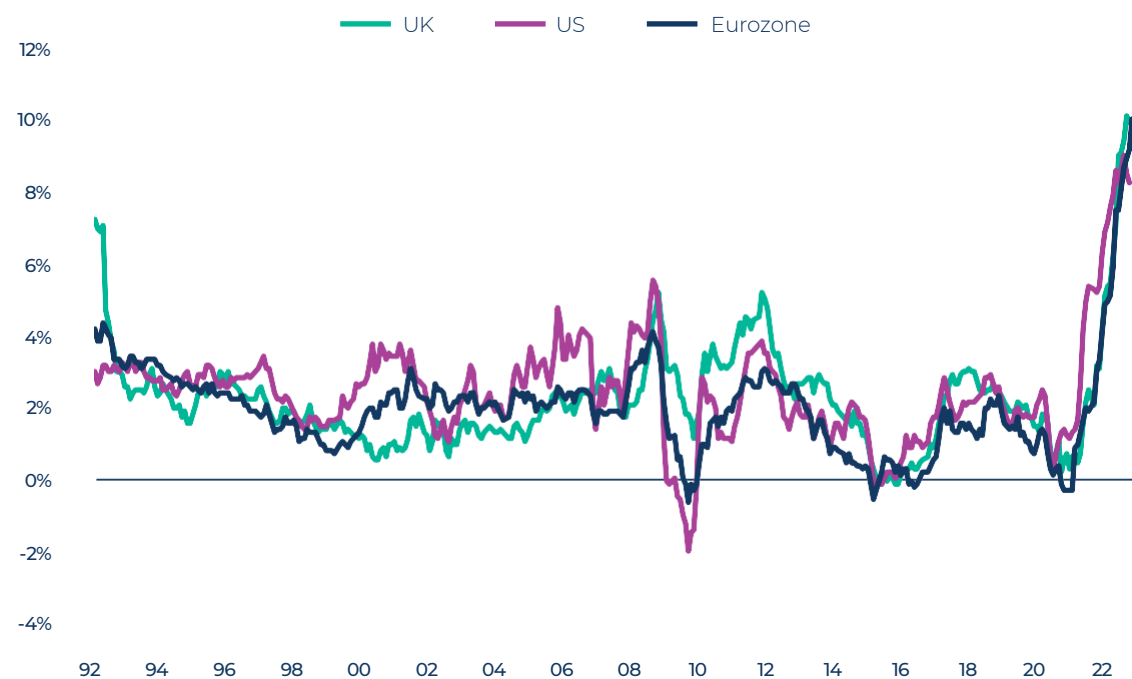


さらに、欧州諸国は10月初めの充填率が90%前後と高いLNG（液化天然ガス）の輸入価格を支払うことで、冬の前にガス貯蔵目標を達成しているが、これは冬の消費量のほんの一部に過ぎず、大多数のEU諸国は、欧州の法律で個人が保護されているため、ガス消費量の15%を節約することを約束しており、この努力は主に企業が負担することになる。自主的な削減（エネルギーコストのために採算が合わなくなった活動の停止）であろうと、政府が定めた強制的な配給であろうとエネルギー消費の減少は、生産の低下とGDPの減少につながるが、その程度は冬の厳しさによって大きく左右される。その程度は冬の厳しさに大きく依存する。

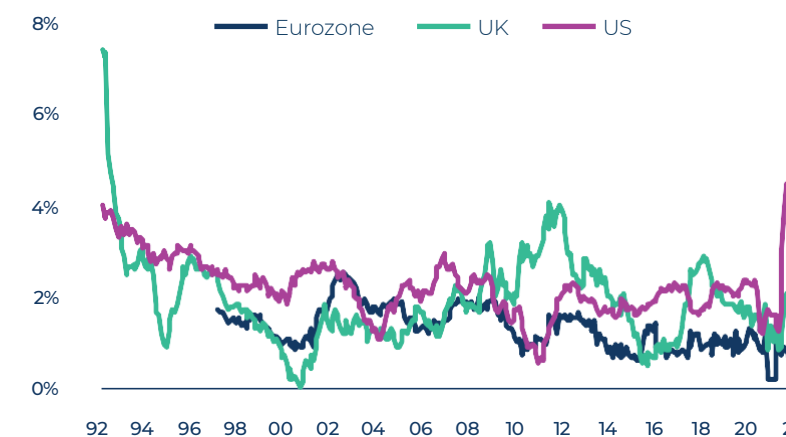
その結果、今四半期のカントリーリスクの格下げの大半は再び欧州経済に関係している。前四半期に16カ国の格下げを行った後、現在はさらに6カ国の格下げを行っており、

その中にはリスクがまだ非常に低いとされた4カ国中3カ国も含まれている。デンマーク、スイス、ルクセンブルグの3カ国はA1からA2へ格下げされた。今後のショックの大きさを考慮すると、ガス生産国であるノルウェーだけが最高のリスク評価を享受できる立場にあると推測される。

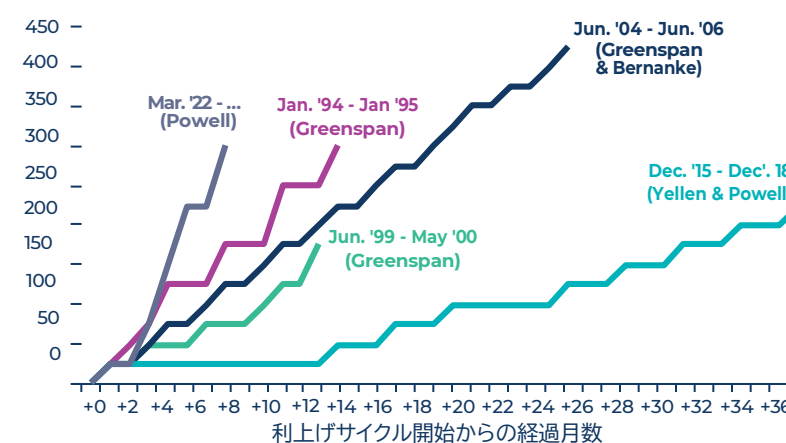
必要なエネルギー節約の程度は天候に大きく左右されるが、欧州経済が2023-2024年の冬までに貯蔵能力を補充するという課題に直面しているため、エネルギー危機は議題に残る可能性が高い。昨年春とは異なり、ロシアのガス流量は非常に少ないままであると予想されるため、欧州諸国は再び相当量のLNGを高値で購入せざるを得なくなり、ガス価格の圧力を悪化させる可能性が高い。世界レベルでの持続的なエネルギー価格の高止まりの見通しに直面し、49セクターのリスク評価のダウングレー

図 3:  
インフレ率

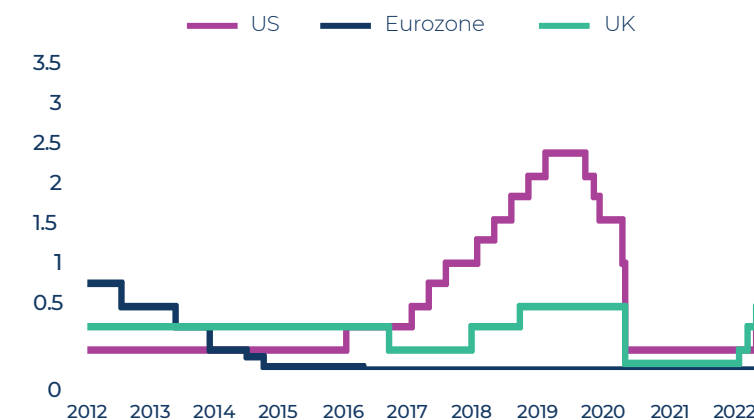
Sources: Refinitiv Datastream, Coface

図 4:  
コア・インフレ率

Sources: Refinitiv Datastream, Coface

図 5:  
米国における直近の利上げサイクルにおけるFed Funds目標金利の累積上昇幅(単位:bps)

Sources: Federal Reserve, Refinitiv Datastream, Coface

図 6:  
主要金利(単位:%)

Sources: Refinitiv Datastream, Coface

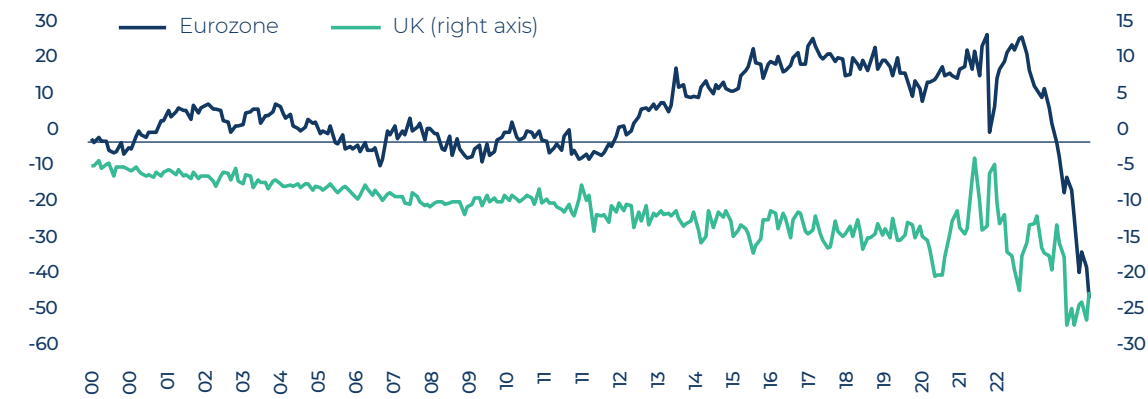
ドのほぼ半分は、化学、紙、金属などのエネルギー集約型産業に関するものである。しかし、これらの格下げのほとんどがヨーロッパで行われた前四半期とは異なり、今回はアジア経済のほとんどの地域でもこれらのセクターの格下げを行った。南アフリカもそのひとつである。

### 各国中央銀行、根強いインフレ対策を強化

最近の数か月はまた、先進国や新興国において、持続的に高い、そして何よりもますます広範なインフレのリスクが具体化していることを確認した。9月のユーロ圏の年間インフレ率は10%に達し、8月の英国と同水準となった（図3）。一方、インフレ圧力の強い米国では数ヶ月前に出現した。おそらく6月（9.1%）にピークに達したが、8月にはまだ8%を超えていた。さらに重要なのは、変動の大きい構成要素（エネルギーと生鮮食品）を除いたコアインフレ率が8月に再び上昇して6.3%となり、経済全体への粘り強さと波及を示したことである（図4）。

こうした中、FRBは急速に金融政策を引き締めており、6月以降、FF金利は3回にわたり75ベーシスポイント（bp）上昇し、これまでの金融サイクルよりも大幅に引き締められた（図5）。インフレ圧力が強まる中、FRBは今後数カ月間で金利を引き上げ続け、年末までに4.50%にすると予想されている。つまり、2022年の最後の二回の会合では125ベーシスポイント（bp）の利上げとなる。

このためイングランド銀行（BOE）や欧州中央銀行（ECB）も、コアインフレの加速に加え、輸入インフレをあおるポンドやユーロの対ドル下落を抑えるため、予想よりも速いペースでの利上げを余儀なくされている。

図 7:  
貿易収支(ユーロ、英ポンド:億円)

Sources: Eurostat, ONS, Refinitiv Datastream, Coface

さらに、観測または予測されている米ドルとの金利差(図6)に加えて、これらの通貨は欧州の差し迫った景気後退への期待と、特にエネルギー料金の高騰による英国とユーロ圏の今年の貿易赤字の大幅な拡大によって、足を引っ張られている(図7)。

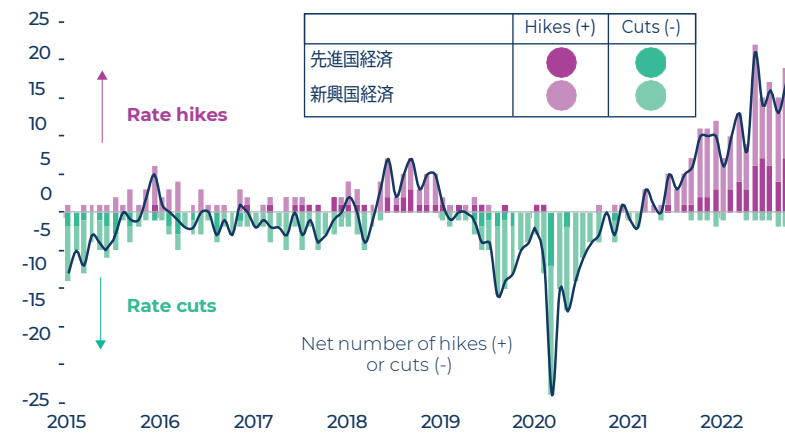
ドルは過去12ヶ月間に他の全ての通貨に対して大幅に上昇しているため(図8)、FRBの金融引き締めの結果はヨーロッパに限ったことではない。

図 8:  
米ドル名目実効為替レート(DXY)

Sources: Refinitiv Datastream, Coface

また、FRBが金利を引き上げる際の慣例として、新興国の中央銀行の大多数は、資本逃避とそれに伴う本国通貨の下落を制限し、商品価格によるインフレ圧力の高まりをこれ以上あおることを避けるために、同様の措置を取らざるを得なくなっている(図9)。ここ数週間、タイ、インドネシア、モロッコの中央銀行はようやく利上げ開始を決定した。一方、インド、メキシコ、南アフリカ、ナイジェリア、ポーランドなど新興国の金融引き締めは続いている。注目すべき例外はブラジル中央銀行で、9月の政策決定会合で2021年3月以来の利上げを見送った。しかし、この休止は、急速かつ早期の金融引き締め(2%から現在の13.75%)の後に生じている。これにより、ブラジルレアルは2022年に対ドルで(わずかに)上昇した数少ない通貨の一つとなった。中国の金融当局は、景気の急激な減速が確認されたことを受けて、8月に複数の基準金利を引き下げた。

その他、「ゼロコロナ」戦略、不動産部門の危機、今夏に記録した深刻な干ばつの影響を依然として受けている。最初の2つの要因に関連する困難は、今後数カ月間続くと予想される。人々の健康状態を考慮すると、習近平の指導者としての政治的優位を確固たるものにする予想される10月16日の第20回中国共産党(CCP)全国代表大会後

図 9:  
主要中央銀行による主要金利の引き上げ・引き下げ回数

先進国: オーストラリア、カナダ、チェコ、日本、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデン、スイス、英国、米国、欧州(ECB管轄)  
新興国: ブラジル、チリ、中国、コロンビア、クロアチア、エジプト、ガーナ、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ナイジェリア、パキスタン、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、南アフリカ、タイ、トルコ

Sources: National central banks, IMF, Refinitiv Datastream, Coface

図 10:  
工業用金属と木材の価格(100=2019年1月1日現在)

Sources: Refinitiv Datastream, Coface

のアプローチ変更の可能性は小さくなってきているようだ。同時に、不動産バブルのデフレは続く見込みである。不動産セクターがGDPの約30%を占めると推定されていることを考えると、不動産セクターの苦境により、GDP成長率は2022年(3.2%)と2023年(4.0%)の過去数十年の水準を大きく下回ることになる。したがって、過去20年間の世界経済活動の原動力として、中国の成長は世界経済の急激な減速に寄与するだろう。

広範な金融引き締めというこの特に不利な環境において、世界の建設部門の見通しは明らかに否定的である。そのため、2022年3月初めに高騰した工業用金属・木材価格は下落傾向にある。その後も順調に推移し、最終的には年初からそれぞれ20%減、60%減を記録した(図10)。工業用金属価格は依然として2019年の水準を上回っているが、エネルギー集約型のこの部門は活動の減少とコストの上昇に直面している。そのため、輸出の半分以上を銅(価格は3月初めに比べて30%下落)が占めるチリの評価をA3からA4に引き下げた。さらに、欧州、アジア、北米、南米のいくつかの国で金属と木材部門を格下げした。

### 財政政策と金融政策の目的の相反

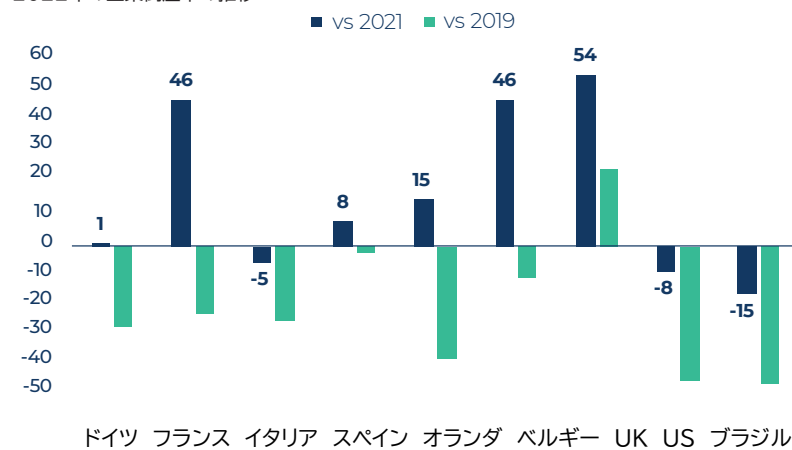
中央銀行は「何があっても」インフレと戦う決意をしているが、多くの中央銀行は本国/地域の財政政策との目的の衝突に直面している。各国政府は、経済活動の縮小を抑制する(あるいは回避する)ことを切望しており、実際、家計の購買力と企業のキャッシュフローを支援するための措置をここ数カ月で何倍にも増やしている。(家計)需要の減少がなければ、この構成ではインフレ圧力を大幅に低下させることはできず、特に供給の制約が十分かつ真に具体的であるため(多数の生産拠点の閉鎖)、中央銀行はさらに制限的な金融政策を実施せざるを得ない。



その結果は、新興国と先進国の両方で、パンデミックの間に公的債務が大幅に増加した状況において、財政赤字の拡大と資金調達コストの高騰という、財政にとって潜在的に爆発的なカクテルとなるだろう。9月末に英国経済が経験した混乱は、金融政策と財政政策の目的の対立から生じるリスクを示している。リズ・トラス新首相による2024年までのエネルギー価格上限の発表（費用:6か月で600億英ポンド）、そして何よりも1972年以来最大の減税（2026年までに450億ポンド）は、英ポンドの暴落と英国債務の金利上昇をもたらした。エネルギー価格の上限は短期的にはインフレを抑制するはずであるが、この財政支援の規模は中期的には必然的にインフレを促進し、イングランド銀行はさらに積極的な金融政策を迫られることになる。

このようなインフレと高金利の構図において、公的債務が膨張することは、英国の債務のかなりの部分がインフレ率（20%以上）またはBOEの政策金利（全体の30%は、パンデミック中に実施された大規模な資産購入プログラムに続くものである）に連動しているため、ますます問題があるように見える。

図 11:  
2022年の企業倒産率の推移



Sources: National sources, Coface forecasts

市場を落ち着かせるため、BOEは国債買入れの再開と、バランスシート縮小のための公債売却を11月1日まで延期せざるを得なかった。数日後、議会の圧力により、政府は減税の1つを撤回せざるを得なかった。これらの発表によって市場は一時的に沈静化した。BOEには、インフレと戦う決意が残っていることを納得させるために、11月初旬の次回会合で政策金利を大幅に引き上げる圧力が強くなるだろう。現在のところ、市場は9月に決定したレートの2-3倍の100-150 bpsの引き上げを見込んでいる。

繰り返しになるが、政府が既にとった、あるいはこれからとられるであろう措置は、企業の債務超過の進展にかなりの影響を与える。2022年に非常に高い債務超過を記録する可能性が高いのは、英国だけである（図11）。これは、年間にわたって支援策がほとんど実施されていないためである。ベルギーとスペイン（2020年第3四半期以降、債務超過が回復している）では、危機前の水準に近いはずである。逆に、他の主要国では、前四半期に回復したにもかかわらず、年間全体の支払不能件数は限られたままである。

パンデミックの時よりも財政政策の余地は小さくなっているが、2023年にはマクロ経済（一部の国では著しい減速、あるいは景気後退さえ見られる）とミクロ経済（企業の債務超過が限定的に増加する）がさらに乖離するシナリオを排除できない。その場合、結果として生じるマクロ経済の不均衡を是正するために中期的に必要な調整は、より大きなものとなるだろう。

## 社会経済的圧力が高まり、社会不安が高まる

早くも2022年3月、ロシアがウクライナに侵攻した数日後、コファスは食料とエネルギーを筆頭とする必需品の価格上昇に伴う社会的リスクの高まりの可能性を警告した。それ以来、インフレ圧力が強まり、生活費の増加に対する国民の不満が、バングラデシュからハイチ、イギリスからガーナに至るまで、すでに世界中で顕在化し始めている。ポピュリズムの高まり、社会不安、紛争、テロリズム、保護主義など、様々な形の政治リスクは、ここ数年ニュースで繰り返し取り上げられているテーマである。さらに、COVID-19のパンデミックと、その人的被害（2020年2月から2022年9月の間に650万人以上が死

亡）および経済的影響は、政治的リスク、特に社会運動のリスクについて、新しいページを開いた。

我々は昨年(3)、経済・健康危機に関連した不満が、新型コロナウイルス感染症以前から続く不満を増幅させ、新たな緊張の源を生み出す可能性があることを警告した。ここ数か月ですで見られる社会運動の増殖を踏まえると、上記のような見通しの悪化は、今後も社会不安のリスクが高いことを示唆している。

政治リスクを評価するため、コファスには2017年(4)3月に開始され、毎年更新される指標がある（Box 1参照）。2022年版の指標では、世界レベルの平均点（図12）が

### Box 1

#### コファスの政治リスクモデル

コファスの政治リスクモデルは、リスクゼロを示す0%から最大リスクを示す100%までの政治リスクの総合指標である。以下の2つの主要なリスクカテゴリーを考慮する。

- 世界中の紛争（国家間または特定の領土内の派閥間）の観察に基づく安全保障上のリスク。喧嘩の発生、抗争の激しさ、それに伴う被害者数などを考慮して算出された総合指数を用いて測定される。
- 政治的・社会的な脆弱性から生じるリスクは、以下の3つの異なる指標の組み合わせである。

- 1. 社会リスク指数:** 2つのカテゴリーの変数を考慮する。第一に、変化への圧力(1)、社会経済的要因に基づいて社会的不満の程度を測定する: インフレ、失業率、GINI係数で測定される所得不平等、一人当たりの所得とその進化、腐敗の認識、人々の自己表現能力、そして殺人率である。第二に、これらの社会経済的フラストレーションを表現する手段(2): 高等教育率、成人識字率、インターネットアクセス、人口に占める若者の割合、出生率、都市化率、女性参加率である。
- 2. コファスは、政治システムの基盤のひび割れを特定するために、政治システムの性質、民族的・言語的分断、国民が持つ政治的自由と公民権の程度に基づいて、脆弱性指数も作成している。**
- 3. ポピュリズム指数:** 一部の民主主義国における社会的不満の高まりをよりよく理解するために、ポピュリズムの高まりを説明するために政党の選挙プログラムの内容のテキスト分析から構築されたマニフェストプロジェクトのデータベースからの特定の変数。

2 Coface Focus: Economic consequences of the Russia-Ukraine conflict, Stagflation ahead. March 2022

3 Coface Focus: "New wave of post-pandemic social movements: international trade as a collateral victim". September 2021

4 Coface Panorama: "The rise and rise of political risks", March 2017



図 12:  
世界: コファスの政治リスク指数スコアの平均値



Source: Coface

昨年の過去最高水準から低下している。これは驚くべきことではない。インフレ圧力の出現にもかかわらず、パンデミック後の回復は、健康危機の高さと比較して、社会経済状況を全面的に改善することを可能にした。昨年分析した160カ国のうち145カ国で政治的・社会的脆弱性の指標が悪化したが、今年は140カ国でスコアが改善した。しかし、全体の平均指数が低下しているにもかかわらず、新型コロナ危機前の水準（2015年から2020年）を依然として1ポイント上回っており、依然として非常に高いリスク水準を示していることから、この改善は大局的に見るべきである。分析対象国の2/3（99カ国）は、2年前よりも高いスコアを示している。その半数以上は2020年の指数と比較して1ポイント以上上昇している。したがって、COVID-19のパンデミックが政治リスクに及ぼす触媒作用は確認される傾向にある。また、生活費の上昇に伴う社会経済的圧力が、パンデミックによって発生したリスクを直ちに引き継いだことも示唆している。

政治的および社会的脆弱性指数（表1参照）のスコアの順位は、依然としてイランが主立っている（81.6%）。すでに2017年と2019年の大規模な反政府デモの原因となっている経済的苦痛は、依然として権威主義体制に対する挑戦の温床となっている。今年9月に道徳警察によって逮捕された若い女性、マフサ・アミニの死によって引き起こされた一連の抗議行動は、イランの状況の脆弱さを再び示した。指標の「基壇」は、2017年以降のように、シリア（78.0%）とスーダン（76.5%）によって完成されている。

この指標がほぼ普遍的に低下していることを背景に、リスクレベルの最大の上昇（表2参照）は、2021年2月の軍事クーデター以降、依然として大きな混乱状態にあるミャンマー（59.9%）に起因すると考えられる。米軍撤退後にタリバンが勢力を回復したアフガニスタンや、同じく昨年のクーデターで政情不安が続いているギニアも、今年スコアを伸ばしている数少ない国の一つである。

表 1  
政治的・脆弱性指数による危険度上位10カ国

Country	2022 score	Change	
		vs 2021	vs 2020
Iran	81.6%	+1.2 pp	+0.2 pp
Syria	78.0%	+0.5 pp	+1.1 pp
Sudan	76.5%	-2.3 pp	-0.9 pp
Bahrain	71.7%	-4.6 pp	+0.9 pp
Afghanistan	71.6%	+1.6 pp	+5.7 pp
Venezuela	70.6%	-2.3 pp	-3.7 pp
Djibouti	70.1%	-0.6 pp	+0.4 pp
Turkmenistan	69.8%	-2.1 pp	-1.0 pp
Laos	69.8%	-0.9 pp	+1.2 pp
Yemen	69.5%	-2.2 pp	+5.4 pp

pp: percentage points

表 2  
2022年に政治的・社会的脆弱性スコアが上昇した国の一覧

Country	Change	Score	2022 rank*	(change vs 2021)
Myanmar	+6.0 pp	59.9%	42	(+30)
Timor-Leste	+4.8 pp	47.5%	87	(+27)
Belarus	+2.3 pp	63.9%	27	(+11)
Serbia	+2.0 pp	47.5%	88	(+16)
Guinea	+1.6 pp	57.7%	52	(+10)
Afghanistan	+1.6 pp	71.6%	5	(+9)
Tajikistan	+1.3 pp	64.5%	25	(+10)
Benin	+1.2 pp	46.0%	95	(+14)
Iran	+1.2 pp	81.6%	1	(+0)
Egypt	+1.1 pp	59.8%	43	(+11)
Guyana	+1.0 pp	48.5%	83	(+15)
Nicaragua	+0.7 pp	59.5%	45	(+7)
Turkey	+0.7 pp	60.6%	38	(+6)
Syria	+0.5 pp	78.0%	2	(+1)
Tanzania	+0.5 pp	53.3%	64	(+16)
Central African Rep.	+0.3 pp	65.5%	24	(+8)
Togo	+0.2 pp	59.3%	46	(+4)
Niger	+0.1 pp	51.1%	72	(+13)
Sao Tome and Principe	+0.1 pp	37.4%	115	(+10)
Ethiopia	+0.0 pp	61.4%	35	(+5)

\* over 160 countries  
pp: percentage points

政治的リスクの兆候はそれほど明確ではないが、ベラルーシ、セルビア、エジプトのスコアの増加は注目に値する。トルコもこれに該当し、特に注目される。実際、同国のやや異なる経済政策は記録的なインフレを加速させ続けており、今後数カ月間の政治不安を助長する可能性がある。

私たちの指標は、パンデミック前よりも社会不安のリスクが高いことを示しているが、人々が経験している疲労感や倦怠感を過小評価しているのだろう。さらに、データはインフレ圧力の深刻さと持続性を完全には捉えておらず、それは間違いなく国民の指導者に対する忍耐が限られていることを意味する。さらに、2022年版の指標は、我々が予想する景気減速、特に社会的不満をおおる可能性のある失業への影響の可能性を反映していない。

最も爆発的な市民暴動は、反対意見の余地が縮小され、生活費の上昇から人々を保護する能力が制限される場合に発生する可能性が高い。実際、COVID-19危機への財政対応は、特に中低所得国の政府の政策空間を大きく侵食し、新たな社会経済的緊張の増幅に対応する能力を制限している。例えば、ジョコ・ウィドド大統領が9月初めに燃料補助金の削減を決定したことは、インドネシアのジャカルタで大きな抗議運動を引き起こした。エネルギー補助金の廃止は、すでに今年初めにカザフスタンでの抗議行動の根底にあり、他の国々も今後数週間で同様の状況に直面する可能性が高い。焦点は主に財政問題を抱える新興国で、ケニア、ボリビア、チュニジア、エジプトがこれに該当する可能性がある。

とはいえ、欧州をはじめとする先進国もこうしたリスクを免れることはできない。欧州各国の政府は、エネルギー価格の上昇から家計を守ることを目的とした発表をすでに行っているが（上記参照）、家計はすでにイン



フレの影響をかなり受けており、公共政策担当者に対する不満が高まっている。その一例がイギリスで、「Don't Pay UK」運動として、10月1日から電気料金の支払いを停止するよう国民に呼びかけている。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による疲労に加えて、ボリス・ジョンソン首相の職を奪った「パーティーゲート」スキャンダルや主要な経済的課題は、リズ・トラス政権に対する忍耐が非常に限られていることを示唆している。

ヨーロッパの人々の不満は、街頭と投票箱の両方に現れている。社会経済的背景は、ヨーロッパ中のいわゆる「反体制」政党に新たな刺激を与えている。イタリアの選挙での極右政党「イタリアの友愛党」の勝利は最近の例であり、スウェーデンの選挙での国民大衆主義政党「スヴェリゲデモクラテルナ」の躍進もその例である。2008年の金融危機以降、特に顕著になっている反体制の動揺は、悪化する経済状況の中で新たな勢いを見出す可能性がある。

先進国の社会的懸念はヨーロッパで最も強くなるだろうが、政治的・社会的脆弱性指標では米国（35.1%）が最も高いスコアを示している。米国は多くの問題で激しく対立したままであり、特に11月8日の中間選挙と2024年の大統領選挙に向けて政治的緊張を高め続けている。11月は経済問題（インフレ、景気後退の懸念）が有権者の大きな関心事となっている。ミネソタ州の民間看護師のストライキのように、賃上げと労働条件の改善を求める労働者の一部の抗議行動は、その証拠である。6月24日に最高裁がロー・ウェイド判決を覆し、一部の州で人工妊娠中絶の権利を禁止（または厳しく制限）する道を開いたことの余波で、権利の保護と最高裁判事の任命プロセスも議論に加わった。共和党が下院の主導権を取り戻す可能性を示唆する最新の世論調査結果が投票箱で確認されれば、民主党のジョー・バイデン大統領の政策決定は2024年の次回選挙まで制約されることになる。

経済シナリオと同様に、リスクバランスは社会不安の悪化と政情不安に傾いている。加えて、ロシアのウクライナ侵攻に端を発する地政学的な変動は、特にユーラシアにおいて紛争に発展しかねない緊張の再燃を懸念させる。9月中旬のタジキスタンとキルギスの国境での衝突もその一環である。トルコとギリシャの間のエーゲ海における新たな緊張の高まりは、すでに1980年から1990年にかけて軍事的対立に発展しそうになった紛争の原因となっているが、これも懸念の原因である。さらに東では、2017年以来となる北朝鮮の弾道ミサイルの日本上空へのf字射撃も、日本海地域の不安定な安全保障環境を思い起こさせた。これに加えて、台湾をめぐる懸念が高まっている。8月初めのナンシー・ペロシ米下院議長の訪島と、最近のジョー・バイデン大統領の中国の軍事的イニシアチブに米国は対応するとの声明は、実質的に中華人民共和国当局を強調している。したがって、紛争のリスクに関しては注意が必要であり、不安とは言わないまでも、不確実性は持続する可能性が高い。

## Box 2

### コファスは「ネットワーク効果」の影響を統合することで部門別手法を強化

コファスのセクター・リスク評価手法は3つの柱と8つの基準で構成されている。モデルは、選択された国または地域のセクターの最終的なリスク評価に到達するために、各基準に相対的な重みを割り当てる(5)。

我々は今、「ネットワーク効果」の影響をセクターの方法論に統合している。コファスの内部データを使用して、セクター/国間の相互作用を表すネットワーク（グラフとも呼ばれる）を作成し、特定のセクター/国におけるショックが他のセクター/国に与える影響を評価できるようにします。このアプローチの関心は、学術研究(6)に記載されている。

例えば、中国の農業食品部門の低迷は、ブラジルの農業食品部門に影響を与えるだろう。グラフを使用すると、これらの相互作用を考慮に入れて、最終的なセクター・リスク・アセスメントに統合することができます。これは、ネットワークなしのスコアとネットワークによって伝達されるショックを加えたものである。

#### 柱1 - 支払い行動に関する顔の専門知識

- 未払い比率: この基準は、未払金請求書の通知に関するコファスのデータベースの概要と、調査対象となっている各国のセクターごとの企業における（前四半期の）支払いインシデントの推移の両方を提供する。
- グローバルレベルのセクター別デフォルト金額の推移: グローバルレベルの13セクターごとに求めたもの。歴史系列はCofaceデータベースから抽出されます。
- コファスの引受会社によるセクターリスク評価: ポートフォリオ地域のセクターに関する専門知識に基づく。

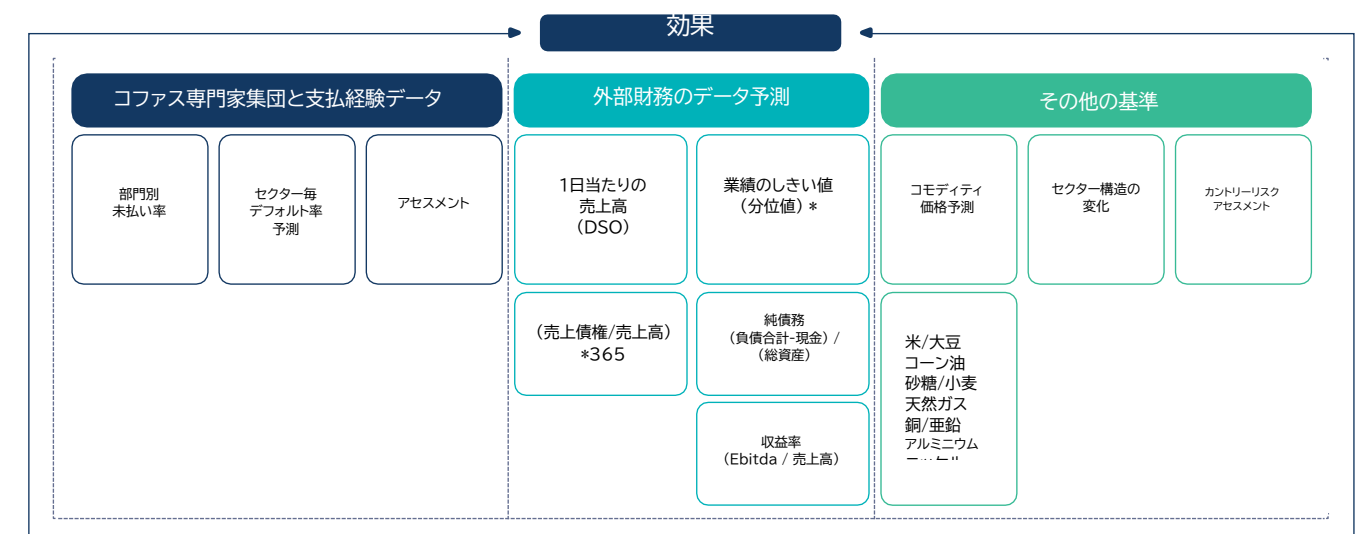
#### 柱2 - 財務データの統合/予測

- 1日あたりの販売残高 (DSO) は、あるセクターの企業が販売後に支払いを受けるのにかかる平均日数を測定。
- 財務比率予測: コファスは、監視対象となっている国/部門ごとの企業の純負債比率と収益率の予測を作成している。（合計364）

#### 柱3 - その他の基準

- 商品価格の予測: 6か月の期間で予測を行う。これらは四半期ごとに更新。
- 構造変化の側面は、一連の基準（7）を通じて、特定のセクターの企業が世界レベルで直面する構造変化に伴うリスクを分析することを目的としている。この手法により、気候変動に伴うリスクや、ある分野の企業に対する規制の影響など、特定の構造的変化に内在するリスクの程度を分析する。例えば、サーマルカー製造業者のCO<sub>2</sub>基準（販売する自動車のCO<sub>2</sub>排出量を制限することを目的としたもの）などのEU規制の影響を分析する。また、ある分野におけるイノベーションのレベルや、ある分野の企業が直面する潜在的な法的リスク（例えば、製薬会社の訴訟における財務リスク）といった要素も含まれる。
- コファスの国別リスク評価は四半期ごとに更新され（国別リスクマップ参照）、セクター別リスク評価を特定の国にリンクさせる。

図 13: ネットワーク効果を含むコファスのセクター別リスク分析手法のイメージ図



5 Coface produces sector risk assessments for 28 countries in 6 regions of the world, which account for approximately 88% of the world economy.

6 See PhD in Economics: "Analyse des vulnérabilités d'entreprises: une approche par les réseaux" by Melina London, May 2022

7 The associated criteria article is produced by Coface's Group Economic Research Department



# Country Risk Assessment Changes

AREA		Previous Assessment		Current Assessment
CHILE		A3	↓	A4
CYPRUS		A4	↓	B
DENMARK		A1	↓	A2
EGYPT		B	↓	C
ITALY		A4	↓	B
LUXEMBOURG		A1	↓	A2
MALTA		A2	↓	A3
SWITZERLAND		A1	↓	A2

BUSINESS DEFAULT RISK

- A1 Very Low
- A2 Low
- A3 Satisfactory
- A4 Reasonable
- B Fairly High
- C High
- D Very High
- E Extreme

- ↑ Upgrade
- ↓ Downgrade

# Sector Risk Assessment Changes

(Q3 2022)

## REGIONAL SECTOR RISK ASSESSMENTS

	Asia-Pacific	Central & Eastern Europe	Latin America	Middle East & Turkey	North America	Western Europe
Agri-food	Low	High	High	High	Low	High
Automotive	High	High	High	High	High	High
Chemical	Low	High	High	Low	Low	High
Construction	High	High	High	High	High	High
Energy	High	Low	High	High	Low	High
ICT*	Low	Low	High	High	Low	Low
Metals	Low	High	Low	High	Low	High
Paper	Low	Low	Low	Low	Low	High
Pharmaceuticals	Low	Low	Low	Low	Low	Low
Retail	High	High	High	Low	High	High
Textile-Clothing	High	High	High	High	High	High
Transport	High	High	High	High	High	High
Wood	High	High	Low	High	Low	Low

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

## ASIA-PACIFIC

	Asia-Pacific	Australia	China	India	Japan	South Korea
Agri-food	Low	Low	Low	Low	Low	Low
Automotive	High	High	High	High	High	High
Chemical	Low	Low	Low	High	Low	Low
Construction	Low	Low	High	High	Low	High
Energy	High	Low	High	High	High	High
ICT*	Low	Low	Low	High	Low	Low
Metals	Low	Low	Low	High	Low	Low
Paper	Low	High	Low	High	High	Low
Pharmaceuticals	Low	Low	Low	Low	Low	Low
Retail	High	High	High	High	High	Low
Textile-Clothing	High	High	High	High	High	High
Transport	High	High	High	High	High	High
Wood	High	High	High	High	Low	Low

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

BUSINESS DEFAULT RISK

- Low Risk
- Medium Risk
- High Risk
- Very High Risk
- ↑ Upgrade
- ↓ Downgrade





CENTRAL & EASTERN EUROPE

	Central & Eastern Europe	Czechia	Poland	Romania
Agri-food	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Automotive	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Chemical	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Construction	Very High Risk	High Risk	Very High Risk	Very High Risk
Energy	Medium Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk
ICT*	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Metals	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Paper	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Pharmaceuticals	Low Risk	Low Risk	Medium Risk	Medium Risk
Retail	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Textile-Clothing	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk
Transport	Very High Risk	High Risk	Very High Risk	High Risk
Wood	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk

\*Information and Communication Technologies  
Source: Coface

MIDDLE EAST & TURKEY

	M. East & Turkey	Israel	Saudi Arabia	Turkey	UAE
Agri-food	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Automotive	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Chemical	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	High Risk	Medium Risk
Construction	Very High Risk	High Risk	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk
Energy	High Risk	High Risk	Low Risk	Very High Risk	Medium Risk
ICT*	High Risk	Medium Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Metals	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Paper	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	High Risk	Medium Risk
Pharmaceuticals	Medium Risk	Low Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Retail	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	High Risk	Medium Risk
Textile-Clothing	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Transport	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Wood	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk

\*Information and Communication Technologies  
Source: Coface

LATIN AMERICA

	Latin America	Argentina	Brazil	Chile	Mexico
Agri-food	High Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk	High Risk
Automotive	High Risk	Very High Risk	High Risk	High Risk	Very High Risk
Chemical	High Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk	Very High Risk
Construction	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Very High Risk
Energy	High Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk	Very High Risk
ICT*	High Risk	Very High Risk	High Risk	Medium Risk	Medium Risk
Metals	Medium Risk	High Risk	Medium Risk	Medium Risk	High Risk
Paper	Medium Risk	High Risk	Medium Risk	Medium Risk	High Risk
Pharmaceuticals	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Low Risk	Medium Risk
Retail	High Risk	Very High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Textile-Clothing	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk	High Risk	High Risk
Transport	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Wood	Medium Risk	High Risk	Medium Risk	Medium Risk	High Risk

\*Information and Communication Technologies  
Source: Coface

NORTH AMERICA

	North America	Canada	United States
Agri-food	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Automotive	High Risk	High Risk	High Risk
Chemical	Medium Risk	High Risk	Medium Risk
Construction	High Risk	High Risk	High Risk
Energy	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
ICT*	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Metals	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Paper	Medium Risk	High Risk	Medium Risk
Pharmaceuticals	Medium Risk	Low Risk	Medium Risk
Retail	High Risk	High Risk	High Risk
Textile-Clothing	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk
Transport	High Risk	High Risk	High Risk
Wood	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk

\*Information and Communication Technologies  
Source: Coface

BUSINESS DEFAULT RISK

- ▾ Low Risk
- ▾ Medium Risk
- ▾ High Risk
- ▾ Very High Risk
- ↗ Upgrade
- ↘ Downgrade

BUSINESS DEFAULT RISK

- ▾ Low Risk
- ▾ Medium Risk
- ▾ High Risk
- ▾ Very High Risk
- ↗ Upgrade
- ↘ Downgrade

WESTERN EUROPE

	Western Europe	Austria	France	Germany	Italy	Netherlands (the)	Spain	Switzerland	United Kingdom
Agri-food	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk	High Risk	High Risk
Automotive	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Very High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Very High Risk
Chemical	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk
Construction	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk ↓	Medium Risk ↓	High Risk	Medium Risk	Very High Risk
Energy	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Very High Risk	Medium Risk ↓	High Risk
ICT*	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Metals	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk	High Risk	High Risk
Paper	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk	High Risk	High Risk
Pharmaceuticals	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk
Retail	High Risk	Medium Risk ↓	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk
Textile-Clothing	Very High Risk	High Risk	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk	High Risk	Very High Risk	Very High Risk	Very High Risk
Transport	Very High Risk	High Risk	High Risk ↓	Very High Risk	High Risk ↓	High Risk	Very High Risk	High Risk	Very High Risk
Wood	Medium Risk ↓	Medium Risk ↓	Medium Risk ↓	Medium Risk ↓	Medium Risk ↓	Medium Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk

\*Information and Communication Technologies  
Source: Coface

OTHER COUNTRIES

	Russia	South Africa
Agri-food	Medium Risk ↓	Medium Risk ↓
Automotive	Very High Risk	High Risk
Chemical	High Risk	High Risk
Construction	Very High Risk	Very High Risk
Energy	High Risk	High Risk ↓
ICT*	High Risk	Medium Risk
Metals	High Risk ↓	High Risk
Paper	High Risk ↓	Medium Risk ↓
Pharmaceuticals	Medium Risk	Medium Risk
Retail	High Risk	High Risk
Textile-Clothing	High Risk	Very High Risk
Transport	Very High Risk	High Risk
Wood	High Risk	High Risk

BUSINESS  
DEFAULT  
RISK

- ▲ Low Risk
- ▲ Medium Risk
- ▲ High Risk
- ▲ Very High Risk
- ↗ Upgrade
- ↘ Downgrade

\*Information and Communication Technologies  
Source: Coface



世界経済  
を読み解く  
2022年第3四半期

coface  
FOR TRADE

Find all our publications  
on [www.coface.com](http://www.coface.com)

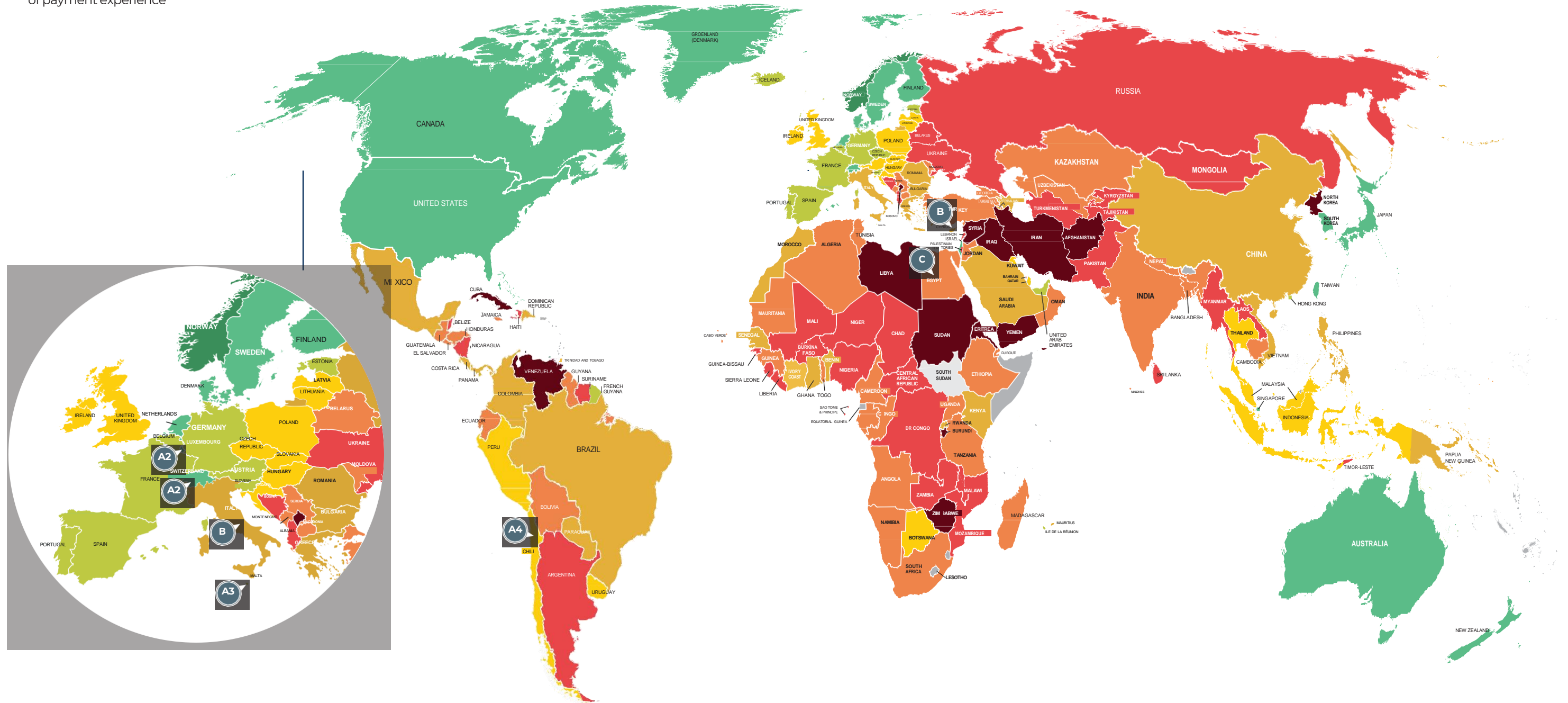
Follow us on

## 162 COUNTRIES UNDER THE MAGNIFYING GLASS

### A UNIQUE METHODOLOGY

- Macroeconomic expertise in assessing country risk
- Comprehension of the business environment
- Microeconomic data collected over 70 years of payment experience

### BUSINESS DEFAULTING RISK



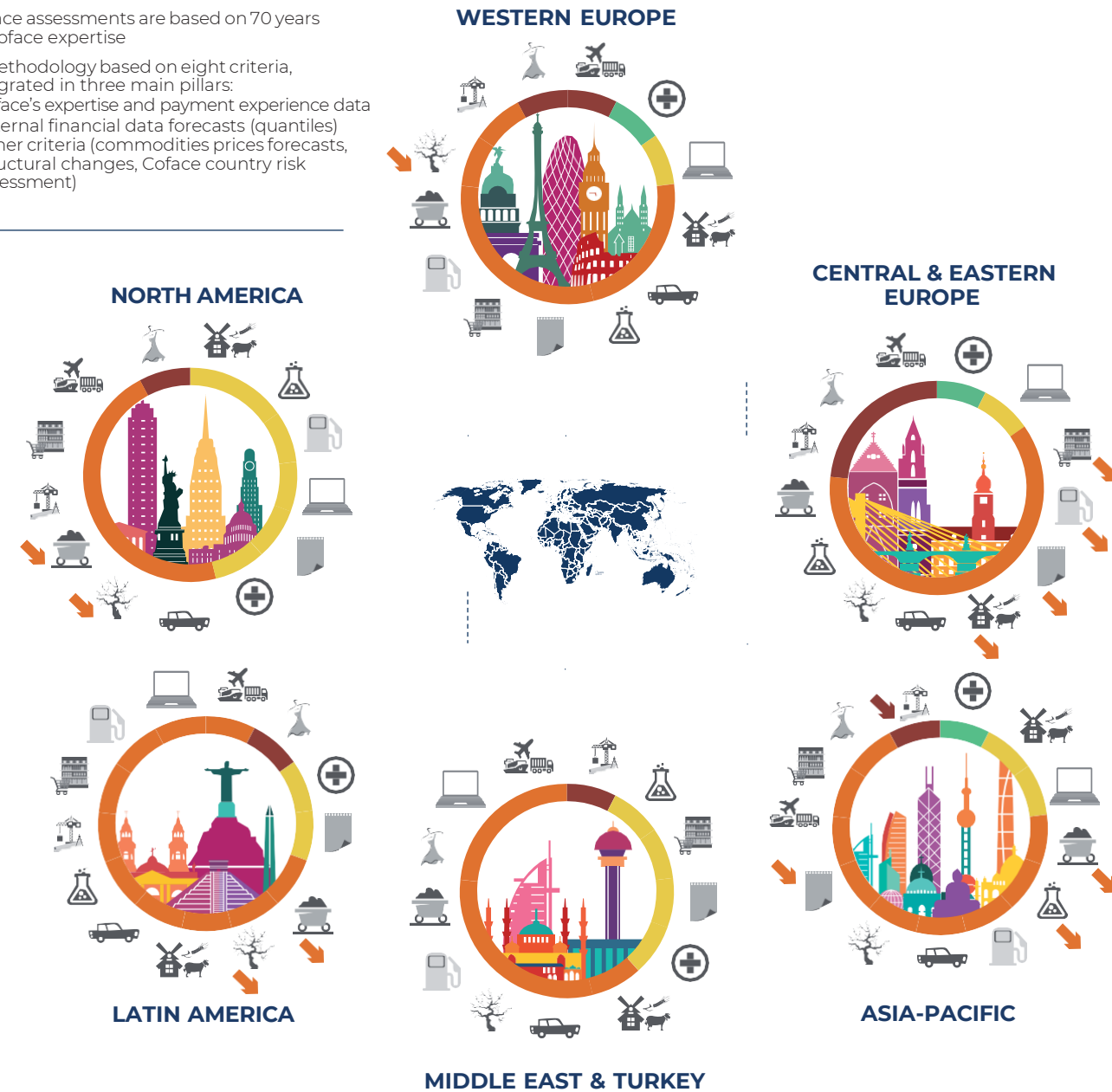
# セクター別リスク評価 2022年第3四半期

## 13 MAJOR SECTORS ASSESSED WORLDWIDE

Coface assessments are based on 70 years of Coface expertise

A methodology based on eight criteria, integrated in three main pillars:

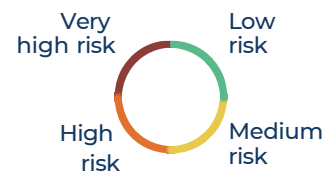
- Coface's expertise and payment experience data
- External financial data forecasts (quantiles)
- Other criteria (commodities prices forecasts, structural changes, Coface country risk assessment)



- agri-food
- automotive
- chemical
- construction
- energy
- ICT\*
- metals
- paper
- pharmaceuticals
- retail
- textile-clothing
- transport
- wood

\* Technologies de l'Information et de la Communication

- Upgrade
- Downgrade



## COFACE GROUP ECONOMISTS

Jean-Christophe Caffet  
Chief Economist  
Paris, France

Dominique Fruchter  
Economist, Africa  
Paris, France

Aroni Chaudhuri  
Economist, Africa  
& Coordinator  
Paris, France

Sarah N'Sondé  
Head of Sector Analysis  
Paris, France

Erwan Madelénat  
Sector Economist and  
Data Scientist  
Paris, France

Marcos Carias  
Economist, Southern  
Europe  
Paris, France

Bruno De Moura Fernandes  
Head of Macroeconomic  
Research  
Madrid, Spain

Grzegorz Siewicz  
Economist, Central &  
Eastern Europe  
Warsaw, Poland

Patricia Krause  
Economist, Latin America  
São Paulo, Brazil

Ruben Nizard  
Head of Political  
Risk Analysis  
Economist, North America  
Toronto, Canada

Khalid Aït-Yahia  
Senior Sector Economist  
and Statistician  
Paris, France

Seltem İyigun  
Economist, Middle East  
& Turkey  
Istanbul, Turkey

Bernard Aw  
Economist, Asia-Pacific  
Singapore

Simon Lacoume  
Sector Economist  
Paris, France

Christiane von Berg  
Economist,  
Northern Europe  
and Belgium  
Mainz, Germany

---

#### 免責事項

この文書は、作成された時点における、入手可能な情報に基づくコファス経済調査部の見解を反映するものであり、随時改訂される可能性があります。この文書に含まれる情報、分析及び見解は、信頼性が高く、堅実であると考えられる複数の情報源に基づいて作成されています。しかしながらコファスは、いかなる状況においても、本文書に含まれるデータの正確性・完全性・現実性を保障するものではありません。

情報、分析および意見は参考として提供されるものであり、他の方法により読者が入手可能な情報を補完することを意図したものです。コファスは善意に基づき、またデータの正確性、完全性、現実性に関する手段の義務(合理的な商業的手段と理解される)に基づいてこの文書を公開します。

コファスは、読者が情報、分析および見解を利用したことの結果として、読者が被るいかなる種類の損害(直接・間接を問わない)又は損失についても責任を負わないものとします。したがって、本文書に基づいて行う判断及び判断の結果については、読者が全責任を負います。

この文書およびここで表明されている分析及び見解は、コファスの独占的な財産です。読者は内部での用途においてのみ、これらを参照又は複製することができますが複製には「コファス」の名称を明示すること、複製された部分に情報源を表示すること、データの改変・修正を行わないことを条件とします。コファスによる事前の合意がない限り、公開又は商業用途による利用、引用、複製を禁じます。法律上の注意点に関しては、コファスのウェブサイトを参照ください。

<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>

---

コファスジャパン信用保険会社  
〒105-6238  
東京都港区愛宕2-5-1  
愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 38F  
Tel 03 5402 6100  
[www.coface.jp](http://www.coface.jp)

**coface**  
FOR TRADE