

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4四半期



コファス
経済調査チーム

悲観論から楽観論へ

今年は明るいマクロ経済ニュースからお届けしたい。

長引くと思われていた欧州の景気低迷に回復の兆しが見えており、あらゆるセクターでの効率化の進展と経済活動の鈍化がエネルギー価格を急落させ、その結果、インフレの鈍化につながった。今年後半に中国が力強い回復を見せるという見通しも、非常に不確実ではあるが、世界経済が現在の低迷から脱却することへの期待を高めている。これによって、特に欧州の金融市場は大きく動いた。株式、債券などにおいて、投資家の目には最悪のシナリオがひとまず収まったと映り、安心感が広がっている。

昨年の世界経済が直面した課題は依然として深刻で、そこから派生する地政学的な分裂やエネルギー危機、気候変動、疫病リスクなど、あらゆる課題をわたしたちは抱える。加速的に変化する今の世界状況には、十分に考慮されたシナリオでも通用しないというリスクがある。

短期的なリスクとしては、現在の楽観的な見方を支えている要因が長期的に継続するかどうかである。中国が商品市場(石油と液化天然ガス)に及ぼす影響を考えると、中国経済の回復と、それに伴う広範で正確なインフレ率の低下は、相対的に幻想的なものに思える。世界全体では、コアインフレがわずかに減速しているものの、多くの国では依然インフレが進行していることをみれば、なおさらである。したがって、主要な中央銀行が画策する金融引き締めのプロセスが夏の終わりに休息すると予想されるのも、一般に広がる安堵感と同様に、一時的なものに過ぎないかもしれない。

このような背景を含み、当社は国別(5件)およびセクター別(16件)のリスク評価にほとんど変更を加えなかったが、依然として格下げの傾向にある(16ページ参照)。

その他のコファス経済関連レポートは、以下より閲覧可能

<https://www.coface.jp/News-Publications-Events/Publications>

FRIの地政学的視点: 断片化した不安定な世界

老齡のイメージとヒステリックな国政論争にもかかわらず、バイデン大統領は、2021年以降、米国において真の革命を起こした。彼の積極的な産業政策（インフラ法、インフレ抑制法、チップス法）は、40年前にレーガン大統領が始めたリベラルなサイクルの終わりを告げるものであり、気候変動との戦いにおける転換点でもある。しかし、欧州はIRAの保護主義的な措置をある程度緩和してもらう必要がある。二元論的な世界観のもとでロシアや中国に対抗し、ウクライナや台湾を支援する一方で、米国は、中国との経済的・財政的に絡み合っているため、現政権の戦略的な計算を複雑にしている。

共産党の指導者である習近平は、経済的、社会的に大きな課題に直面している。「ゼロコロナ」政策を終了し、国境を再開したが、2020年に導入された強硬な衛生対策の性急な解除は、党に対する国民の信頼だけでなく、リスクの高い市場となった中国に関する海外の経済主体の信頼も損ねる恐れがある。半導体輸出を規制する米国の新しい措置は、中国のイノベーション・エコシステムを弱める恐れがあるだけになおさらである。さらに、2024年1月に予定されている台湾の総統選挙が近づくなか、海峡における中国の軍事的圧力が低下する可能性は低い。

ロシア経済は、トルコや中国など一部の国の加担が確認されており、また他でも疑われている制裁措置の回避により経済活動を持ちこたえている。しかし、欧州の石油禁輸措置と価格の上限は、ロシア財政の安定を脅かしている。

ウクライナ軍との激しい戦闘が続いているウクライナ東部の交通の要衝バフムトと近郊のソレダルで、ウクライナ側の安定した前線がロシアの新たな攻勢によって揺らぐ可能性があり、和平交渉の見通しも立たないままだ。

西側諸国がますます大規模な武器の提供をしていることから、戦局はさらに過熱する危険性がある。短期的にはプーチンが組織的に、あるいは強制的に退陣する可能性は低いなか、プーチンの戦略の誤りや戦争がもたらすリスクによって、ロシアのエリートたちにはプーチン政権は弱体化したと映っている。

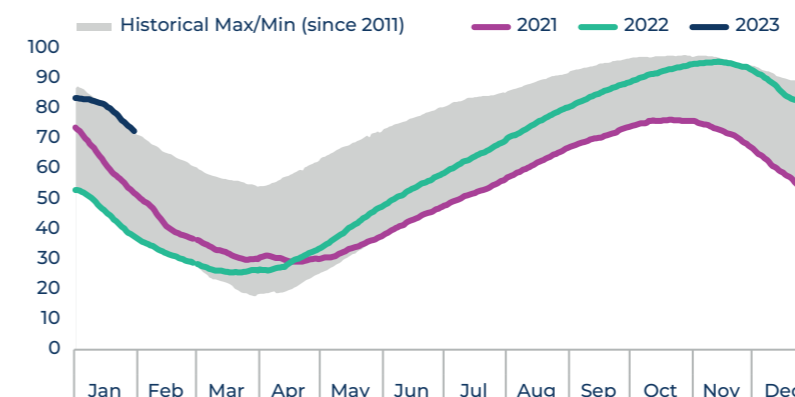
北アフリカ・中東では、米国の撤退を背景に地域間競争が続いている。石油・ガス産出国の政権は、ウクライナ戦争に関連した価格上昇を利用して、アルジェリア、エジプトは自らの地位を固めようとしており、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、カタールはグリーンへの移行に乗り出そうとしている。気候ストレスは激化し、それに伴い食糧不安や社会不安も発生している。リビア、イエメン、シリアによるアラブの春以降の戦争は未解決のままであり、イスラエルとパレスチナの紛争、アルジェリアとモロッコのサハラ砂漠をめぐる紛争も再燃している。イランでの争いが不安定さに拍車をかけている。イスラエルの新陣営はアブラハム合意だけでは解消できない不安を煽り、トルコは地政学的な優位性を最大化しようとしている。

数少ない安堵の材料は、2022年末にエネルギー市場の緊張が緩和され、石油の禁輸措置やロシアへの制裁金支払いによって、欧州のエネルギー事情が悪化しなかった点である。小康状態が続くかどうかは、中国の景気回復、日本の原発再稼働数、ホルムズ海峡の安定、そして決定的なのは天候によるだろう。欧州での節電はいずれにせよ必要とされる。

不況の後退とスタグフレーションの定着

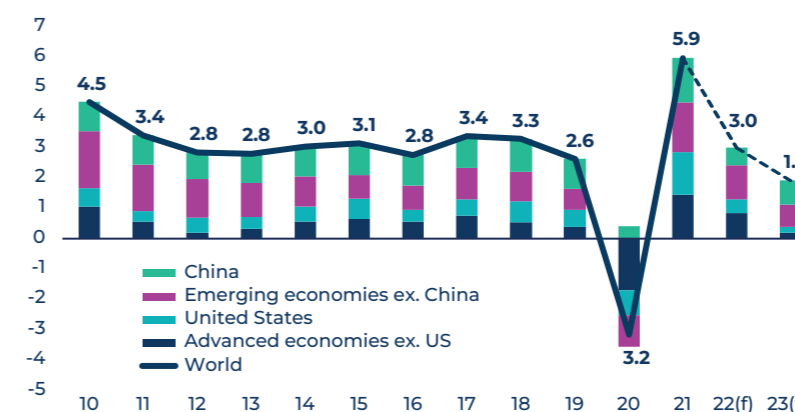
ロシアのウクライナ侵攻とコモディティ価格の高騰という最悪の状況でスタートした2022年は、最終的に経済的というより気象的に明るい雰囲気の中で幕を閉じた。前回のバロメーター<注1>で述べたように、エネルギー危機の程度は欧州の秋と冬の厳しさに大きく左右されるが、

図1: EU27カ国と英国のガス備蓄充填率(全備蓄量に対する割合)



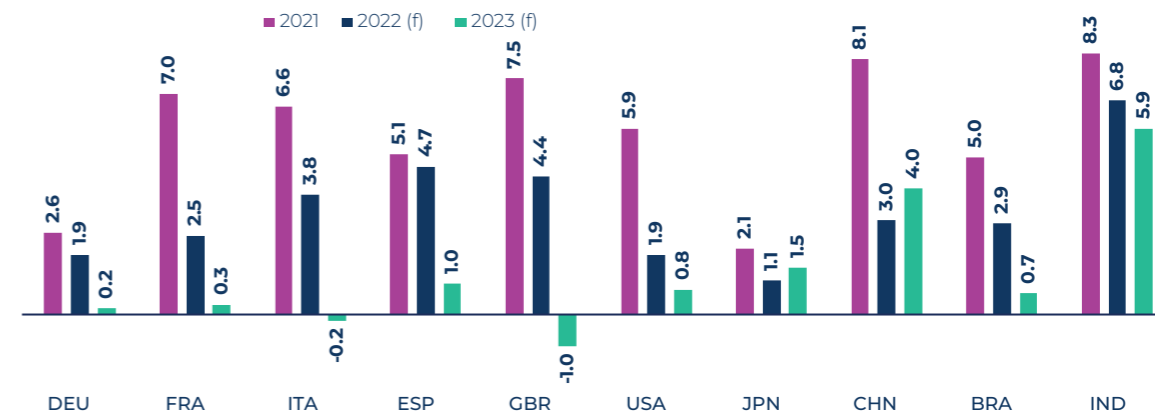
Sources : Gas Infrastructure Europe, Coface

図2: 世界のGDP成長率(年平均、%)推移



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

図3: GDP成長率(特定国、年平均、%)



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

<注1> Coface Barometer: A cold chill on the global economy. 12 October 2022. URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/A-cold-chill-on-the-global-economy-Barometer-Q3-2022>

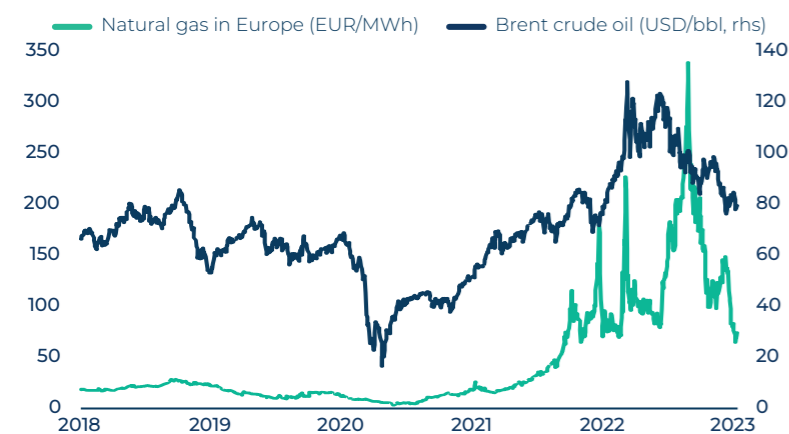
<注2> <https://climate.copernicus.eu/2022-saw-record-temperatures-europe-and-across-world>

2023年前半のインフレ率の低下

世界的な景気後退の懸念から、昨年夏に商品価格(金属、穀物、原油)が急落したが、その後は2022年前半を大きく下回る水準で比較的安定的に推移している(図4)。2022年末の産業活動の急減速が確認され、中国経済が引き続き逆風を受けていることから、ブレント原油価格は2022年上半期の平均105米ドル/バレルに対し、12月は80米ドル/バレル程度で推移した。

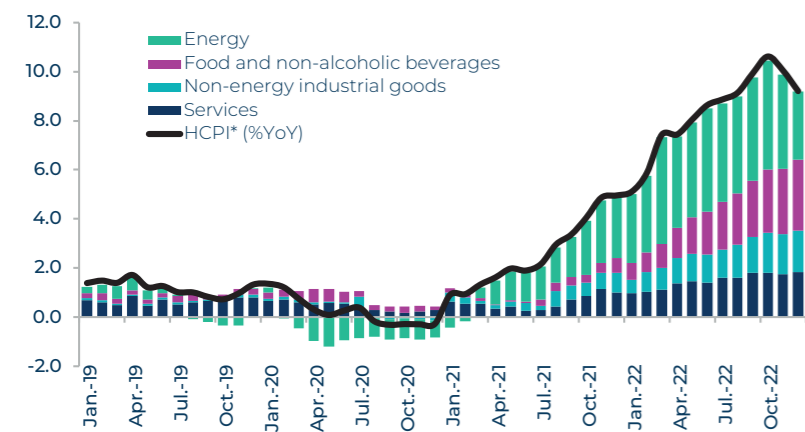


図4: 欧州の原油(ブレント)・天然ガス価格(翌月着分)



Sources: Refinitiv Datastream, Coface

図5: ユーロ圏の年間インフレ率への寄与度(単位:%ポイント)



*HCPI: Harmonised consumer price index
 Sources: Eurostat, Coface

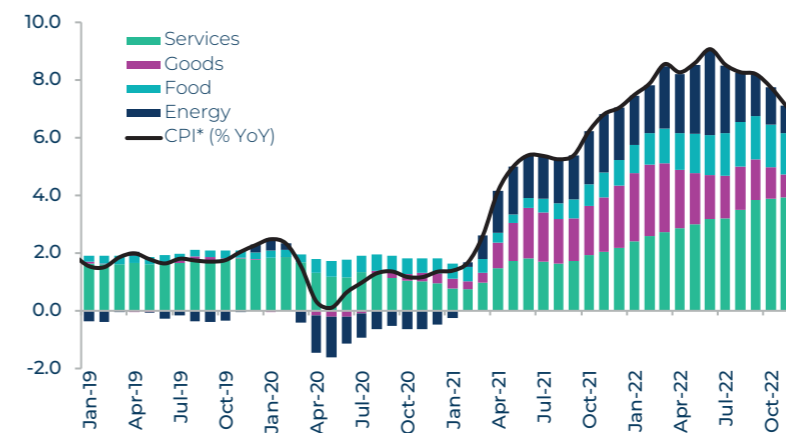
<注> 年月のパロメーターでは、カ国、セクターを格下げ
 <注4> 特に耐久消費財

このような経済活動の相対的な抵抗を背景に、労働市場は引き続き弾力性を示し、失業率は歴史的な低水準にとどまっている(図8)。減速が見られるにもかかわらず、失業率はユーロ圏では2022年末の数ヶ月間にわたって低下し続け、米国では50年以上ぶりの低水準(3.5%)を維持し、英国ではわずかな上昇(3.5%から3.7%)にとどまっている。2022年に歴史的に高い採用難に直面した企業は、需要が低迷しているにもかかわらず従業員を確保し、活動が回復するのを待つという誘惑にかられる可能性があるため、この回復力は2023年の前半にも続く可能性がある。

後期にリバウンドは起こるのか?

短期的には欧州を中心とした最悪のシナリオは回避されたものの、2023年の世界経済の見通しは依然として暗く、リスクと不確実性の高い環境にある。主な懸念材料は、すべての先進国、特に欧州において、経済シナリオの一部を構成することになるインフレの動向であることは明らかである。デイスインフレのトレンドが進行しているように見えるが、インフレはどこに落ち着くのか、その場合兆しはどこにあるか、という重要な疑問が残っている。先進国の主要中央銀行が設定した2%目標に永久に戻るという理想的なシナリオを完全に否定することはできないが、それ以上の水準でインフレが安定化する可能性も迫ってきている。

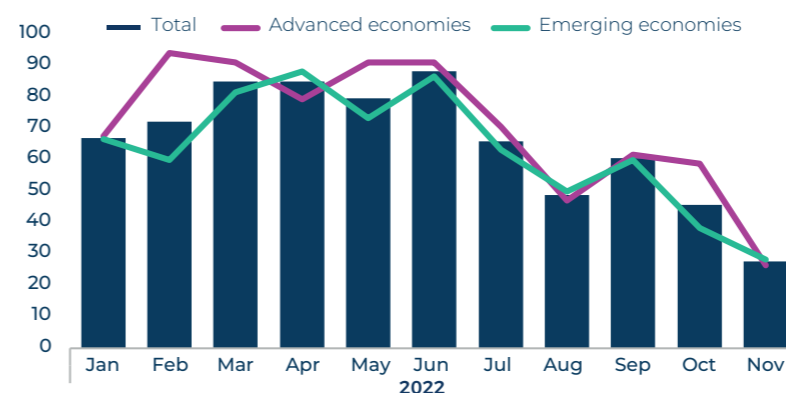
図6: 米国の年間インフレ率への寄与度(単位:%ポイント)



*CPI: Consumer Price Index

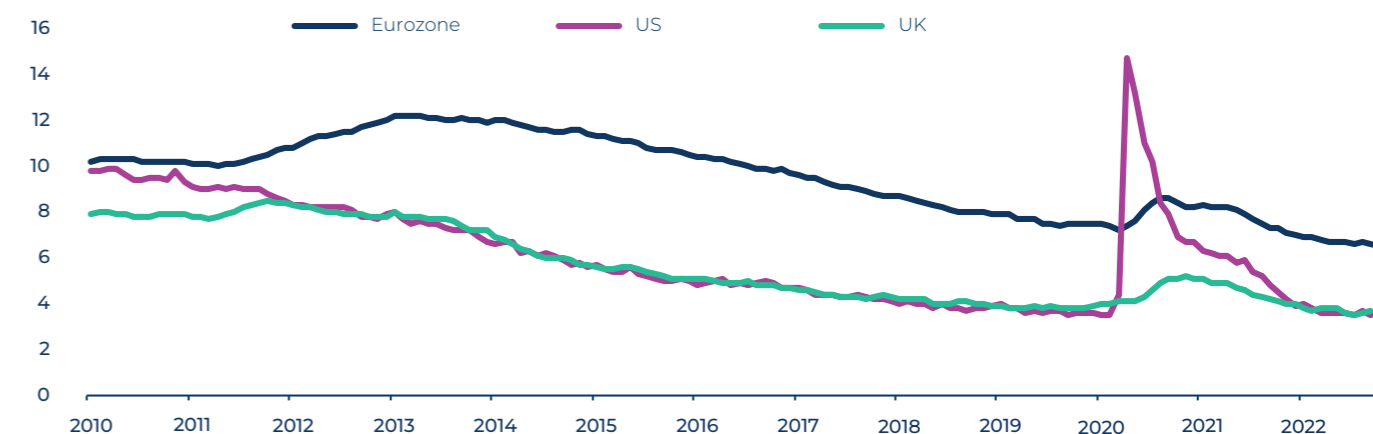
Sources: Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream, Coface

図7: インフレが加速している国*の割合



* Out of 94 economies: 34 advanced, 60 emerging
 Sources: National statistical institutes, IMF, World Bank, Coface

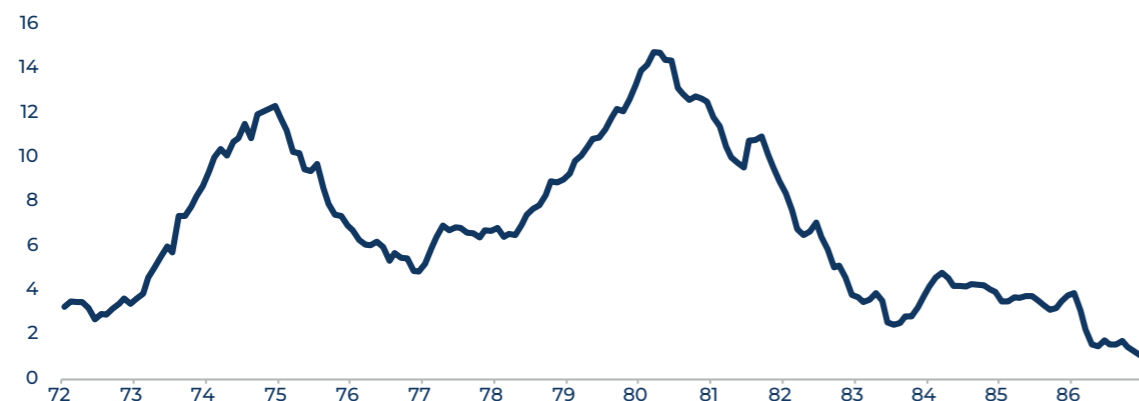
図8: 失業率(労働力人口比)



Sources: Refinitiv Datastream, Coface



図9: 米国-消費者物価指数で測定した年間インフレ率(1972-1986年)、前年比、%



Sources: Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream, Coface

Box1: 中国-ゼロコロナ政策への決別に向かうのか?

10月の中国共産党第20回大会後、中国は2022年11月11日に20の措置を発表し、「ゼロコロナ」政策の緩和に向けた最初の具体的な一歩を踏み出した。この発表では、新型コロナウイルスの封じ込め対応において、「画一的なアプローチと過剰な政策措置」を用いることに警告を発している。約1カ月後の2022年12月7日、中国当局は新たに10項目の対策を発表し、ゼロコロナ政策の全般的な緩和に道を開くことで、再開に向けたさらなる一歩を踏み出した。その3週間後、国家衛生委員会(NHC)は、新型コロナウイルスのリスク管理レベルを縮小し、感染予防よりも重症化防止を重視することを通知した。そしてついに2023年1月6日、NHCは新型コロナウイルスの診断と治療に関するプロトコル第10版を発表し、このアプローチの変更を支持したのである。

中国の再開は予想以上に早く、期待される中国の経済活動の回復が世界経済にプラスの影響を与えるという希望を与えている。新規感染は1月中旬に第一のピークを迎えたが、3月には農村部で第二のピークが予想される。新型コロナウイルスの制限だけが個人消費の減速の理由ではないので、再開は消費にプラスに働くが、緩やかな影響にとどまるだろう。実際、可処分所得の回復は遅れ、貯蓄水準は依然として高く(2022年第3四半期のGDP比40.3%)、純財産は減少している。さらに、依然として高い失業率は、引き続き消費の重荷となるだろう。最後に、家計負債の水準も考慮する必要がある。過去10年間に比べ倍増し(GDP比は2012年の30%に対し2022年は62%)、レバレッジによる消費の可能性を制限している。

それ以上の水準でインフレが安定化する可能性も迫ってきている。今年前半に予想されるディスインフレは、金融当局が目標とする水準に達する前に中断される可能性があり、今年後半にインフレが再上昇する可能性も排除できない。歴史的な比較には大きな限界があるが、少なくとも米国の1970年代と1980年代の例は警告を発している。1974年11月に12.2%のピークをつけた後、インフレ率は後退し、2年後には一時5%を割り込み、第二次石油ショック後の1980年3月には14.8%と戦後最高を更新した(図9)。現在、中央銀行が(1970年代とは異なり)必要なら強力に、あるいは時間をかけて行動する用意があると宣言し、回避しようとしているのはこのリスクである。

現在の状況下では、いくつかの要因がインフレ率の上昇をもたらす可能性がある。第一に、エネルギー価格の見通しはさらなるインフレ圧力を示唆している。(ウクライナ戦争によって悪化した)石油・ガスの供給と物流の制約が今後も続くこととみられることから、エネルギー価格は、特に今年後半に再びヘッドラインインフレを下支えする可能性がある。

EUの対ロ制裁の第一波は、供給の途絶を避けるためにエネルギー部門をほぼ免除したが、状況はやや変化している。12月5日以降、EUは海上での原油の輸入を禁止し、2月5日以降はディーゼルを始めとする派生製品の輸入にも除外が適用されている。さらに、これらの禁輸措置に加え、G7諸国<注5>とオーストラリアの企業が、ロシアの石油製品を海上輸送するサービスを特定の上限(原油の場合、1バレルあたり60米ドル)以上提供することを禁止する価格キャップメカニズムが導入されている。

この仕組みは、第三国への石油販売によるロシアの収入を制限する一方で、この重要な供給(世界生産の約12%)を維持することを目的としている。その結果、様々な試算(ロシア当局OPEC、国際エネルギー機関など)によると、2023年にはロシアの原油生産量は5~15%(すなわち日量50~150万バレル)削減される可能性があるとされている。

同時に、ロシアを含む石油輸出国機構とその同盟国(OPEC+)は生産枠を維持するとみられ、原油価格の比較的高い底値が確保されることになる。米国のシェールオイルブームでOPECの影響力が低下した10年間を経て、OPEC+は再び価格決定力を発揮できる状況にあるように思われる。米国の投資家の警告(特に株主戦略への回帰)、資金フローの枯渇(金融情勢、ESG基準など)、一部の盆地(シェールプレイ)における生産性の鈍化、労働力不足などは、今後数年間、米国の生産量を緩やかに増加させる要因である。

中国の回復、不確実性の源泉

中国当局が「ゼロコロナ」戦略(BOX1参照)を終了したことで、中国のインフレという火に油を注ぐことになりかねない。新型コロナウイルスの伝播抑制を目的とした規制の緩和は、予想外の好転であり、中国の消費回復につながるはずである。突然の規制緩和の再開は感染の急増を伴っていたため、その反動は緩やかなものになるはずである。疫学予測に基づくと、活動の正常化は2023年の第1四半期末に始まる可能性がある。年後半にはより強固な回復が見込まれ、エネルギー面、ひいてはインフレに新たな嵐を巻き起こすための条件が整う。

2000年から2019年にかけての石油需要増加分の約40%を中国が占める(図10)。第2四半期の急速な正常化は、需給の不均衡を悪化させ、価格を再び上昇させるだろう。

<注5> カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国、米国、欧州連合

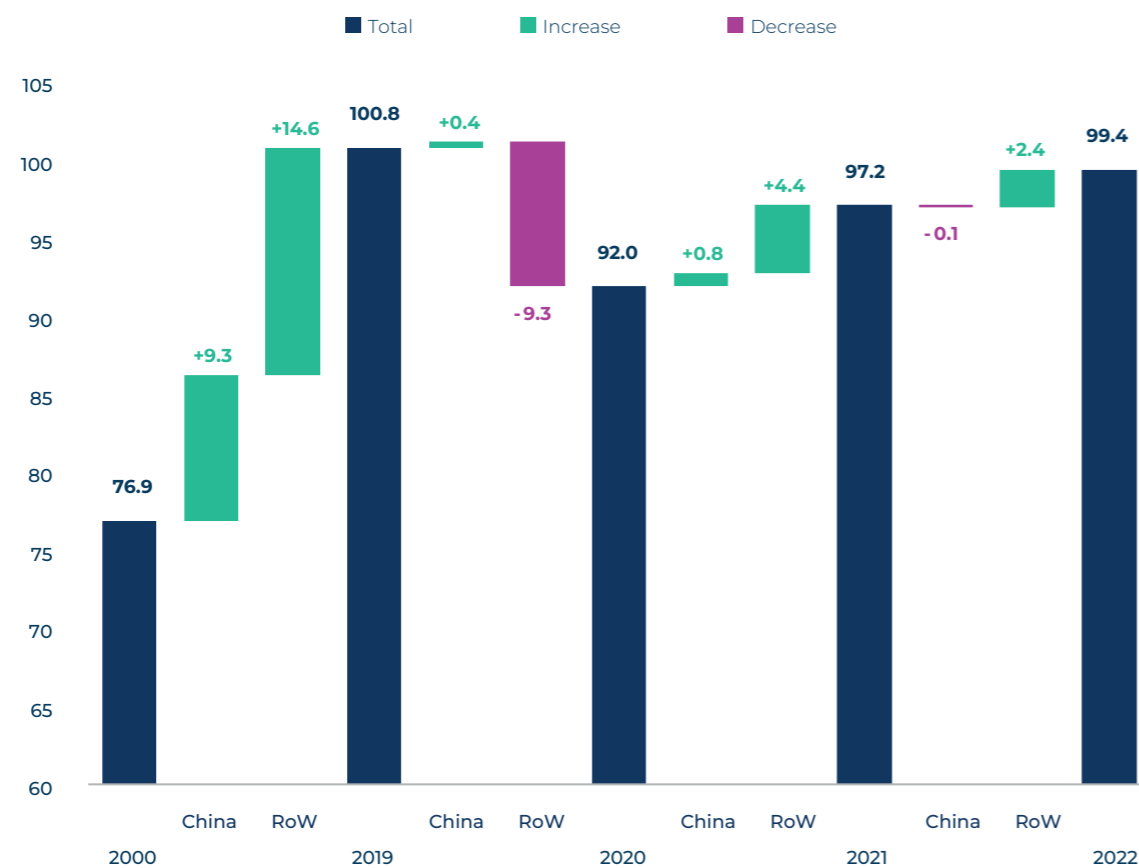


こうした新たな価格圧力は、ガスにも影響を与えるだろう。昨年、厳しい経済環境の中、中国の業界関係者は、ガス総需要が20年ぶりに減少し、LNG購入量も2021年のピーク以降、約2割減少したと報告している(図11)。これは欧州諸国にも恩恵があり、在庫を補充することができ、温暖な気温も手伝って2022年から2023年の冬に供給が途絶えることを避けることができた。

ロシアから欧州へのパイプラインの流量はゼロに近い状態が続くと思われるが、中国の競争激化により、欧州・アジア市場のガス価格は再び上昇し、世界的に供給不足に陥るリスクが大きくなると思われる。

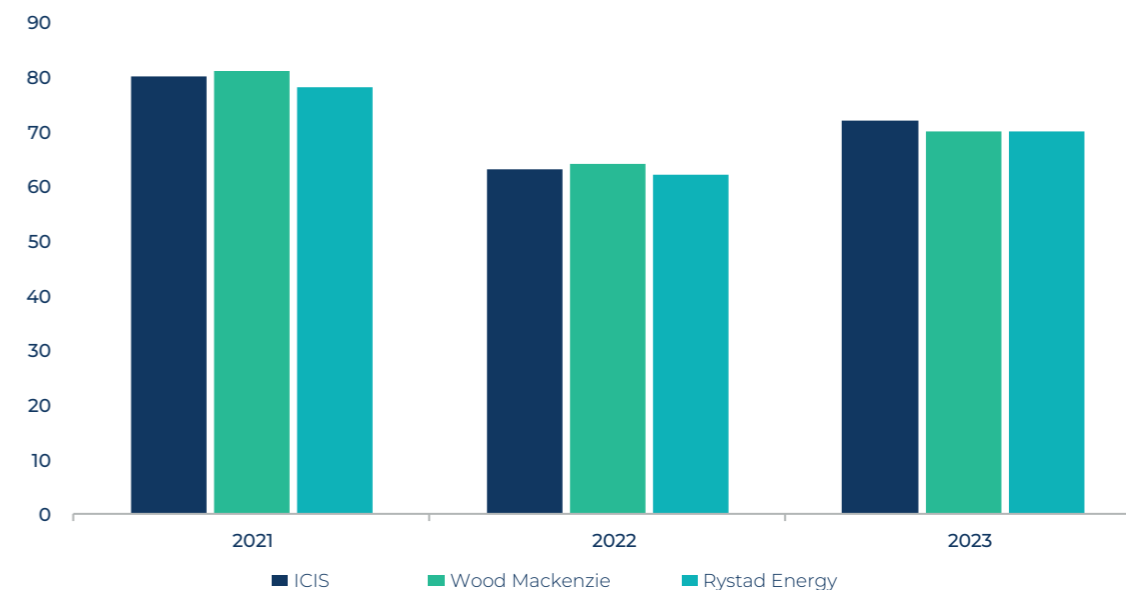
実際、2023年に稼働する新しい天然ガス液化設備(特にメキシコ湾)は、効率性の向上、特定の国(例えば日本、韓国、フランス)の電力構成における原子力の割合の増加などにもかかわらず、特に中国が現在の予想以上に強かに回復した場合、世界の需要の増加を完全に満たすことができないだろう。

図10: 2000年から2022年にかけての世界の石油消費量の推移に対する中国の貢献度 (単位: 百万バレル/日)



RoW: Rest of the World
Sources: Energy Information Administration, Refinitiv Datastream, Coface

図11:
中国-LNG需要量予測、2021-2023年 (百万トン/年)



Sources: ICIS, Wood Mackenzie, Rystad Energy, Reuters, Coface

さらに、中国の産業および建設部門の回復は、他の商品(特にベースメタル)の価格に影響を与えるだろう。

中央銀行のジレンマが強まる

中国経済の再開は世界経済の成長にとってプラスとなる一方で、インフレ率の上昇リスクも伴う。さらに、新型コロナの脅威が持続していることも注視する必要がある。新たな感染の波や将来の封じ込め対策が、再び世界のサプライチェーンに問題をもたらし、商品のインフレ圧力を持続させる可能性がある。

しかし、2023年のインフレ見通しは、主にサービス価格の動向によって左右されそうである。サービス価格は当初、先進国のインフレ率上昇にほとんど寄与していなかったが、この数カ月でその重要性が増している(図5、6)。この傾向は、特に米国で顕著であり、インフレ圧力の一般化を反映している。2022年に始まったモノからサービスへの需要のリバランスは2023年も続くはずで、それによってインフレは高止まりしている。

先進国の消費バスケットにおけるサービスの比重を考えると<注6>、サービスインフレが2020年以前の水準より高い水準で安定すれば、コアインフレは必然的に高い水準で推移することになる。

消費のリバランスに加え、物価と賃金のループが成立すれば、このようなシナリオもあり得る。企業にとって人件費は、特にサービス業においてコスト構造の決定的な要因である。米国では、ここ数ヶ月でその伸び率がやや鈍化したように見えるものの、賃金はパンデミック前よりも急速に上昇している。英国も同様で、2023年には賃金が大幅に拡大し続ける可能性があります。2023年4月1日に最低時給が約10%引き上げられるが、公共サービスを中心に多くの社会運動が起きていることから、より広範な引き上げにつながる可能性がある。

<注6> 欧米では消費バスケットに占めるサービスの割合が40~60%となっている



欧州の他の地域では、名目賃金の伸びはやや緩やかであったが(Box 2参照)、最近になって加速し、金融当局の懸念を煽っている。ドイツやオランダなど、いくつかの国ではすでに最低賃金が引き上げられている。

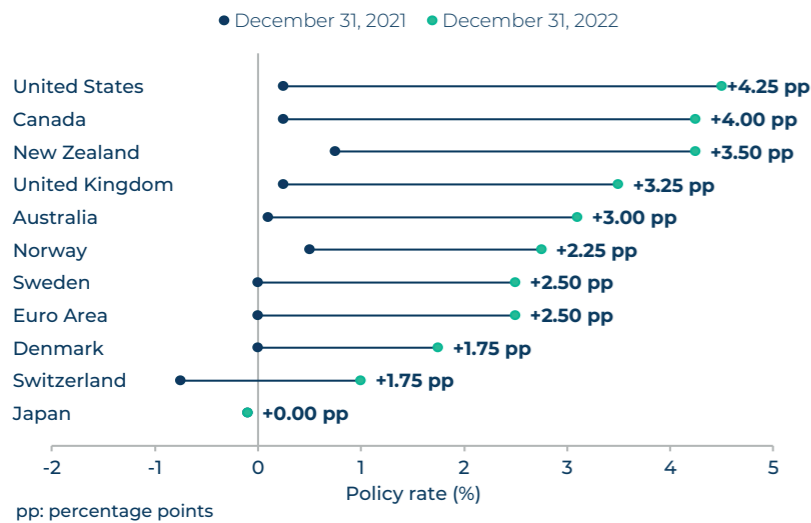
したがって、これらのリスクは、金融当局が年間を通じて慎重なスタンスを取り続けることを正当化するものである。2022年、インフレに対する競争は短距離走に似ており、主要な中央銀行は12ヶ月の間に記録的なペースで利上げを実施した(図12)。2023年前半は、インフレ率の低下とともに、そのペースが落ちることが予想される。例えば、米国連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行は、12月に50ベースポイント(bp)の利上げでダウンシフトし、2023年にはさらに利上げを減速させると予想される。ECBとイングランド銀行は、2月2日に主要金利をさらに50bp引き上げた。

一方、FRBは今年最初の会合で25bpの引き上げを実施し、現在の金融引き締めサイクルが間もなく終了する可能性を示唆した。金融政策の変更は即効性がないため、当局は来春以降一時停止する可能性がある。とはいえ、これは金利が制限的な水準にとどまることを意味する。インフレ見通しの不確実性とリスクにより、今年後半の金融政策の方向性はより予測困難なものとなっている。市場は大幅な景気減速を予想し、FRBやECBによる年内の利下げに賭け始めている。しかし、FRBとECBの最新のコミュニケーションによると、インフレ率が目標を上回って安定すれば、利下げは予定されていないようだ。逆に、インフレ率が後期に再び上昇するようであれば、新たな引き締めが行われる可能性も否定できない。このようなシナリオは、経済活動や雇用に長期に渡る悪影響を与えるだろう。インフレとの戦いでは、最後のラウンドが最も困難であることが証明されるかもしれない。

新興国については、回復力のある分野もあるが、リスクは多い

先進国以外でも、新興国や途上国では顕著ではないものの、インフレと金融引き締めによって活動が鈍化する見通しである。GDP成長率は2022年の3.5%の後、2023年の3.3%と予想される。先進国と比べたこの相対的な回復力は、特に中国とインドという2大新興国によるものだ。前述したように、中国経済の再開は確かに反発を許すだろう。インドの成長率は6.8%から5.9%に減速するものの、国内市場の底堅さにより、2022年後半の勢いを維持すると予想される。この勢いに加え、ルピーの下落圧力が少ないことから、評価をCからBへの格上げを正当化する。

図12: 2022年の主要中央銀行金利の変化
単位: %ポイント



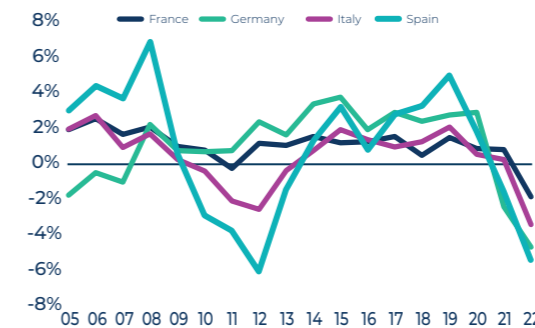
Sources: National central banks, Refinitiv Datastream, Coface

BOX2: 2021-2022年における欧州の世帯の貧困化

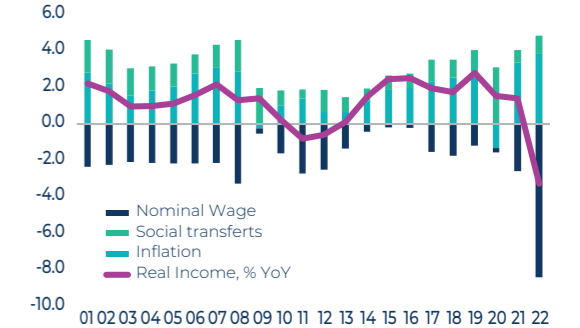
2021-2022年のインフレの波は、欧州の過去の危機期間と比較してどう違うだろうか？この歴史的な並行関係を描くには、家計の実質可処分所得の推移を見るのが有効である(図2-1)。スペインとイタリアでは、2022年の家計は2012年と同じ年率で貧しくなっている(それぞれ-5.4%、-3.4%)。一方、ドイツとフランスの家計は、2012年には全体的に免れていた困窮を経験することになる(それぞれ-4.7%、-1.8%)。大不況(2008-09年)とユーロ圏危機(2010-12年)では、家計の困窮は失業率の急上昇で説明された。2022年のユーロ圏の失業率は過去最低の6.5%であったが、名目賃金の上昇は歴史的な高水準とはいえ、高騰するインフレを補うには十分ではなかった(図2-2)。大不況やパンデミック時には、移転所得が実質所得への危機の影響を緩和していたが、弱者保護のための措置(イタリアの社会的ボーナスなど)がとられたにもかかわらず、インフレに対する同等の自動安定装置がないため、現在の状況では所得の移転による緩和効果に限界がある。

したがって、活動の回復力にもかかわらず、家計の購買力の喪失は以前の危機のときよりも大きくなっている。さらに、2022年2月以降、消費者信頼感は一時的に低下しており、消費の回復力(2022年第3四半期は前年同期比2.3%増)は、これらの余剰金が枯渇したときに消費の急落を否定できないほど、大流行の間に蓄積された貯蓄の緩和的役割によってのみ説明することが可能である。また、購買力の喪失は社会・政治情勢を悪化させる可能性がある。

(図2-1) 実質家計所得(年間成長率)



(図2-2) ユーロ圏・実質家計所得(成長率への寄与度、%ポイント)



Real household income is the sum of wage income and social transfers
Sources: European Commission AMECO, autumn 2022 forecast, Coface.



商品輸出国は、エネルギーを始め、依然として快適な価格水準から恩恵を受けるだろう。価格は2022年のピークから下落するものの、湾岸協力会議(GCC)のエネルギー輸出国では2023年のGDP成長率が3.8%と、引き続き堅調な伸びを示すと思われる。金属輸出国も、中国の工業と建設における需要増から、年後半に恩恵を受けるはずだ。したがって、アフリカの成長率はパンデミック前と同様、3.5%前後で安定的に推移すると予想される。

多くの新興国にとって、通貨変動と借入コストの上昇は、新型コロナの大流行後に記録的な水準に達した公的債務の負担を増大させるだろう。このような混在は、公的債務の持続可能性に対する懸念を生じさせるだけでなく、多くの政府の財政的余地を制限することになる。食料・エネルギー価格の上昇が家計や企業に与える影響を緩和するため、政府はコストのかかる対策(補助金、融資、貿易対策など)を実施しているが、そのほとんどは継続が困難であろう。その結果、特に食料とエネルギーが消費者バスケットの大半を占める国々では、インフレ率が高止まりする可能性が高い。

2022年第3四半期末に指摘したように、政府が家計の困難への対応に苦慮する中、政治的・社会的課題は悪化し、それらが2023年の主要テーマとなる可能性が高い。今後12ヶ月間の選挙カレンダーは、新興国や発展途上国で重要なイベントが目白押しであるため、なおさらだろう。2月末には、ナイジェリアでムハマド・ブハリ大統領の後継者が決定する。また、アフリカ大陸では、リビア、ジンバブエ、コンゴ民主共和国で選挙が行われ、世論不安のリスクが高くなる可能性が高い。ラテンアメリカでは、12月にペドロ・カスティーヨ大統領が弾劾され、政情不安が続くと予想されるペルーでは、早ければ今年中に選挙が実施される可能性がある。

経済のファンダメンタルズは堅調であるものの、この不安定要因から、今期はペルーを「B」に格下げした。アルゼンチンでは、アルベルト・フェルナンデス大統領と中道左派連合「フレンテ・デ・トドス」が再選に向けて苦戦を強いられるだろう。一方、トルコのエルドアン大統領は20年におよぶ国家元首としての任期を延長し、不安定な経済環境にもかかわらず議会での多数派を維持しようとしている。最後に、アジア大陸では、パキスタンとタイの選挙が注目される。

バロメーターのセクターリスク評価の結果から導き出された結論

2022年第4四半期の結果には、3つの重要な進展がある。1つ目は、本稿でも述べたように、昨年のバロメーターと比較してセクター評価にほとんど変化がないことだ(2022年第3四半期のゼロに対して6つの格上げ、2022年第3四半期の49に対して10の格下げ):格下げの方が少なく、格上げの数が増えた。

これは、上述の当社の経済シナリオが相対的に改善したことを反映している。格上げは中東の自動車セクターで顕著であり、需要が堅調なサウジアラビアとアラブ首長国連邦で格上げしている。インドでは、同国の経済状況が全体的に改善したことに伴い、カントリーリスク評価を格上げしたものである。この改善は、建設や自動車など一部の景気循環セクターの格上げ(超高リスクから高リスクへ)にも表れている。

2つ目は、これまで回復力があると考えられていた2つのセクター、ICTと医薬品に属する一部の企業が困難に直面していることである。この2つのセクターは、最も多くの格下げを組み合わせている(表p.17より)。

最後に、コファスがセクター別リスク評価を実施している他の5地域と比較すると、西欧は再び格下げが最も多い地域となった(合計11格下げのうち5格下、表p.20)。短期的な見通しはそれほど暗くないようだが、格上げの時期ではないことは明らかである。

欧州の製薬会社が直面する構造的な問題は、政府財政への圧力の高まりもあり、より顕著に

欧州大陸の様々な公的医療保険制度は非常に類似しており、公的機関(業界専門用語でいう「支払者」)によって資金が提供されている。現在のあまり好ましくない経済環境では、支払者は製薬会社に対して薬価を下げるように圧力をかける傾向があり、その結果、製薬会社の収益水準が低下する可能性が高い(図13)。

例えば、英国では、2019年に導入された政府と製薬業界の協定により、英国の公的医療制度(NHS)の薬剤費全体が2%以上増加した場合、製薬会社は収入の15%を政府に支払うことが義務付けられている。この合意に基づき、英国の製薬メーカー<注7>は今年、約33億英ポンドを政府に支払わなければならない。さらに、昨年12月、政府は税金の対象となる医薬品のリストを拡大した。

医薬品卸売業者も、コファスが分析する医薬品セクターの一分野である。

図13:
欧州製薬企業のセグメント別収益性(EBITDA/売上高、%)



Sources: Refinitiv Worldscope, Coface

<注7>ジェネリック医薬品とは異なるブランド医薬品を製造するメーカー



これらの企業もまた、固定費(商品の保管や輸送)の上昇を背景に、政府からの価格圧力に苦しむことが予想される。以上が、オーストリア、英国、イタリアの医薬品セクターの格下げ理由である(表 P.20)。

ICT 世界的な経済情勢に巻き込まれた企業

コファスの ICT 分野の分析方法は、通信、メディア、コンピュータ、ソフトウェア、その他の IT 機器を含むセグメント、およびエレクトロニクス・セグメントを含み、半導体はエレクトロニクス部門に含まれる。

ICTの機器部門は、世界的な需要減速の影響を受けている。このため、韓国と日本では同セクターが中程度のリスクに格下げされた。日本では電子部品の生産が2022年末に大幅に減少し、この傾向は今後数四半期に強まるだろう。日本では、2022年にICT分野の企業倒産が前年比16%増となった。韓国でも同様の状況であり、両国のICTセクターの格下げにつながった。

中米間の貿易摩擦

2022年は、国家安全保障問題と中国の先端技術開発の抑制の両方を目的とした米国のさまざまな法律が採択されたことが特徴的だった(2018年に2025年までに新技術で世界のリーダーになる野心を表明し、トランプ政権との貿易摩擦を煽っていた)。

例えば、米政権は昨年10月、自国企業が中国に先端半導体を販売することを禁止した。その1カ月後、米政府は中国からの通信機器や映像監視機器の輸入を禁止した。

その1カ月後、米政府は中国からの通信機器や映像監視機器の輸入を禁止した。長期的に見れば、両市場の相互依存関係を考えれば、両国の電気通信産業はこの措置によって被害を受ける可能性がある。

また、中国企業へのハイテク半導体の販売禁止は、短期的・中期的には中国における技術革新の妨げになる可能性がある。しかし、長期的には、中国がハイテク半導体の開発目標を達成することを妨げることはないと予測している。例えば、中国のデジタル大手企業や国有研究機関数社が、先端半導体技術に関する知識の共有やアクセスを目的としたオープンソース技術を提供するグローバルコンソーシアム「RISC-V」に加盟している。さらに、中国は長年にわたり、さまざまなファンドを通じて、この分野の研究に大規模な投資を行っている(他の分野も同様)。この資金は、2014年から2030年の間に、総額1,500億米ドル以上になると推定されている。年額で比較すると、中国当局の投資レベルは、米国の資金調達計画にほぼ匹敵する。

実際、ハイテク半導体の研究・生産への資金提供を重視しているのは、中国だけではない。世界的な競争が始まっているのだ。昨年、米国とEUは、自国内の半導体研究・生産への資金を増やし、この分野でのアジアへの依存度を下げる法案を可決した(チップス法)。欧州の計画では2030年までに110億ユーロの投資を予定しているのに対し、米国の計画では5年間で527億ユーロを予定している。





カントリーリスク 評価のアップデート

AREA		Previous Assessment		Current Assessment
BURUNDI		E	↗	D
GHANA		B	↘	C
HAITI		D	↘	E
INDIA		C	↗	B
PERU		A4	↘	B

BUSINESS
DEFAULT
RISK

- A1**
Very Low
- A2**
Low
- A3**
Satisfactory
- A4**
Reasonable
- B**
Fairly High
- C**
High
- D**
Very High
- E**
Extreme
- ↗
Upgrade
- ↘
Downgrade

セクターリスク 評価のアップデート

(Q4 2022) REGIONAL SECTOR RISK ASSESSMENTS

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

* Information and Communication Technologies
Source: Coface

ASIA-PACIFIC

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

* 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	High Risk	High Risk	High Risk	High 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	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
ICT*	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk	Medium Risk
Metals	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Paper	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Pharmaceuticals	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Medium Risk
Retail	High Risk	High Risk	High 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	Medium Risk Upgrade	High Risk	Medium Risk Upgrade
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	High Risk	Medium Risk
Retail	Medium Risk Downgrade	Medium Risk Downgrade	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	High Risk Upgrade
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	High Risk	High Risk	High Risk	High 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	High Risk	High Risk	High Risk	High 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	High Risk	High Risk	High Risk
Paper	Medium Risk Downgrade	High Risk	Medium Risk Downgrade
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	High Risk	High Risk	High 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	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Automotive	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Chemical	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Medium Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Construction	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Energy	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High 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	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Paper	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Pharmaceuticals	Low Risk	Downgrade	Low Risk	Low Risk	Downgrade	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Downgrade
Retail	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Textile-Clothing	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Transport	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk
Wood	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Medium Risk	Downgrade	High Risk	High Risk

* Information and Communication Technologies
Source: Coface

OTHER COUNTRIES

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



経済関連レポート
2022年 第4四半期

coface
FOR TRADE

Find all our publications on 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

A1

VERY LOW

A2

LOW

A3

SATISFACTORY

A4

REASONABLE

B

FAIRLY HIGH

C

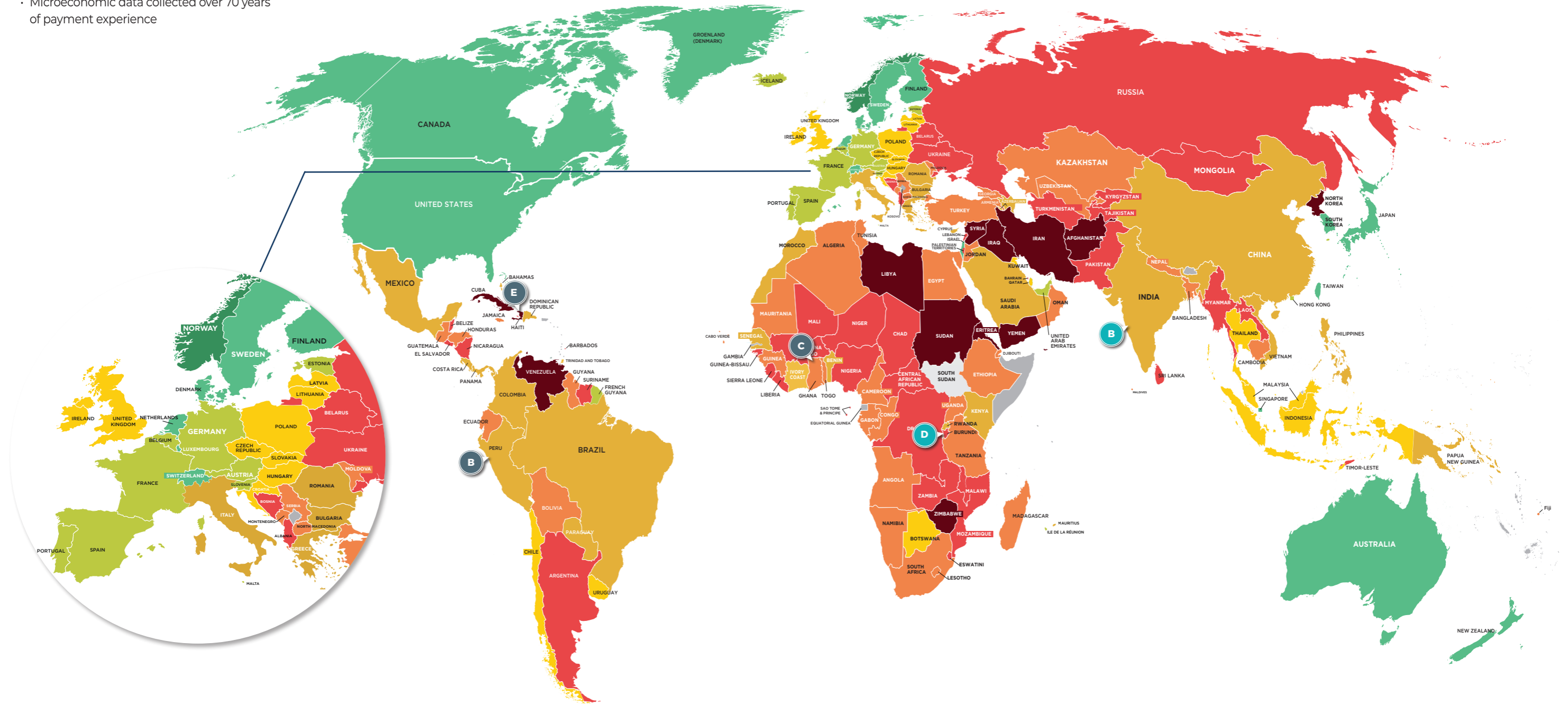
HIGH

D

VERY HIGH

E

EXTREME



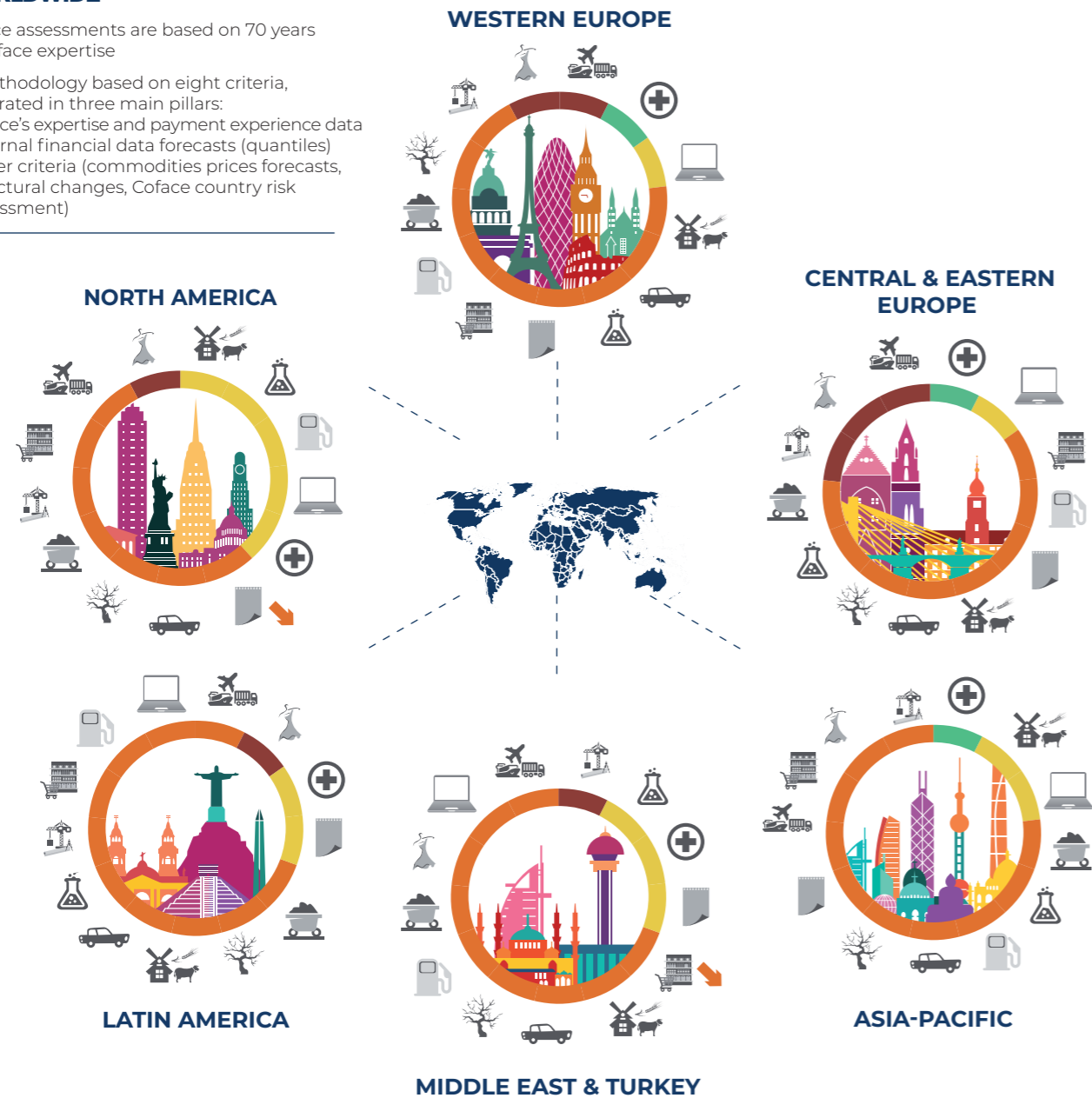
セクター別リスク評価 2022年第4四半期

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	ICT*	textile-clothing	Upgrade
automotive	metals	transport	Downgrade
chemical	paper	wood	
construction	pharmaceuticals		
energy	retail		

* Technologies de l'Information et de la Communication



COFACE GROUP ECONOMISTS

Jean-Christophe Caffet
Chief Economist
Paris, France

Sarah N'Sondé
Head of Sector Analysis
Paris, France

Bruno De Moura Fernandes
Head of Macroeconomic Research
Madrid, Spain

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

Bernard Aw
Economist, Asia-Pacific
Singapore

Christiane von Berg
Economist,
Northern Europe
Belgium & Switzerland
Mainz, Germany

Dominique Fruchter
Economist, Africa
Paris, France

Erwan Madelénat
Sector Economist and
Data Scientist
Paris, France

Grzegorz Siewicz
Economist, Central &
Eastern Europe
Warsaw, Poland

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

Simon Lacoume
Sector Economist
Paris, France

Aroni Chaudhuri
Economist, Africa
& Coordinator
Paris, France

Marcos Carias
Economist, Southern
Europe
Paris, France

Patricia Krause
Economist, Latin America
São Paulo, Brazil

Seltem Iyigun
Economist, Middle East
& Turkey
Istanbul, Turkey

Jonathan Steenberg
Economist,
United Kingdom & Ireland
London, United Kingdom

Laurine Pividal
Economist,
Spain,
Paris, France

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

coface
FOR TRADE