

バロメーター
カントリーリスク及
びセクターリスク・
バロメーター

特集

カントリーリスク・
カンファレンス



コファス経済
研究チーム

COVID-19:不均一な回復

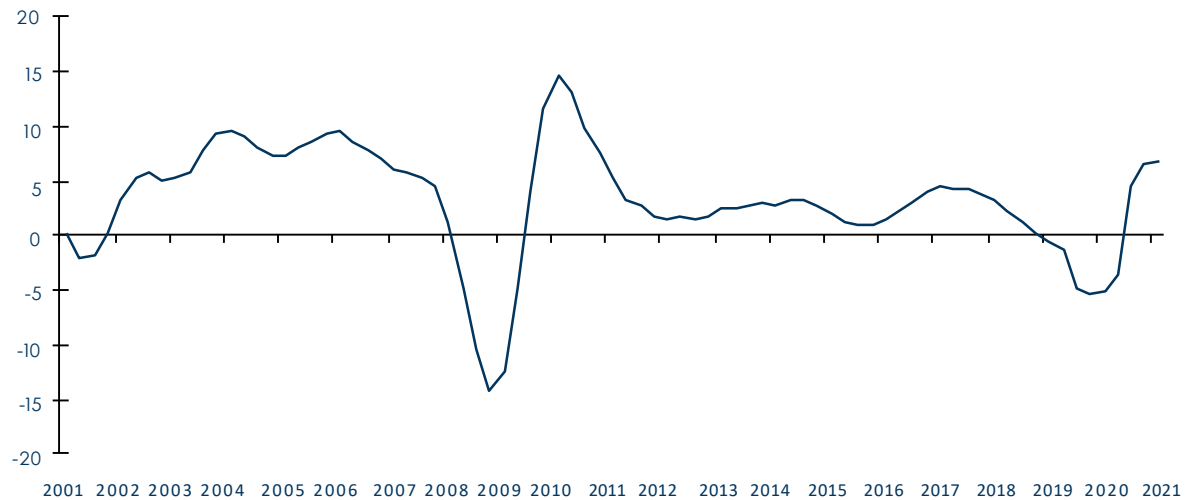
COVID-19の症例が中国国外で初めて見つかったから一年が経つ。2020年末に複数のワクチンが誕生したという発表があったにもかかわらず、パンデミックに関する見通しの不確実さは依然として大きい。これらの不確実性は、いつ集団免疫を獲得できるのか、という一つの疑問に集約できるだろう。答えはワクチン接種のスピードによって変わってくるであろうし、さらに、経済活動を損なうような断続的なロックダウンなどの「ストップ・アンド・ゴー」を終わらせることが条件となる。その一方で、2021年の前半は、第二次世界大戦後では史上最悪となった世界的景気後退(-3.8%)に見舞われた2020年とほぼ同じ状況が続く。2021年の夏までに主要先進国で人口の少なくとも60%(集団免疫が獲得されるとされる理論上の閾値の目安)にワクチン接種が行われると仮定すると、その後は力強い回復が見られ、2021年には世界経済成長は平均で+4.3%に達し、国際貿易も取引高ベースで(2020年の-5.2%から)+6.7%と上向く。企業倒産件数に関しては、2020年には政府の支援計画などのおかげで世界の全地域において減少し(ユーロ圏で-22%、アジア太平洋地域で-19%、北米で-3%)、これらの支援策を継続することによって多くの企業が今年も倒産を免れるだろう。こういった支援策がなければ、企業倒産の件数は昨年、全世界で36%増加していただろうとコファスは見積もる(実際には12%の減少にとどまった)。

ただし、すべての企業がこの経済回復の恩恵を等しく受けられるわけではない。この四半期にリスク評価が改善した23セクターのうち半数近くが、2020年の後半に予想外の好調な成長を見せた自動車部門に関係しており、建設と化学がこれに続いた。予想通り、サービスセクターの多くはパンデミックにより今後も当分は低迷を強いられる。運

送セクターが最も大きな影響を受けており、セクターリスク評価の9項目で引き下げとなった。そして、これらのセクター間の差異の裏には、はるかに大きな不均衡が隠れている。まず、国別に見られる違いである。中国をはじめとするアジア諸国経済(例えば、カントリーリスク評価が引き上げられた台湾など)が世界経済成長を支えているが、主要先進国については、年内に危機以前のGDP水準まで回復することはないだろう。その中でも、サービス業への依存度が他よりも大きい国(スペインや英国など)や、ワクチン接種プロセスが遅れている国などでは、回復にさらに長い時間がかかると思われる。新興経済国に関しては、2021年はワクチンへのアクセスと企業や家計を支援する財政政策を政府が維持できるかどうか、不均衡を生む鍵となる二つの主な要素となる。さらに一部の例外を除いて、これらの国では中央銀行による金融緩和策は2020年に出し尽くされており、今後はそれに頼るわけにはいなくなっている。

最後に、今回の危機は既に高い水準にある国内の格差をもさらに拡大させることになる。昨年は、資格などを持たない労働者、若者及び女性は他の層と比べて多く職を失い、特に最も大きな打撃を受けたサービス業においてその傾向は顕著であった。過去のパンデミックの経験からも、格差の拡大は今後も長く続くと見られる。不均衡は社会不安を生む主な要因の一つであり、平均してパンデミックの約1年後に生じている。前四半期に顕著に見られたように、この不均衡の拡大に加え、多くの国でパンデミックに対する当局の対応への国民の不満が高まっていることから、今年は抗議活動や武力衝突などがさらに頻発するおそれがある。

図1:
世界の輸出高の動向(対前年比%)



出典: CPB, データストリーム, コファス

コロナ禍: 集団免疫の獲得と、「ストップ・アンド・ゴー」の終わりはいつになるか

昨年は、政治・環境リスク、多くの新興国及び先進国における過剰な債務水準など、2020年を通じて企業の成長に立ちほだかると予測される多くの障害に焦点を当てた。しかし、パンデミックが原因で世界経済が第二次世界大戦以後で最も深刻な景気後退に見舞われるとは想像もできなかった。人類に及ぼすその劇的な影響に加え、今回の危機はそれだけで、企業活動や世界経済だけでなく、人々の日常生活にとっても大きな脅威となっている。驚くべき出来事の連続だった2020年が過ぎ、コファスの経済シナリオでは、2021年に二つの局面が見られると予想される。

1) 第一に、各国政府(主として成熟経済)はそれまでにワクチンを国民に適切に配布できない限り、少なくとも今夏までは引き続きロックダウン及び/またはその他のソーシャルディスタンスを確保する措置を講じるより他に手段がない。実際、ベンチマーク組織(主にWHOとジョンズ・ホプキンス大学)によれば、集団免疫を獲得するには人口の少なくとも60%から70%がワクチン接種を受けている必要がある。しかし、この閾値をクリアできるかどうかは、一人が何人に感染させるかを示す基本再生産数(R0)又はワクチンの有効性(変異種の出現により不確実性が高まっている)という、いずれも正確に推定するのが困難な要素に左右されるため、不確実性が極めて高い。閾値をクリアできるスピードはまた、ワクチン供給能力の限界や国民のワクチン接種への意欲などによっても変わってくる。

2) 次に、2021年第3四半期からは、人口に占めるワクチン接種済みの人々が十分な割合に達するので、世界の主要経済圏(米国、中国、EU、日本、英国)の政府はソーシャルディスタンスを確保する措置を取る必要がなくなり、GDP成長は強化される。

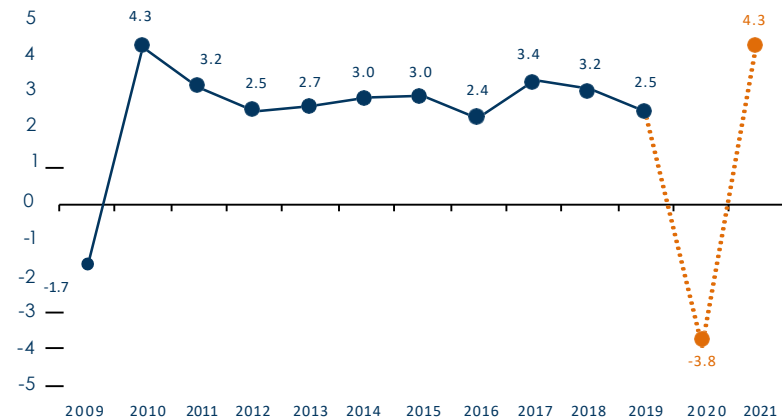
とはいえ、最初のワクチンが処方されてからわずか数週間で、既に大きな差が生じ始めている。例えば、イスラエルとアラブ首長国連邦では、1月半ばの時点で既に人口の10%がワクチンを接種済みであり¹⁾、比較的ワクチン接種が進んでいる他の諸国(英国、米国、イタリア、バーレーン)がこれに続くが、中国、ドイツ、スペイン、カナダ、ロシア、ポーランド、フランス、オランダ、オーストリア、ベルギー、メキシコ、チリ、アルゼンチンなどそれ以外の国々はまだ苦戦している。ワクチン接種のプロセスは、他のほとんどの国ではまだ始まっていない。しかし、こういったワクチンへのアクセスに関する初期段階での差が決定的な差になってしまうわけではない。その後数週間で他の国も巻き返すことは可能だからだ。それでもなおこれらの格差は、既に今年に関して不均衡と回復率の差として表れている。

国ごとの差は拡大する

2020年から2021年にかけて、世界でGDP成長が2019年と比べて大きかった上位15カ国まではすべてアジア又はアフリカの国が占めるとコファスは予測している。一方、下位15カ国はラテンアメリカ諸国経済となっている。この地域ごとの相対的なランキングは危機前と同じだが、成長率の差は危機後に拡大している。2020年の世界176カ国の年間経済成長率予測の標準偏差は、2018年及び2019年と比較して2倍になっている。

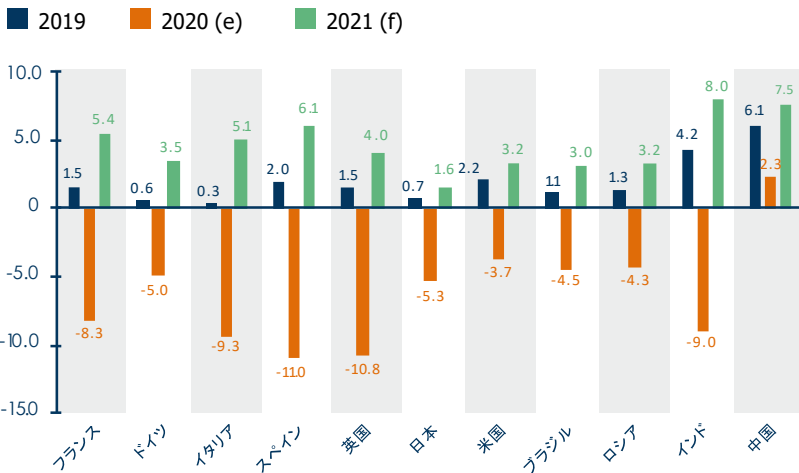
1 出典: World in data

図2: コファスの世界GDP成長予測(年平均、%)



出典: IMF、各国当局、Refinitiv Datastream、コファス

図3: コファスによるGDP推移予測(主要経済国、年平均、%)



出典: IMF、各国当局、Refinitiv Datastream、コファス

さらに、セクターの分化の違いのため、回復軌道も各地域によって異なる。たとえばヨーロッパの場合は、サービス業に特化した経済ほどCOVID-19の影響が大きい。ほとんどのヨーロッパ経済にとって、2020年の第2四半期は特に影響がひどく、その後第3四半期にその反動が見られた。しかし、この一般的な傾向をよく見ると、二つのグループが存在することがわかる。第一のグループは、第3四半期末の時点で、2019年末と比較して3から6パーセント・ポイントのGDP縮小を記録した。ここにはオランダ、フランス、ドイツ、そしてイタリアなどが含まれる。ドイツでは、感染症拡大の状況が悪化し、社会的混乱が生じる可能性もあったために2020年末から2021年初にかけて制限がかけられ、経済活動が停滞したものの、2021年には回復が予想される(2020年の-5.0%に対して3.5%)。サービス業とは異なり、(ドイツ経済の主力である)工業はこの制限による影響はほとんどなかった。消費者も新しい行動様式に慣れてきている。そして最後に、既に中国の景気回復の後押しを受けている(自動車を含む)輸出に関しては、他の市場(ヨーロッパや北米)

の回復の恩恵を受ける。さらに、雇用と所得を支える多くの財政支援策は2021年も続けられる。フランスでは反発はさらに強くなると思われるが、もともとの数字がドイツを下回っている(前年の-8.3%に対して5.4%)。ロックダウン中に蓄積されていた家計の貯蓄が放出され、さらに家計と企業の両方に向けた予算面での支援策及び回復計画が延長されることにより、国内需要が主なけん引役となる。逆に、輸出は航空産業と観光業が困難な状況にあるため、引き続き低迷するものと考えられる。最後に、加速は段階的なものとなり、保健関連の不確定さによっても左右される。イタリア(前年の-9.3%に対して5.1%)では、状況の改善は危機前の状況まで回復するには十分ではない。製品(繊維、自動車、食品)の輸出は、先進国及び新興経済国における需要の回復の恩恵を受けるが、観光業は引き続き非常に困難な状況に置かれる。消費及び投資は、ワクチン接種の範囲が拡大して感染症の状況が改善すれば、一部の支援措置の継続やマインドの回復に助けられるはずである。

ヨーロッパにおける第二のグループにとっての打撃はより深刻であり、(第3四半期末の時点で2019年末と比較して)-9%から-12%となっている。サービス業(観光業を含む)がGDPの大きな部分を占めるスペイン及びギリシャなどがこのグループに属す。EUからどのような形で脱退するかが直前まで不確かなことによる不利を被っている英国も、このグループに含まれる。2021年には、英国経済は(2020年の10.8%の下落後に)4.0%回復する。欧州連合との貿易協定が、不確実性を大幅に削減させた。家計消費は、感染症の状況が悪化したために年初は動きが鈍かったものの、移動制限の解除、商店の再開、そして何よりもパンデミックの間に蓄積された貯蓄のおかげで、回復の主力となるだろう。逆に、予算面での支援の恩恵を受けられる公共投資とは対照的に、民間投資はローン返済や納税の執行猶予期間の終了などのために抑制される可能性がある。スペインでは、経済活動が2020年の11.0%の下落から6.1%の改善に転じるものの、依然として危機前の状況への回復まではまだ遠い。自動車及び繊維を含む物品の輸出は、ヨーロッパ市場の回復の後押しを受けるものの、観光活動は少なくとも年の半ばくらいまでは低迷するだろう。一方、国内需要は財政支援策の拡大の恩恵を受ける。

2021年には、米国では(前年の3.7%の下落に対して)3.2%の経済成長を記録すると考えられる。ここでも、長く続く低金利や、不動産や株式市場の評価額の上昇などによる資産価値などにより、GDPの三分の二を占める家計消費がけん引役となる。感染症の状況の改善が鍵を握るだろう。さらに、住宅建設は今後も好調が続き、公共投資も連邦政府のインフラ計画の恩恵を受けると思われるが、その一方で民間投資はエネルギー、事務所及び小売店舗などの状況が引き続き思わしくないため、動きは鈍いだろう。最後に、輸入が輸出よりも速く増加するため、対外貿易はマイナスの影響を及ぼすと予想される。

日本では、経済成長は若干のプラスにまで回復するだろう(5.3%の下落から、1.6%の増加に転じる)。感染状況の悪化のために1月初めに新たに開始された規制は、消費と観光の回復を遅らせることになる。逆に、輸送設

備、電子機器及び機械の輸出に関しては、韓国との貿易関係の展開が不透明ではあるものの、今後も中国の景気回復という追い風を受ける。しかし、東京オリンピックの開催については不透明な見通しが続く。

こういった成長の軌道の大きな違いはアジアでも同様に見られる。中国、台湾、ベトナム及び韓国が明らかに先行しているのは、当局がコロナ禍に上手く対処しただけでなく、電子機器など2020年に回復したセクターなどで相対的に有利な状況にあるためである。逆に後れを取っているのがインド、インドネシア、フィリピンであり、2020年は深刻な不況に見舞われている。マレーシアとタイはこれらの両極の間に位置する。2020年にはこのように国によって違いが見られたものの、アジアの新興経済国においては、(2020年にもわずかに0.2%の落ち込みにとどまっていた)2021年には6.7%の成長が見込まれる。この成長をけん引するのは引き続き中国(前年の2.3%に続いて7.5%)であり、依然として米国との貿易関係は緊張をはらむものの、国内需要の巻き返し及び海外需要の好転のおかげで2020年第2四半期からの回復がさらに進むと思われる。

西欧における、特に自動車セクターの需要の回復及び新たな欧州基金の誕生により、中欧は2021年には(前年の-4.9%に対して)3.7%の成長を遂げ、地域内のすべての国がその恩恵を受けると思われる。ロシアの成長率は(前年の-4.3%に対して)3.2%となり、消費及び投資とも一致した穏やかな成長となる。ウクライナ(前年の-5.2%に対して2.5%)及びカザフスタン(前年の-3.5%に対して2.8%)でも同様に穏やかな経済成長が見られるだろう。(金融政策が本来の路線に戻ったことによる)国内需要の落ち込みをヨーロッパへの輸出でカバーできるトルコはこれを若干上回るが(前年の0.5%に対して4%)、観光業は引き続き苦戦する。

サウジアラビア(前年の-4.3%に対して2.7%)のような国に代表される中東と北アフリカ(前年の-6.2%に対して3%)は、炭化水素資源関連の収益は伸びるものの、観光業の回復及び予算の秩序の回復の遅れのために、本格的な回復に向けては苦戦するだろう。

中南米の数字(前年の-7.2%に対して3.1%)は、アルゼンチン(前年の-11%に対して3%)、ブラジル(前年の-4.5%に対して3%)、コロンビア(前年の-7.0%に対して3.7%)及びメキシコ(前年の-8.5%に対して2.5%)などの主要国の状況を反映している。消費は、コロナ禍の影響が収まっていくことに加えて、雇用の回復、依然として緩和的な金融政策、そして海外居住者からの送金の増加によっても後押しされる。これらの国の輸出も、海外の需要とコモディティ価格にさらに順応したものになるだろう。しかし、政治不安及び財政マージンの低さのために、コロンビアを除いて投資は引き続き低迷する。政治不安にもかかわらず、チリ(前年の-6.2%に対して4.5%)及びペルー(前年の-12%に対して8%)は、特に銅などの金属価格の理想的な動きの恩恵を受けると思われ、金融・財政政策が消費と投資を支えるだろう。

最後にサブサハラ諸国は、輸出が改善するものの国内経済が特に財政面での構造的な問題から低迷しているナイジェリア(前年の-3.5%に対して1.5%)及び南アフリ

カ(前年の-8%に対して3%)という主要経済の例に続くように、2021年の3.3%の下落に続いて2021年は2.5%の成長にとどまる。同様に、アンゴラ、コンゴ、ガボン、モザンビーク、ナミビア、ザンビア及びジンバブエは、炭化水素、金属、ダイヤモンドなどの価格上昇の恩恵はあまり受けることはない。コートジボワール、ガーナ、ケニア、セネガルなど、農業(輸出及び/または国内消費)が、例えば金、木材、ダイヤモンド及び石油などと並んで重要な位置を占めている経済においては、状況は異なってくる可能性がある。また、(安全保障に関する問題はああるものの)サヘル諸国も同様である。2020年には比較的大きな影響を受けなかったこれらの国は、2021年には4%から6%の成長を記録すると考えられる。

最終的に、世界経済活動は明確な反発を示し、2020年の成長率が-3.8%だったのに対し、2021年は4.3%に回復する(図2を参照)。この回復により、世界の生産は2021年末には危機前の水準にまで戻る。ただし、この結果は2020年に失われた分を同年末時点での経済活動が既にある程度回復していたという事実に関連して、基本的な傾向が好転する面に負うところが大きい。さらに、この成長のほとんどは中国経済の好調さに起因するものであり、逆に言えばそれ以外の国は危機前の水準までは回復していないことを意味する。最後に、世界の人口が増加していることを考慮すると、一人当たり生産高は危機前の水準にまでは回復しない。これは、人口が増加しており、一人当たりGDPが危機前よりも低くなる多くの低所得又は新興市場諸国においては顕著である。これまでと同様、成長率は先進国(前年の-5.1%に対して3.4%)よりも新興経済国の方が高い(前年の-2.3%に対して5.4%)。しかし、第一のグループに有利になるこの差は、アジアの新興経済の卓越した状況によるものであり、他の新興地域の成長は先進国と比較してそれほど大きな差はない。

国内の格差はさらに拡大する

国別の不均衡に加えて、各国内でも所得格差は拡大すると見られる。

これまでも、パンデミックは国内の格差が拡大していることを明らかにしてきた。これらの格差は、ほぼすべての先進国で1990年代初頭から拡大し続けており、特に米国において顕著である。新興市場諸国及び開発途上国における状況は単純ではないものの、過去30年間の経済成長の恩恵も同様に、全体的に不均一に分配された。大まかに言って、(当初から先進国と比べると高く、より強固なものだった)所得格差は中南米、サブサハラ・アフリカ、アジア(特に中国、インド及びインドネシア)においてさらに拡大した。

パンデミックは所得格差の拡大を加速させ、定着させるおそれがある。所得格差を測る代表的な指数の一つであるジニ係数(高いほど格差が大きい)は、

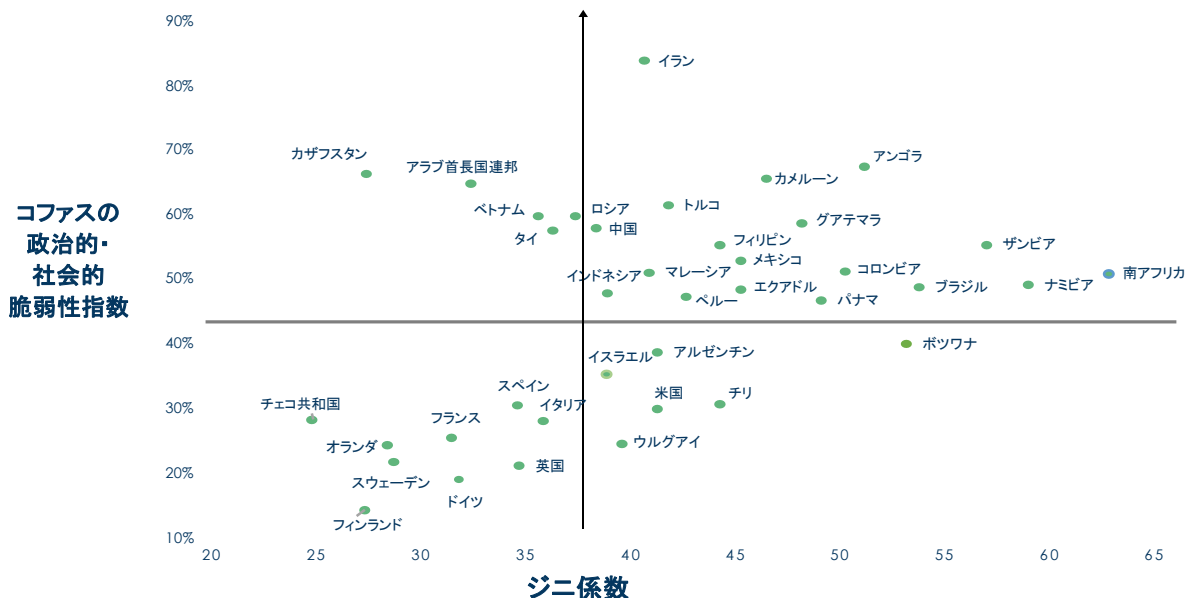
新興市場諸国及び開発途上国では6%近くに達する可能性がある²。この拡大傾向は先進国、特にヨーロッパでも同様に見られ、規制の期間と厳しさによって3.5%から7.3%になると予想される³。21世紀のこれまでのパンデミック（2003年のSARS、2009年のH1N1、2012年のMERS、2014年のエボラ出血熱及び2016年のジカ熱）の後に観測されたように、この格差の拡大は恒久的なものになる可能性がある。パンデミック発生から5年後のジニ係数は、依然として本来の水準を平均で1.25%上回っていると予想される⁴。不況が深刻であればあるほど、非熟練労働者の失業が継続するためにこの影響は大きくなり、COVID-19のパンデミックによる不均衡の定着のおそれがさらに高まる。

今回のパンデミックも例外ではなく、既に所得の再配分にゆがみを生じさせている構造的な傾向を加速させる働きをする。実際、生産と貿易のデジタル化と自動化を加速させ、最低限の教育しか受けていない者や低所得者などが周縁に追いやられていく。これらの人々は（必要不可欠なものとして認定されているかどうかを問わず）営業停止を余儀なくされているサービス業（飲食、観光など）に多いため、職と収入を失う可能性が高い。ユーロ圏では、資格をまったく持たない労働者の7.4%が、2019年第4四半期から2020年第3四半期までの間に職を失った一方、より高い水準の教育を受けている個人の雇用は1.2%増加した⁵。若年層（15歳から24歳）の失業率は、2020年前半には他の年齢層と比較して倍の速度で増加し、また同時期の女性の失業率は男性のそれを上回った。すべての国で民族・人種別の統計を作成しているわけではないものの、この面でも格差が拡大している可能

性が高い。英国では、マイノリティの失業率は2020年の最初の3四半期で2.7パーセント・ポイント増加した一方、白人の同時期の失業率は1.1パーセント・ポイントにとどまった。さらに、所得のより不平等な配分は、人々の所有物や金融資産などを含む富の分配に跳ね返ってくるものと思われる。米国では、家計の正味財産は2020年第1四半期に急落（その前の四半期と比較して-5.8%）した後、企業の株価の上昇（最も富める者に有利に働いた）と、好調の続いた住宅市場のおかげで、第2四半期及び第3四半期に反発した（それぞれ+7.4%及び+3.2%、図5を参照）^{6,7}。

この経済格差の拡大は、まだすべて表面化しているわけではないため、実際にはさらに深刻なものであることが考えられる。危機への対応として実施された拡張的な金融・財政政策は、短期的には社会的保護を強化し雇用を保証することでこれらの影響を吸収しうる（2020年10月に発行されたコファス・バロメーターを参照⁸）。しかし、特に新興市場諸国及び開発途上国の一部の国では、そもそもの予算が平均的な経済を下回っており、これらの社会的支出をカバーするだけの余裕はない。これらの国ではテレワークの規模が小さく、多くの職が非正規セクターに依存しており、さらに制度的な枠組みや社会保障の制度が脆弱なため、雇用及び格差への影響はさらに大きくなると考えられる。これは特に、税率があまり累進的でない南アジア及び東南アジアの諸国（インド、マレーシア、インドネシア及びフィリピン）や中南米諸国に当てはまる。

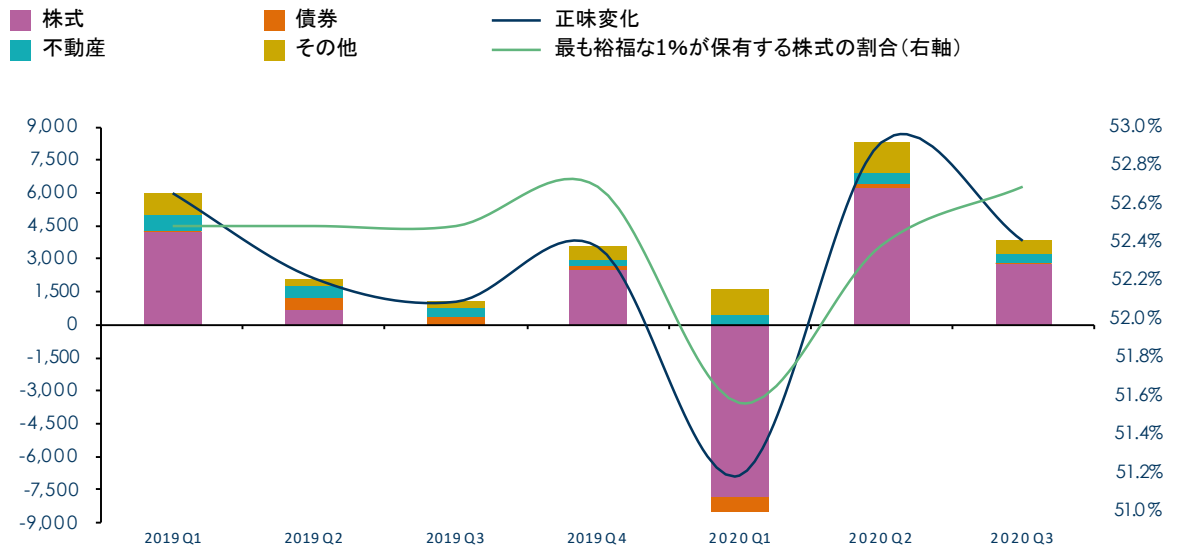
図4:
 コファスの政治的・社会的脆弱性指数とジニ係数



出典：世界銀行及びコファス

2 IMF (2020/10). World Economic Outlook, Chap.1
 3 Palomino, J. C., Rodríguez, J. G., & Sebastian, R. (2020/10). Wage inequality and poverty effects of lockdown and social distancing in Europe, *European Economic Review*
 4 Furceri, D., Loungani, P., Ostry, J.D., & Pizzuto, P. (2020/08). COVID-19 will raise inequality if past pandemics are a guide, *VoxEU*
 5 ユーロスタット: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ifsq_egised/default/table?lang=fr
 6 連邦準備制度: https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20201210/html/recent_developments.htm
 7 Associated Press (2020/09). Soaring Wealth During Pandemic Highlights Rising Inequality
 8 <https://www.coface.ch/News-Publications/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Quarterly-Update-> October-2020

図5:
米国の正味家計資産価値(単位:10億米ドル)



出典:連邦準備銀行及びコファス

世界銀行の推定によれば、パンデミックによる経済的な影響により、全世界で1億2000万人が貧困線を下回ることになる。そのうちの半数は、経済が回復すると予想される2021年以後もそこを脱することができないままになる。これは、各国が経済を正常な軌道に戻そうとする一方で、回復の波に乗り損ねてしまう人々も生じることを意味する。

そのため、経済格差の拡大は社会格差の拡大につながり、社会的・経済的に脆弱な層をさらに弱体化させることにつながると予想される。水面下に隠れている部分としては、政治的なリスクの大幅な増大などが考えられる(図4を参照)。この所得格差の拡大は、政府のパンデミック対応への不満と相まって、さらなる社会的不満につながる可能性がある。実際、コファスの指標によれば、政治的・社会的脆弱性のリスクはコロナ危機の前の段階で既に全世界で史上最も高い水準に達していた(2020年10月のコファスのカントリーリスク及びセクターリスクのバロメーターを参照)。

不均衡は社会不安を生む主要な要因の一つであり、平均してパンデミックの約一年後に表面化する。また、一年半後も危機前の水準を0.25パーセント・ポイント下回るなど、経済活動にも大きな影響を及ぼす⁹。

セクターごとの差

2020年前半には、最初の一連の厳格なロックダウンが、全世界の需要と供給の両方に打撃を与えた。そのため、回復力を保てたのはごく一部のセクターにとどまった¹⁰。すなわち、ICT(ICTに関する囲み3を参照)、製薬及びある程度は農産食品についても同様である¹¹。これ以外のセクターのいくつかは危機によって大きな打撃を被った。例として金属、運輸¹²(特に航空セクター)及び自動車などが挙げられる。

それ以降、一部のセクターでは最初のロックダウン後の回復期に、そしてその後は特に一部の先進国経済において2020年11月からの第二波のロックダウン中(このときはほとんどの工場が稼働を続けた)に、驚くほどの改善が見られた。例えば、世界規模のバリュー・チェーンという特徴を有する景気循環増幅期の自動車セクターは、不安定ながらも続いている世界経済の回復をよく反映している。中国経済の回復の動きは、自動車セクターにとってまずアジア太平洋地域での、そしてその後ヨーロッパ及び米国での回復を可能にした。中国では、2020年第1四半期には、2019年の第1四半期と比較して売り上げが42%縮小した。生産工場は2020年3月からは少しずつ再稼働が認められていき、2020年10月の時点では(COVID-19前の時期に当たる)2019年10月と比べてわずか2%の売り上げ減にとどまった。自動車産業の状態はその後とも上向き続けている。そのため、2020年第4四半期の時点で、自動車の売上高は2019年第4四半期を約10%上回っている。この回復は、中国当局が前述の2020年第1四半期の厳格なロックダウンの後、自国内での感染拡大を抑制するために再度の大規模なロックダウン

9 Saadi Sedik, T., & Xu, R. (2020/10) A Vicious Cycle: How Pandemics Lead to Economic Despair and Social Unrest, IMF Working Paper, WP/20/216.

10 コファス2020年バロメーター「COVID-19: heading towards a sudden global surge in corporate insolvencies」2020年6月を参照

11 2021年2月のコファスによる製薬セクターに関するグローバル・セクター・ノートを参照: <https://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks/Pharmaceutical>

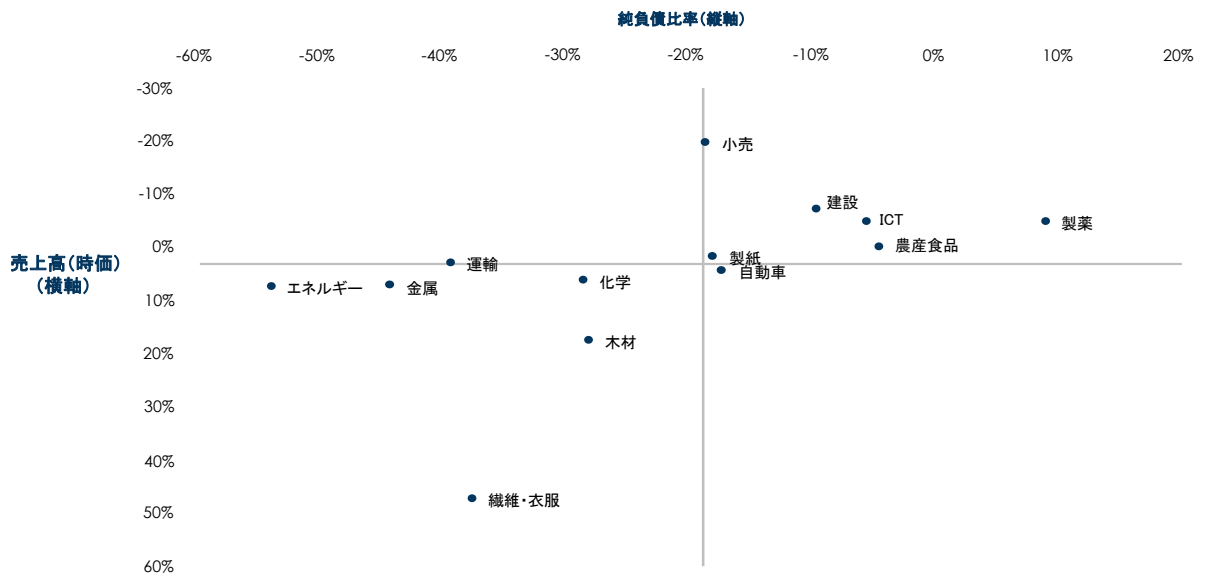
12 コファスの方法論では、運輸セクターには航空輸送、鉄道輸送、陸運及び海運のサブセグメントが含まれる。

ンを実施しなくても済んだことによって可能になった。さらに、中国のセクターへの国庫補助も中国の消費者需要の力強い回復に寄与した。これらは、特にヨーロッパなどの世界の主要市場に好影響を与えた。そのためヨーロッパ市場は困難な状況にもかかわらず、その後徐々に回復が可能になった。2020年12月現在で、車両登録台数は(英国を除き)2019年12月の数字を8%下回るのみとなっている。これは、ドイツ及び中欧地域における自動車セクターの改善にも表れている(18ページのセクターリスク評価を参照)。米国では、COVID-19のパンデミックは自動車売上に深刻な悪影響を及ぼし、2020年の最初の10カ月で売上は17.3%減少した。しかし昨年夏には回復を見せ始め、2020年10月には記録的な低水準だった4月と比べて84%増を記録した。回復傾向は依然として不安定である。米国の小型乗用車の売上は2020年10月末の時点で、対前年比で17%減となった。しかし、この落ち込みは(州ごとに大きな差のある)米国よりも、2020年第2四半期の第二波のロックダウン中に全体的にあまり思い切った対策が取られなかったヨーロッパの方が深刻であった。第2四半期にロックダウンが緩和されて以後もヨーロッパでは登録台数はほとんど回復しなかった一方、昨年末に感染が再び拡大したことで規制が厳しくなり、圧力が増した。11月はフランスで-27%、ドイツでは-3%、英国では-27%という結果になった。セクター別の財政の推移(純負債比率と売上高)にCOVID-19が及ぼした影響を比較した図6を見ると、自動車セクターは、危機によって最も大きな悪影響を受けたと特定されるセクターと比較するとそこまでの困難には陥っていないように見られる。しかし、依然として不確実性の度合いが高いことと、この

セクターの構造的な問題が、引き続き高水準のセクターリスクとして反映されている¹³。実際、自動車セクターのリスク評価は、引き上げ後も大半が「高リスク」のままになっている(18ページのセクターリスク評価を参照)。

当然ながら、断続的なロックダウンと移動制限に、飲食店の閉店などが加わったことで、運輸活動の配達セグメントは続伸した。最近、英国に本拠地を置く国際的な食品デリバリー・アプリ会社「Deliveroo」が、同じような米国のアプリ「Door Dash」に続いて首尾よく株式上場を果たしたことなどは、この継続的な拡大を顕著に示している。しかし、これらの配達活動が受けた全体的な影響を正確に評価するのは、いくつかの理由から依然として困難である。第一に、これらの影響はいくつかの異なる運輸セグメント活動に反映されている¹⁴。第二に、関連活動の種類が幅広く、数多くの複雑な構造が関係している(小売業大手や配送業者と提携している場合もあれば、サービス同士が統合したり最近になって会社が独自に作り出したりしている例もある)。海運活動は回復の兆しを見せており(図7を参照)、国際貿易が活発になってきたことを示している。しかし、海運活動の好調さによって困難な状況を見過ごすわけにはいかない。むしろ、世界的な海運活動はパンデミックの被害を受けている。コンテナのスルーポイント指標¹⁵は、2020年5月には対前年比で8%の減少となり、指標はその後回復した(10月の時点で+7%)ものの、2020年1月から10月までの数字は、2019年の同時期を3%下回っている。

図6:
2019年第4四半期から2020年第4四半期までの売上高速報値と純負債比率の変化(%)



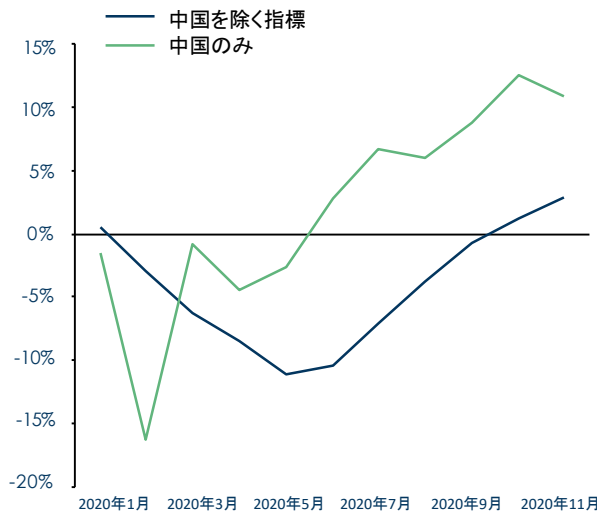
注: 軸は0ではなく中央値を示す。ここで使用されているデータは上場企業に関するものであり、必ずしもセクター内のすべての企業を網羅しているわけではない。
出典: Refinitiv Datastream, コファス

13 これらの構造的な課題には、CO2排出削減基準を満たすために企業が必要とする多額の投資、新たな企業の参入による競争の激化、消費者の好みの変化、高い失業率などの依然として困難な世界的経済状況などが含まれる。より詳しくは、2021年2月の自動車セクターに関するコファスの[グローバル・セクター・ノート](#)を参照。

14 コファスの方法では、運輸セクターには航空輸送、鉄道輸送、陸運及び海運のサブセグメントが含まれる。

15 海運コンテナ輸送量を測定する指標で、世界の船舶貨物の52%を占める。

図7:
海運活動:コンテナ・スルーポイント指標の変化(対前年比)



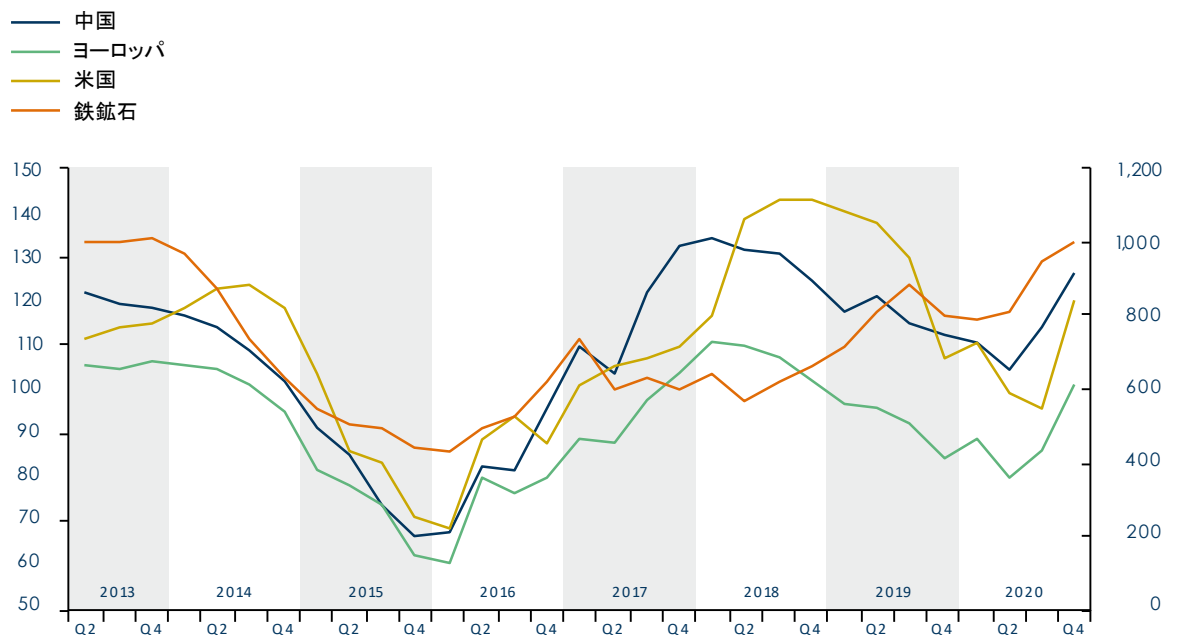
出典: RWI/ISL、コファス - 最新データ: 2020年11月現在

いくつかのセグメントでは状況の好転や明るい見通しが見られるものの、国際運輸セクターはパンデミックによって全体的に低迷しており、コファスでは少なくとも2022年までは売上高が危機前の水準に戻ることはないと予想している。運輸セクターはこの四半期、最も多数の項目の引き下げを記録した(合計4つ、18ページ以降を参照)。運輸、特に航空セグメントは、今回の危機の

「最大の敗者」だと考えられている¹⁶。運輸セクターにおける評価の引き下げが西欧に集中している点は注目に値する。これはヨーロッパの航空セグメントが直面している困難を物語っている。同セグメントはCOVID-19の危機以前から重大な構造的課題を抱えていた。過去2年間に多くの低価格航空会社が経営破綻したことなどが示すように、これらの課題には、セクター内の企業の高い債務水準や過剰生産能力などの問題が含まれる。一日当たりの商業飛行の便数は2020年1月16日から、最低水準を記録した4月12日までの間に75%減少し、その後は回復したものの、11月23日の時点でもまだ、1月16日と比較して38%下回っている。

金属セクターも同様に、パンデミックによって世界的に困難な状況に置かれている(図8を参照)。景気は回復しているものの、国によって差があるだけでなく、様々な公共投資策や、パンデミックによる各国のコロナ禍の状況に大きく左右される。状況次第ではウイルスの感染拡大を抑制するために新たな移動規制がかけられる可能性もある。昨年の段階で移動規制が緩和された中国では、中央政府のインフラプロジェクトによって運輸セクターの回復が実現した。2020年6月末には、中国の鉄鋼生産はCOVID-19前の水準に回復していた。2020年2月から11月までの間に、中国国内の鋼板工場の設備稼働率は約26パーセント・ポイント増加し、70.5%から96.7%へと上昇した。ヨーロッパでは、(回復と連動した)金属需要は公共インフラ投資及び開発に依存するものと思われるが、これらは主にインフラ開発のデジタル化の分野で計画されている。

図8:
鋼鉄及び鉄鉱石価格の変化

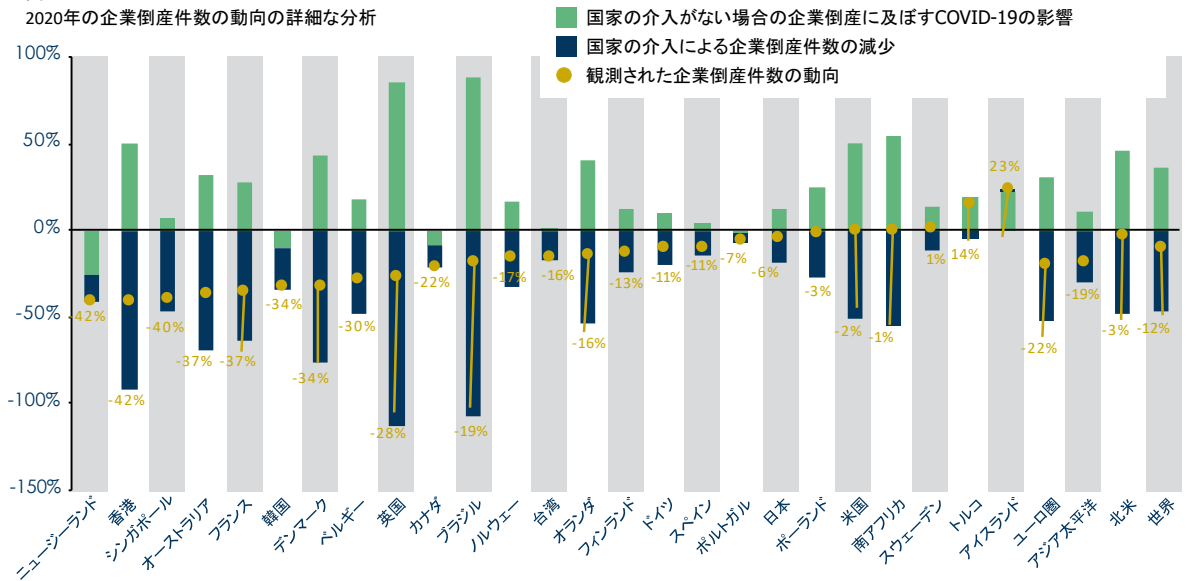


出典: Refinitiv Datastream、SteelHome、コファス

16 2020年7月のコファス・パノラマの次の記事を参照: [Global Transport: What does the future hold beyond COVID-19?, E. Madelénat](#)

国からの支援によって企業倒産件数は減少しているが、それによって「ゾンビ企業」が増えることになるのか？

図9:
2020年の企業倒産件数の動向の詳細な分析



出典: ユーロスタット、コファス

2020年には、企業は1946年以降で最も深刻な世界的不況に対処するための多くの支援策の恩恵を受けた。中央銀行は金利の引き下げと資産購入計画(一部の新興経済国を含む、囲み1を参照)を通じて、有利な条件で資金を調達できるように取り計らった。多くの政府が急遽実施した保証付き融資もその一翼を担った。IMFによれば、これらの融資や、政府及び/又はその他公的機関による流動性支援や資本注入などは、2020年第3四半期末までに世界のGDPの6%を占めるに至った。企業はまた、危機の影響を緩和するために各国政府が導入した財政刺激策にも助けられた。収入の減少と(自動安定化装置としての)不況に関連する支出の増加以外にも、税や積立金の猶予や免除、短時間労働措置なども、世界のGDPの約6%を占めた。この数値は、2009年と比較するとはるかに高い。当時、基礎的財政収支は世界平均でGDPの4.8パーセント・ポイント「しか」拡大しなかったが、2020年はこの数字が8.8%となっている。企業への支援は、様々な構造が存在するがゆえに一層強力なものとなっている。リーマン・ショック後にはインフラ投資計画が好まれたが、今回は企業への直接支援へと焦点が移っている。

最後に、特にヨーロッパでは企業倒産手続きの一時的な改正¹⁷も破産の防止に役立っている。最終的には、1946年以後で史上最悪の世界的不況にもかかわらず、企業倒産件数は2020年にはほとんどの国かつすべての地域で減少した(図9を参照)。ユーロ圏では-22%、アジア太平洋地域では-19%、そして北米では-3%となっている。昨年の企業倒産件数は全世界で、2019年と比較して

12%減少した。そのため、思いがけない救済策によって債券市場で有利な借入が可能になり、及び/または伝統的な銀行融資や政府保証融資などを受けて、生き延びた企業もある。これらの企業は今回の危機がなければ破産を免れなかったところである。これらの公的支援策がなければ、全世界で企業倒産件数は36%増加していたとコファスは見積もっている。

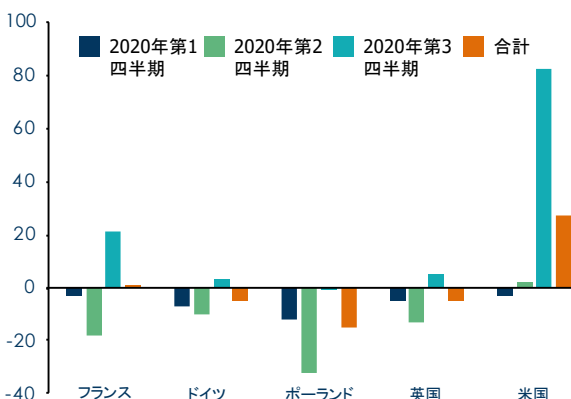
借入の増加は多くの倒産を防いだが、低金利と低迷する企業活動を背景にしたこの企業による債務水準の上昇は、生きながらえてはいるものの投資を行って成長するには債務が多すぎる「ゾンビ」企業が蔓延するのではないかと懸念を増大させた。国際決済銀行(BIS)¹⁸は、ゾンビ企業がフランスでは1990年の4%から2017年には16%に、そして英国では1990年の3%から2017年には22%に増えていたことを記録している。イタリアでは、2%だったゾンビ企業が15%に、スペインでは6%が13%に、そしてドイツでは10%に増えたと報告されている。同じ傾向は米国でも観測されている。1990年には企業のうちゾンビ企業とみなされていたのは9%だったのに対し、2017年には割合が18%に増えた。ヨーロッパでは、コファスは3年前に、2016年現在でフランスの企業の4.6%、ドイツで3.7%、イタリアで5.3%、スペインで6.2%がゾンビ企業とみなされると推計していた。用いている基準が異なるため、BISの数字とは相違する¹⁹。この割合は対象範囲をどのように選択するかによって左右されるものの、既存の研究では、「ゾンビ」企業の数が近年になって増えているという点では一致している。今回の危機はこの傾向を加速させるのだろうか。

17 <http://coface.com/News-Publications/Publications/Focus-Corporate-insolvencies-in-Europe-temporary-framework-amendments-kick-the-can-down-the-road>

18 ゾンビ企業を数えるBISの方法論は次のとおり: インタレスト・カバレッジ・レシオが1未満で、かつトービンのQレシオが中央値の会社を下回る状態が2年以上続いた場合、ゾンビ企業とみなされる。

19 ゾンビ企業を数えるコファスの方法論は次のとおり: 投資利益率が1未満で、かつインタレスト・カバレッジ・レシオが1未満の状態が3年以上続いた場合、ゾンビ企業とみなされる。

図10:
国別の起業件数の推移(対前年比、%)



出典: 各国データ、コファス

1990年代に日本で出現したこのゾンビ企業現象は、銀行がバランスシート上で損失を計上するのを避けるために、これらの不振にあえぐ企業の与信枠を更新する必要があったため、若くて成長の早い企業へ回すリソースが少なくなり、創造的破壊のプロセスを妨げてしまったことによって生まれたものである。倒産件数の減少、低金利及び企業の債務水準の上昇は、実際にはさらに多くのゾンビ企業が存在し、「日本化」のリスクが高まっていることを示唆しているが、実際の状況を把握するためには他の指標も分析する必要がある。

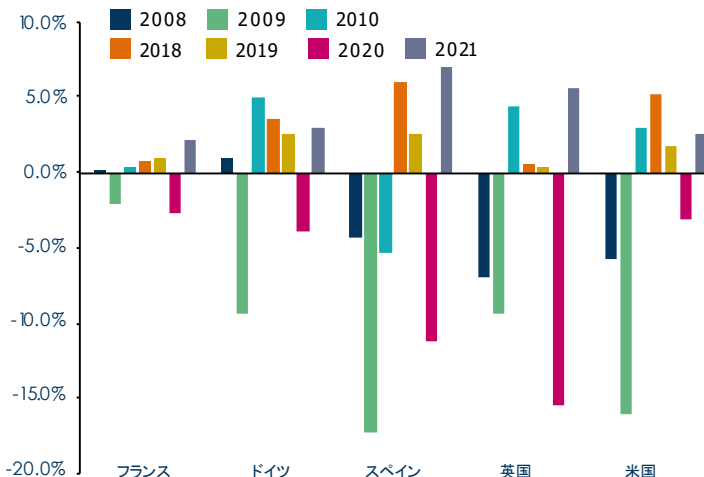
起業件数に関して言えば、最近の数字はヨーロッパ、特にフランスではむしろ楽観的な見通しを示唆するものである。2020年前半(特に第2四半期)に件数は急落し、これはあきらかにロックダウンなどの封じ込め策によるものであったが、その後第3四半期には対前年比で力強い回復が見られた(図10を参照)²⁰。この増加は米国ではさらに顕著であった。厳しい経済状況にもかかわらず起業件数が伸びているこの傾向は、主に二つの理由から説明が可能である。

- 部分失業率又は完全失業率が増加したことで、多くの人々は活動を続け自らのチャンスを作り上げるため、他の活動へ時間を費やさざるをえなくなった。この現象は特に、学校を卒業したばかりで労働市場の厳しい現状に直面した若い層に顕著に見られた。
- ニーズの進化と状況への適応。実際に、パンデミックは消費習慣を変え、新たなニーズを作り出した。小包配達などの一部のセクターにおいては、起業件数が急増した。

これらの二つの要因が大きな意味を持つ点では今年も変わらず、新たに多くの企業が創立されると思われる。

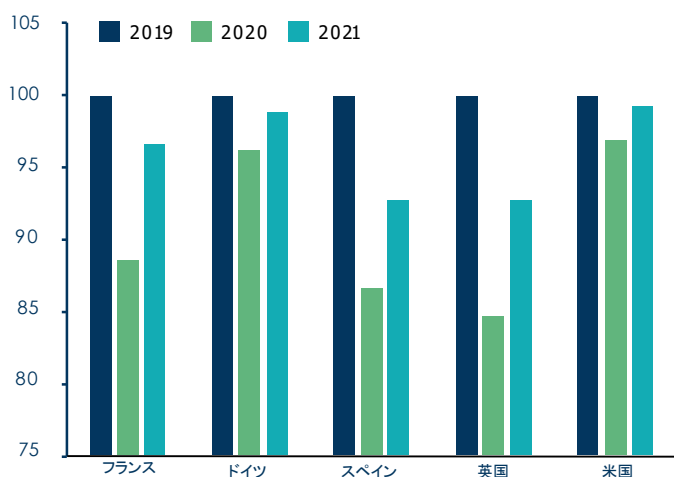
投資の活力も企業の「日本化」プロセスの進み具合を測る目安になる。「ゾンビ」企業は一般的に、債務が大きすぎて投資まで資金が回らない状況にある。これに関しては、2021年の見通しはもう少し状況が改善すると思われる。投資は実際に2020年には大幅に縮小したが、コファスの試算では、その下落幅は米国、ドイツ、イタリア、スペインでは2009年ほどは大きくないと思われる(図11を参照)。フランスでは、投資縮小の規模とGDPの減少は互いによく似たものとなるはずである²¹。GDPへのショックは2020年の方が大きかったものの、「伝統的な」不況の場合とは異なり、投資には成長の乗数効果はないものと見られる。しかし、今年になって部分的な回復は見られるものの、主要先進国において投資は年内には危機前の水準には戻らないとコファスでは予測している(図12を参照)。ソーシャルディスタンスを確保する措置が(少なくとも今年前半までは)続くことと、2020年のコスト削減及びプロジェクト取り消しの効果が遅れて現れることにより、回復のペースは鈍くなるだろう。さらに、後者はセクターごとに異なっている。デジタル化、電子商取引、テレワークの持続可能性などに関連する投資プロジェクトが優先される一方で、その他のプロジェクト(イベントやコミュニケーションなど)は依然として苦戦するものと思われる。

図11:
総固定資本形成の変化(対前年比、%)



出典: 各国データ、コファス

図12:
総固定資本形成の推移(2019年=100)



出典: 各国データ、コファス

20 フランスのデータには小規模企業が含まれる。

21 英国は例外で、EU脱退の形式が不確実なことがマイナス要因として働いている可能性がある。

囲み1:

2021年の新興市場諸国の金融政策: インドネシア、ロシア及びメキシコ以外は政策の実施できる余地は少ない

新興市場諸国: 金融政策は2020年には大幅に緩和された

新興市場諸国はコロナ禍の直接影響(ロックダウンやその他の規制)に対処しなくてはならないだけでなく、先進国に端を発した(特に貿易、コモディティ価格、観光及び送金などを通じて)間接的な影響にも苦しんでいる²²。明るい側面を見れば、これらの国の多くがヨーロッパや米国のような景気循環的な経済政策を、特に金融政策面では実施することができている。2008年にはそのような対応が可能な国はもっと少なかった。インフレ率ももっと高かった(しばしば中央銀行の目標値を上回った)ために、当時は取られる対策が限られていた。逆に2020年の初頭には、ほとんどの新興市場諸国でインフレ率は目標値を下回り、中央銀行の信用度が高いおかげでインフレ予測も安定化している。高インフレに直面している一部の国(具体的にはアルゼンチン、トルコ及びレバノン)を例外として、新興市場諸国の中央銀行は基準金利を平均で150ベース・ポイント引き下げている。

金利の引き下げや準備預金制度の緩和に加えて、新興国の15カ国以上の中央銀行が、公債や民間証券の購入を開始している。このケースは、中欧及び東欧(特にポーランド)、南米(チリ、コロンビア)、アジア(インドネシア、フィリピン)、アフリカ(南アフリカ、ガーナ)などの多くの国で見られる。これに関しては量的緩和の考え方が用いられているが、これらの新興市場諸国の緩和策の規模は先進国と比較するとはるかに小さい。

他にもいくつかの相違点がある。資産購入規模はもっと控えめであり(最大で各国GDPの5%程度)、また、中央銀行の計画は具体的な資産購入額の数値目標を立てているわけではなく、購入対象となる資産の

範囲も狭い。さらに、融資のコストを下げる目的ではなく、海外投資家が損失を発生した部分をカバーすること、国内の投資家にその埋め合わせをするだけの時間を与えることを目的としている。そのため、ポーランドを例外としてその規模は小さい。それでも、この金融緩和策は金融市場に安心と安定を取り戻させる助けとなっており、金融政策に景気循環的な役割を与えている。

2021年には、政策の実施できる余地は少ない

どの新興市場国が2021年も金融緩和の恩恵を受けることができるかを見極めるために、コファスでは中央銀行による政策の実施の余地が残っているかを示す4つの指標を選んだ。

- 1)実質金利(中央銀行の基準金利からインフレ率を引いたもの)がプラスで、25ベース・ポイント以上であること。
- 2)外的制約が存在しないこと。
 - a. 変動為替相場制をとっていること。
 - b. 経常収支が黒字であること又はわずかに赤字であること(GDPの3%未満)。
 - c. 外貨準備高の水準が適切であること(輸入3カ月分)。

この4つの基準をクリアしていれば、その国の中央銀行には2021年も国内経済を支えるのに十分な余地があるとコファスが考えている。最終的には、分析を行った23カ国のうち、上記に当てはまったのはインドネシア、メキシコ、ロシアの3カ国のみであった。

表1:
新興経済国の金融政策の余力

国	実質金利	変動為替相場	2020年の経常収支 (GDPに占める割合)	外貨準備高 (輸入の数か月分)	金融政策の余力
アルゼンチン					
ブラジル					
チリ					
中国					
コロンビア					
エジプト					
インド					
インドネシア					
ヨルダン					
クウェート					
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					
カタール					
ロシア					
サウジアラビア					
南アフリカ					
トルコ					
アラブ首長国連邦					
ベトナム					

出典: 各国データ、コファス

基準: 0.25%

基準: -3%

基準: 3カ月

22 <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Focus-COVID-19-swings-the-spotlight-back-onto-emerging-countries-debt>

図み2:

コファスのセクターリスク評価

コファスのセクターリスク評価は、3つの柱と8つの基準からなる。統計モデルは、特定の国又は地域のセクターの最終的なリスク評価を導くため、各基準に相対的な重み付けをする²³。

柱1-コファスの専門知識と支払い状況のデータ

- セクター別の未払い率: この基準からは、コファスが分析する各国の各セクターの企業の、(前四半期の)支払遅延通知と支払い上の問題の変化に関するコファスのデータが含まれている。
- セクター別の債務不履行の割合の変化予測: 世界レベルで13セクターについて取得。過去のデータはコファスのデータベースから抽出されている。これらの予測は統計モデリング法を用いて行っている。
- コファスの専門アナリストによる評価: それぞれのポートフォリオの担当地域のセクターに関する専門知識に基づく。

柱2-対外財務データ予測

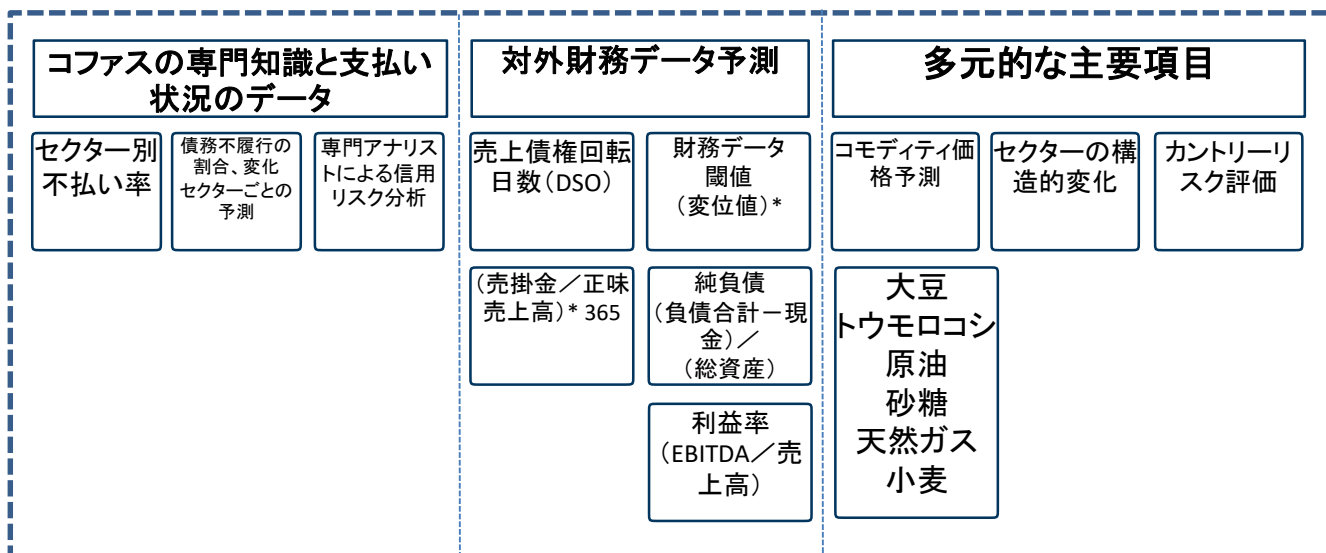
- 売上債権回転日数(DSO): DSOは、セクター内の企業が売上げ完了後に支払いを回収するまでに何日を要するかの平均を示している。この指標は、主要上場企業からかかる支払いに関する圧力を予測するのに役立つ。

- 財務成績基準: コファスは、セクターリスク評価を発表している各国の各セクターの上場企業の純負債及び利益率に関する予測を立てている(図13を参照)。上記の割合の変化に伴う潜在的リスクを分析するため、一連の数字を変位値に分離して精度を上げることで基準の分析を行う。

柱3-多面的な主要項目

- コモディティ価格予測: これらの予測は統計モデリング手法を用いて行っている。本レポートの時点では、図13で言及されているコモディティに関してのみ、予測期間を6カ月として示されている。結果は四半期ごとに更新される。
- セクターの構造的変化: この基準は、基準品目²⁴を通じて、特定のセクターで企業が世界的に直面する構造的な変化に伴うリスクを把握することを目的としている。セクターの構造的な変化を評価するために用いられる内部基準品目に組み込まれる変化としては、以下の要因が含まれる: 気候変動とそれに伴う規制がセクターに及ぼす影響、外的ショックに対する脆弱性、イノベーションの水準、セクター内の参加者にとつての潜在的法的リスク。
- コファスのカントリーリスク評価(CRA)は四半期ごとに更新され(カントリーリスク・マップを参照)、特定の国のセクターリスク評価と関連付けられる。

図13:
コファスのセクターリスク評価の方法論



23 コファスでは、世界の6地域28カ国のセクターリスク評価を行っており、世界経済の約88%をカバーしている。
24 これに伴う内部基準品目は、コファスの経済研究部が作成している。

図み3:

ICT²⁵: パンデミックにおいて最も回復力があり戦略的なセクター

ICTセクターの限界のない拡大: メディア・セグメントはCOVID-19危機の最大の恩恵を受けた

ICTセクターの収益性は、危機の間も上昇曲線を描き続けたが、この傾向は年内は続く予想される(図14を参照)。コファスがセクターリスク評価を公表しているセクターとしては特異なことだが、ICTセクターではすべてのセグメントにおいて、企業の純負債水準が危機の開始以後下がりに続けている。この傾向は年末まで続く予想される(図15を参照)。パンデミックによって生じた移動制限は、ICTセクターの他のセグメントとは対照的に、引き続きメディア・セグメントには有利に働く。地域によって差はあるものの、これらのセグメントの大半は、COVID-19の危機により(アジアにおける最初のロックダウンの波の間に)ロックダウン措置が誘発した、需要と、それよりはやや小さいとはいえ供給にも与えた二重のショックの影響を受けた。ロックダウン措置は、2020年の後半には主要経済国を含む全世界のおよそ半数近くの国で実施された。供給は、工場が閉鎖されたことで突然の生産停止やサプライチェーンの混乱などの影響を受けた。家庭と企業の両面での消費の落ち込みは需要を冷や込ませた。

その結果、個人は一層自宅に引きこもることを余儀なくされた。そのため、特にエンターテインメントの供給などの新たなメディアへの関心が高まり、需要を押し上げる結果となった。この強い需要によって供給が活性化し、生産も増加した。コファスでは、世界各国の当局が引き続き可能な限りテレワークとソーシャルディスタンスの確保を推奨するこの状況を考慮し、特に各国政府の保健専門家の分析により、感染レベルが懸念される水準にまで高まるようであれば、今後も活発な需要が続くと予想する。テレワークを含めたこの状況は、ライフスタイルと働き方の変化を加速させる可能性が高く、この種の製品の需要を長期にわたって支え続けると考えられる。

電気通信、電子機器及びコンピュータ・ハードウェアの各セグメントは今年も回復傾向が続くものと考えられる。上記のセグメントにおける回復の初期兆候は既に2020年第3四半期から認められており、WSTS²⁶の報告書によれば、(たとえば電子機器やコンピュータ・デバイスを組み立てるのに必要不可欠な)半導体の出荷は2020年10月には全世界で対前年比3%増となっている。半導体需要は特に供給の不足が目立ち、年初からの需要の強い押し上げにより、世界の自動車セクターに影響を与えている。これもまた、ICTセクターの活力を示す一例である。実際、ICTは北米や西欧などの主要市場において「中リスク」水準にとどまっている数少ないセクターの一つである(セクターリスク評価のセクションを参照)。

世界でも最も革新的で収益性の高い企業はICTセクターに属する。

今回の危機は、ICT企業及びその製品の主導的かつ戦略的な役割を明らかにした。実際にICT製品及びアプリは、伝統的なメディア・プラットフォームやコンピュータの利用の範囲を大幅に超えて広がっている。ICT企業が提供する製品及びサービスと、企業の伝統的な事業活動との境界はますます曖昧になってきている。食品デリバリー・アプリから自動車まで、すべてのセクター及び活動は、この技術革新の影響を受けている。一方では、ICTセクター企業がその革新を他のセクターにまで広げていく動きが続いている。たとえば、製薬セクターに投資をしているGoogleやAmazonの例がこれに該当する。

図14: ICTセクターの様々なセグメントの収益性の予測(%)

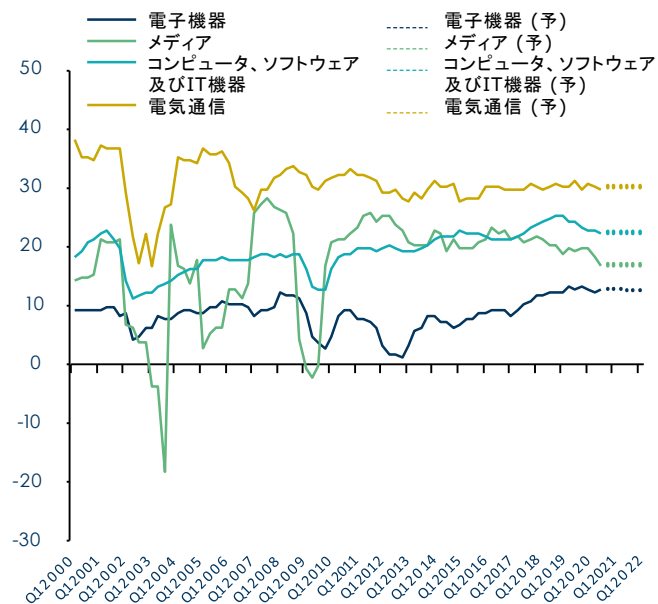
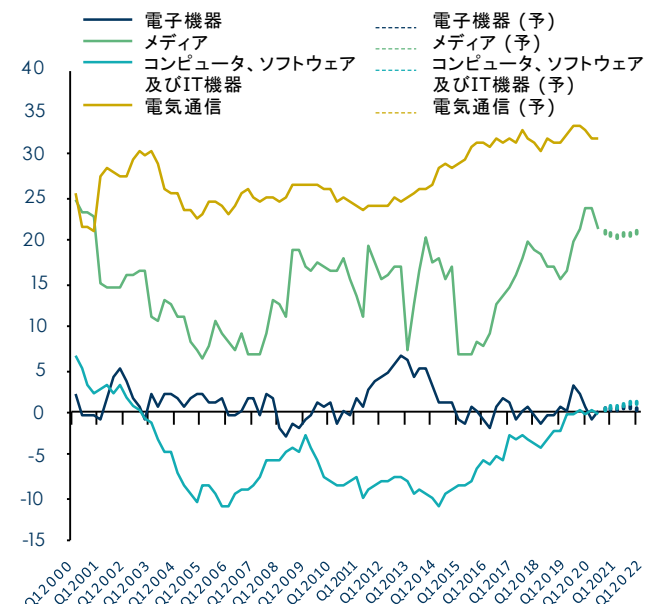


図15: ICTセクターの様々なセグメントの純負債の予測(%)



出典: Refinitiv Datastream、コファス - 予測期間は2020年第4四半期から2022年第1四半期まで

25 コファスの方法論では、情報通信技術(ICT)セクターには、電気通信、電子機器、メディア及びコンピュータ・ソフトウェア・IT機器のセグメントが含まれる。

26 世界半導体市場統計(WSTS): WSTSは世界の半導体産業における主要企業で構成される専門機関であり、半導体市場の統計データ作成に関する国際標準組織である。

Googleの親会社であるAlphabet社は、特にバイオエレクトロニクス医薬品の研究を行う2つの企業を(2013年と2015年に)設立している。2020年後半、Amazonはオンライン薬局サービスを米国で開始すると発表した。その一方で、ICT企業と他のセクターで事業活動を展開する企業との提携も増えている。最近、電気自動車大手のテスラと米国のICTグローバル企業であるAppleが提携を発表したのもその好例である。この提携は自動運転車の開発を目指したものである。ドイツのグローバル企業であるフォルクスワーゲンのCEOが昨年末に語ったように、伝統的な自動車メーカーはテクノロジー大手を自分たちの主な競合相手とみなしている。

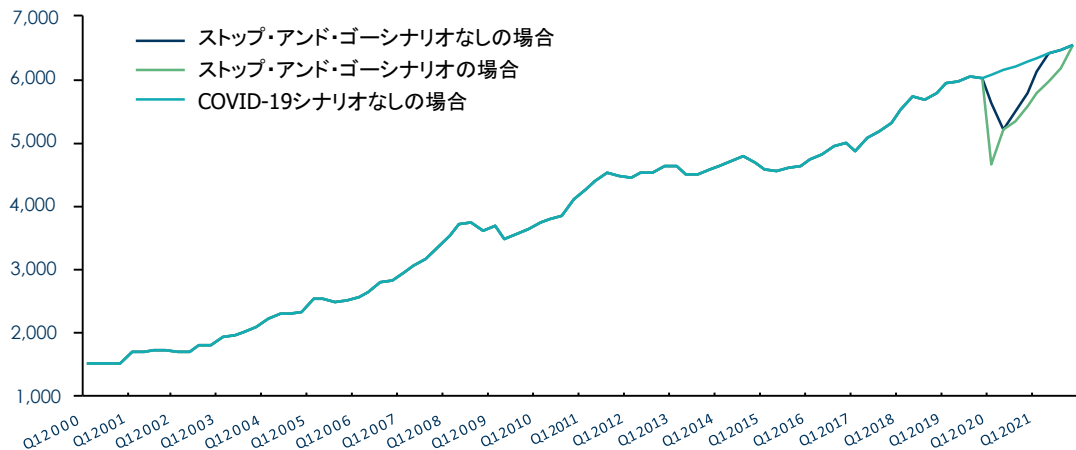
そのため、こういった背景を考えると、様々なICT製品の需要は中長期的に見ても引き続き高い水準を維持すると思われる。COVID-19危機がICTの売上高に及ぼした影響に関するコファスの予測を示した図16にあるように、ICT企業の総合売上高は2021年にはCOVID-19前の水準に戻る可能性が高い。メディア・セグメントのように、むしろ業績を伸ばすケースすらあるだろう。テクノロジー大手、FAANG(Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google)は昨年は業績を急速に伸ばしたが、この傾向は今後も続くと考えられる。

COVID-19前からの課題も残る:FAANGは主要市場における規制強化を逃れることはできない

米中間で続く激しいイノベーション競争がICT企業の運営にも波及効果を及ぼしている(中国での米国プロバイダーのアプリの禁止に対する報復としての米国領土内での中国企業の営業禁止など)²⁷こと以外にも、テクノロジー大手にとっての大きな課題の一つとして、規制面での問題がある。そ

のため、米国企業を巡るスキャンダルが何件か続いた後、ICT企業にとって規制環境は特に消費者データ保護に関して、今後数年のうちに急速に厳しいものになっていくはずである。COVID-19危機のために、特に感染経路を明らかにするためのCOVID-19の症例の追跡に関して、テクノロジー企業のIT能力が複数の国で求められている。これらのツールは緊急時、かつ公益のためにのみ使用されるべきである。緊急事態が過ぎれば、これらのデータは入手できなくなるようにしなくてはならない。しかしそうするためには、(特に先進経済国の)政府は透明性とプライバシーを保証するため、個人データ保護に関する法的枠組みを強化又は実施することが考えられる。ヨーロッパや北米などの重要な市場におけるデータ保護の基準が強化され続けていけば、ICT大手のビジネスモデルにも影響を与え、市場の細分化をも促進させることになる。データ保護の規則は、例えば米国内でも州ごとに、あるいは世界の地域によって異なっている場合があるが、その一方で大規模なICT企業は世界規模で事業を展開している。大規模な多国籍メディア企業も、言論の自由に関する規面での課題に直面する可能性が高い。テクノロジー大手企業制が陰謀論の拡散に加担したという批判を受け、たとえばFacebookでは先手を打って、2020年の大統領選挙期間の数週間後に、デマの拡散に使用される特定のハッシュタグをブロックするという手段を講じた。さらに、大手ソーシャルメディア(Facebook, Twitter)はすべて、今年1月のトランプ前大統領支持者による米国の国会議事堂襲撃のきっかけとなった彼のスピーチの後、アカウントを停止した。この動きは、国内の平和的な政権移行に貢献する試みであった。

図16: 様々なコファスシナリオに基づくICT*企業の売上高推移予測



* 使用されたデータはDatastream Refinitivデータベースから取得した上場企業のもの。
 出典: Datastream Refinitiv, コファス - 2021年第4四半期現在

27 2021年2月のコファスによるICTセクターに関するグローバル・セクター・トレンド・ノートを参照。

図み4:

再生可能エネルギー： COVID-19にもかかわらず、見通しは明るい²⁸

エネルギー大手と各国政府は、化石燃料から再生可能エネルギーへの移行を見据えている。

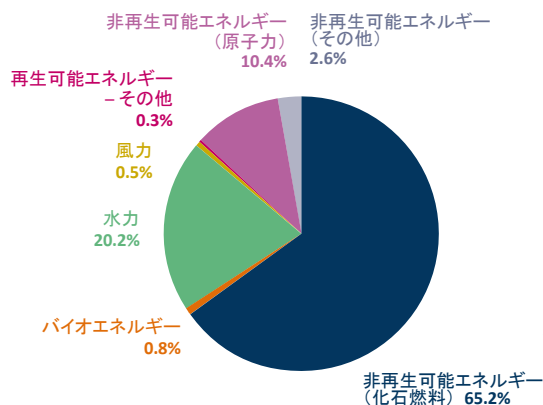
の開発を後押しする可能性がある。

再生可能エネルギーは過去20年にわたって、特に発電の分野で強化され(図17を参照)、石炭、石油、原子力といった伝統的なエネルギー源に代わって市場シェアを拡大させている。国際再生可能エネルギー機関(IRENA)によれば、再生可能エネルギーは2000年には全世界の電力設備容量の21.8%を占めていたのが、2019年にはその割合は34.7%にまで拡大している。中国は再生可能エネルギーの主要生産国であり、エネルギー転換の分野で世界をリードしている(図18を参照)。これに関しては、再生可能エネルギーをグリッドに組み込むことは先進国であろうと新興経済国であろうと、世界各国の政府にとってもはや選択肢ですらない。ただし、一部の地域では依然として強い逆風にさらされている。伝統的に水力が再生可能エネルギーの主力であった中南米のような新興市場においても、コストパフォーマンスの高さから太陽光や風力のプロジェクト開発が加速している。例えば米国のような先進経済国では、連邦レベルと州レベルの両方で再生可能エネルギーの開発がスピードアップしている。例えば最近でも、ニューヨーク州とノルウェーに本社を置くEquinor社との間に(90億米ドル相当の)大型洋上風力発電契約が締結されている。連邦レベルでは、バイデン大統領は選挙運動中に、米国において2050年までに100%クリーンエネルギーの経済とゼロ・エミッションを達成することを目指すとして述べていた。上院と下院の両方で僅差の過半数を確保した民主党は、この分野で野心的な改革を議会を通し、再生可能エネルギー

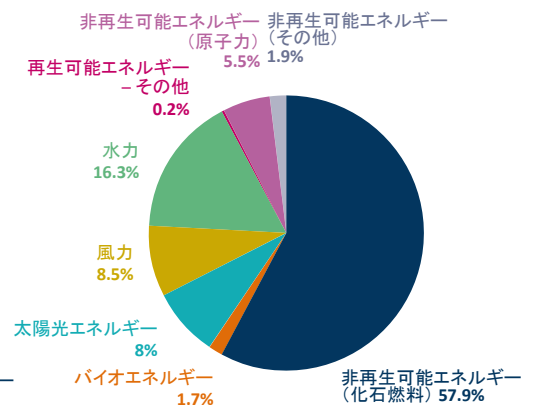
その一方、化石エネルギーは以前から根強く続く弱点²⁹を抱えたまま、この危機に直面した。これには、気候変動への対処を求める強い世論という流れの中での、構造的に数年にわたって続いている需要の低下や、化石エネルギー関連活動による環境への負荷なども含まれる。国際エネルギー機関(IEA)によれば、2021年の石油需要は、2019年と比較して平均で一日当たり30億バレル低下すると見られる。供給サイドに関しては、OPECプラス諸国は2020年12月に、2021年1月から石油生産の減産措置を限定的に縮小することで合意し、1月以降は石油生産の減産を一日当たり770万バレルから720万バレルへと変更する。ロックダウン措置の緩和後に世界の経済活動が少しずつ戻ってきていることから、石油製品の消費も回復している。それでもなお、航空産業の事業活動の激減は、今後も石油需要に重くのしかかるであろう。液化天然ガス(LNG)³⁰の状況は炭化水素よりもやや恵まれているが、それでもやはり、COVID-19危機の波及効果の打撃を受けた。COVID-19危機と需要の落ち込みは、このサブセクターがここ数年間直面してきた過剰生産能力の問題をさらに浮き彫りにしている。しかし、LNGに関してはいくつかのバツファも働いている。危機にもかかわらず、2020年11月には対前年比で32%の伸びを記録した中国の需要がLNGの輸入を押し上げている。さらに米国のエネルギー省によれば、ヨーロッパと中国からの需要は特にこれらの地域の冬季になって回復している。

図17:
世界の電力マトリクス - 設備容量(全体に占める割合)

2000年



2019年



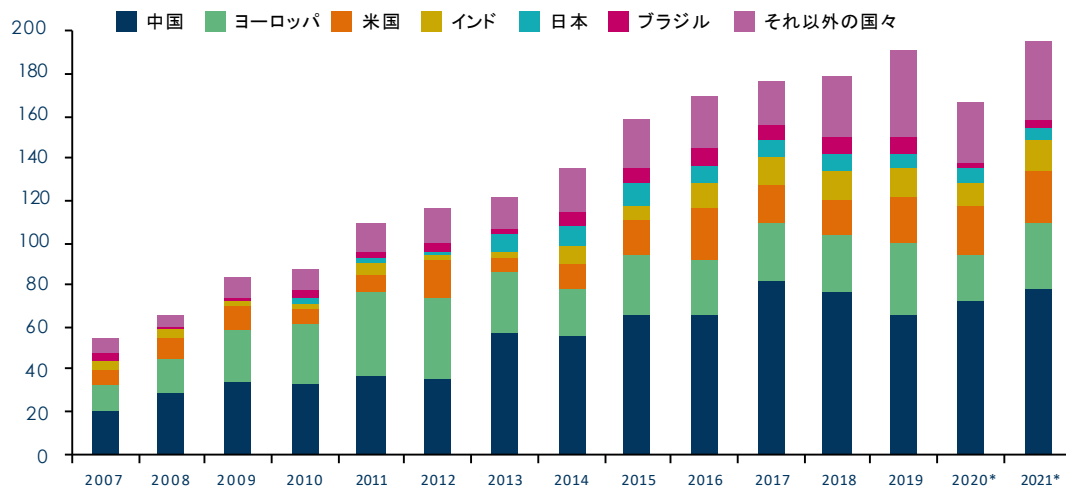
出典:IRENA、コファス

28 2020年8月のコファス・パノラマの次の記事も参照:[Global renewable energies climb despite COVID-19](#), by K. Ait-Yahia and P. Krause

29 2021年2月のエネルギーに関するコファスの[グローバル・セクター・ノート](#)を参照。

30 2019年6月のコファス・フォーカスの次の記事も参照:[An unsure future for natural gas: How risks could derail the current boom](#), by K. Ait-Yahia,

図18:
国別の再生可能エネルギーの設備増強の推移



出典：IEA、2007年から2021年までの再生可能エネルギー容量追加、最新のIEA予測、IEA、パリ、*IEA予測

技術革新も、世界の再生可能エネルギーの明るい将来を示唆している。

上記の理由から、世界の再生可能エネルギー活動は危機の間も継続するものと予想される。それでもなお、パンデミックが特に2020年前半に、このサブセグメントにおいてサプライチェーンの混乱と労働力確保の困難を招き、さらに資金調達をも難しくした。そのため、先行きの不透明さのために新規プロジェクトの承認に遅延が生じた。再生可能エネルギーの開発はCOVID-19危機のために減速したものの、コファスではこのセクターの回復力は化石燃料を上回ると考えている。第一に、前述のように再生可能エネルギーの開発は各国政府の戦略計画の中で優先順位が高い。さらに、景気刺激策という形での公的支援の対象となるセクターでもある。

第二に、発電における技術革新が今後も再生可能エネルギーの拡大に追い風になると考えられる。伝統的なエネルギー源を使用する場合は、再生可能エネルギープロジェクトへのバッテリーの組み込みや分散型発電などのイノベーションによる「新たな現実」に対処する必要がある。再生可能エネルギーの利用拡大は、手頃なエネルギー価格を維

持しつつクリーンエネルギーを使うという政府及び世論の意向に沿ったものであるため、これらのイノベーションは中長期的には伝統的なエネルギー源の使用にとって脅威となりうる。

最後に、企業はその社会的責任(CSR)の一環として、また、規制強化への対応として、環境へ与える影響を低減する必要があるため、一部のセクターの企業は再生可能エネルギーの利用を強化する他に選択肢がない状況である。これは化学や金属など、その事業活動の性質上どうしても環境への影響が大きくなる企業に当てはまる。製紙、木材、ICTなどのセクターの企業も(電力消費量の大きいデータセンターなどの集中的な活動を考えれば)、今後の再生可能エネルギーの需要の下支えに貢献するだろう。その結果、これらのセクターの企業は事業活動が環境に与える負荷を削減する大きな圧力に対処しようとして、例えば太陽光パネルを屋上に設置するなどの対策をとるようになる。また、バッテリーシステムに関連した電力貯蔵のパイロットプロジェクトにも注力している。企業が再生可能エネルギーからの電力調達を行うことも、ヨーロッパ、アジア、北米だけでなく新興市場諸国でも実際に増えており、今後もこの傾向は続くと考えられる。

カントリーリスク 評価の更新

国		前回の評価		現在の評価
台湾		A3	↗	A2
チモール		E	↗	D
アゼルバイジャン		B	↘	C
モンゴリア		C	↘	D

債務
不履行
リスク

 低リスク

 中リスク

 高リスク

 超高リスク

↗ 格上げ

↘ 格下げ

セクターリスク 評価の更新

(Q4 2020)

地域ごとのセクターリスク評価

	アジア・パシフィック	東中欧	中南米 ^a	中近東+トルコ	北米	西欧
農業食品	▲	▲	▲	▲	▲	▲
自動車	▲	▲	▲	▲	▲	▲
化学	▲	▲	▲	▲	▲	▲
建設	▲	▲	▲	▲	▲	▲
エネルギー	▲	▲	▲	▲	▲	▲
ICT*	▲	▲	▲	▲	▲	▲
金属	▲	▲	▲	▲	▲	▲
製紙	▲	▲	▲	▲	▲	▲
医薬品	▲	▲	▲	▲	▲	▲
小売	▲	▲	▲	▲	▲	▲
繊維・衣料	▲	▲	▲	▲	▲	▲
運輸	▲	▲	▲	▲	▲	▲
木材	▲	▲	▲	▲	▲	▲

* 情報通信技術
出典: コファス

債務不履行リスク

- ▲ 低リスク
- ▲ 中リスク
- ▲ 高リスク
- ▲ 超高リスク
- ▲ 格上げ
- ▲ 格下げ

アジア・パシフィック

	アジア・パシフィック	オーストラリア	中国	インド	日本	韓国
農業食品	▲	▲	▲	▲	▲	▲
自動車	▲	▲	▲	▲	▲	▲
化学	▲	▲	▲	▲	▲	▲
建設	▲	▲	▲	▲	▲	▲
エネルギー	▲	▲	▲	▲	▲	▲
ICT*	▲	▲	▲	▲	▲	▲
金属	▲	▲	▲	▲	▲	▲
製紙	▲	▲	▲	▲	▲	▲
医薬品	▲	▲	▲	▲	▲	▲
小売	▲	▲	▲	▲	▲	▲
繊維・衣料	▲	▲	▲	▲	▲	▲
運輸	▲	▲	▲	▲	▲	▲
木材	▲	▲	▲	▲	▲	▲

* 情報通信技術
出典: コファス

東中欧

	東中欧	チェコ	ポーランド	ルーマニア
農業食品	▲	▲	▲	▲
自動車	▲	▲	▲	▲
化学	▲	▲	▲	▲
建設	▲	▲	▲	▲
エネルギー	▲	▲	▲	▲
ICT*	▲	▲	▲	▲
金属	▲	▲	▲	▲
製紙	▲	▲	▲	▲
医薬品	▲	▲	▲	▲
小売	▲	▲	▲	▲
繊維・衣料	▲	▲	▲	▲
運輸	▲	▲	▲	▲
木材	▲	▲	▲	▲

* 情報通信技術
出典: コファス

債務
不履行
リスク

- ▲ 低リスク
- ▲ 中リスク
- ▲ 高リスク
- ▲ 超高リスク
- ▲ 格上げ
- ▲ 格下げ

中南米

	中南米	アルゼンチン	ブラジル	チリ	メキシコ
農業食品	▲	▲	▲	▲	▲
自動車	▲	▲	▲	▲	▲
化学	▲	▲	▲	▲	▲
建設	▲	▲	▲	▲	▲
エネルギー	▲	▲	▲	▲	▲
ICT*	▲	▲	▲	▲	▲
金属	▲	▲	▲	▲	▲
製紙	▲	▲	▲	▲	▲
医薬品	▲	▲	▲	▲	▲
小売	▲	▲	▲	▲	▲
繊維・衣料	▲	▲	▲	▲	▲
運輸	▲	▲	▲	▲	▲
木材	▲	▲	▲	▲	▲

* 情報通信技術
出典: コファス

中近東+トルコ

	中近東+トルコ	イスラエル	サウジアラビア	トルコ	UAE
農業食品	■	■	■	■	■
自動車	■	■	■	■ ↗	■
化学	■	■	■	■ ↗	■
建設	■	■	■	■	■
エネルギー	■	■	■	■	■
ICT*	■	■ ↗	■	■	■
金属	■	■	■	■	■
製紙	■	■	■	■	■
医薬品	■	■	■	■	■
小売	■	■	■	■	■
繊維-衣料	■	■	■	■	■
運輸	■	■	■	■	■
木材	■	■	■	■	■

* 情報通信技術
出典: コファス債務
不履行
リスク

低リスク



中リスク



高リスク



超高リスク



格上げ



格下げ

北米

	北米	カナダ	米国
農業食品	■	■	■
自動車	■ ↗	■ ↗	■ ↗
化学	■	■	■
建設	■ ↗	■	■ ↗
エネルギー	■	■	■
ICT*	■	■	■
金属	■	■	■
製紙	■	■	■
医薬品	■	■	■
小売	■	■	■
繊維-衣料	■	■	■
運輸	■	■	■
木材	■	■ ↗	■

* 情報通信技術
出典: コファス

西欧

	西欧	オーストリア	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	スペイン	スイス	イギリス
農業食品	■	■	■	■	■	■	■	■	■
自動車	■▲	■▲	■	■▲	■	■▲	■	■	■
化学	■▲	■	■	■▲	■	■	■	■	■
建設	■	■	■	■	■	■	■▲	■▲	■▲
エネルギー	■	■	■	■	■	■	■	■	■
ICT*	■	■	■	■	■	■	■	■	■
金属	■	■	■	■	■	■	■	■	■
製紙	■	■	■▲	■	■	■	■	■	■
医薬品	■	■	■	■	■	■	■	■	■
小売	■	■	■	■	■	■	■	■	■
繊維・衣料	■	■	■	■	■	■	■	■▼	■
運輸	■	■	■▼	■	■▼	■	■▼	■	■▼
木材	■	■	■▲	■	■	■	■	■▲	■

* 情報通信技術
 出典: コファス

債務
 不履行
 リスク



低リスク



中リスク



高リスク



超高リスク



格上げ



格下げ

他の国

	ロシア	南アフリカ
農業食品	中リスク	中リスク
自動車	高リスク	超高リスク
化学	中リスク	高リスク
建設	高リスク	超高リスク
エネルギー	高リスク	高リスク
ICT*	中リスク	高リスク
金属	高リスク	超高リスク
製紙	中リスク	高リスク
医薬品	中リスク	中リスク
小売	高リスク	高リスク
繊維・衣料	高リスク	超高リスク
運輸	高リスク	超高リスク
木材	高リスク	高リスク

* 情報通信技術
出典: コファス債務
不履行
リスク

低リスク

中リスク

高リスク

超高リスク

格上げ

格下げ

2020年第4四半期
世界経済の状況
を解説する

coface
FOR TRADE

コファス経済関連
レポートは、以下の
URLから入手可能
www.coface.jp

Follow us on



162か国を詳しく調査

独自の評価手法

- カントリーリスク評価にマクロ経済学の専門知識を活用
- 企業を取り巻く事業環境の考慮
- 支払関連の経験について、75年以上マイクロ経済学的データを収集

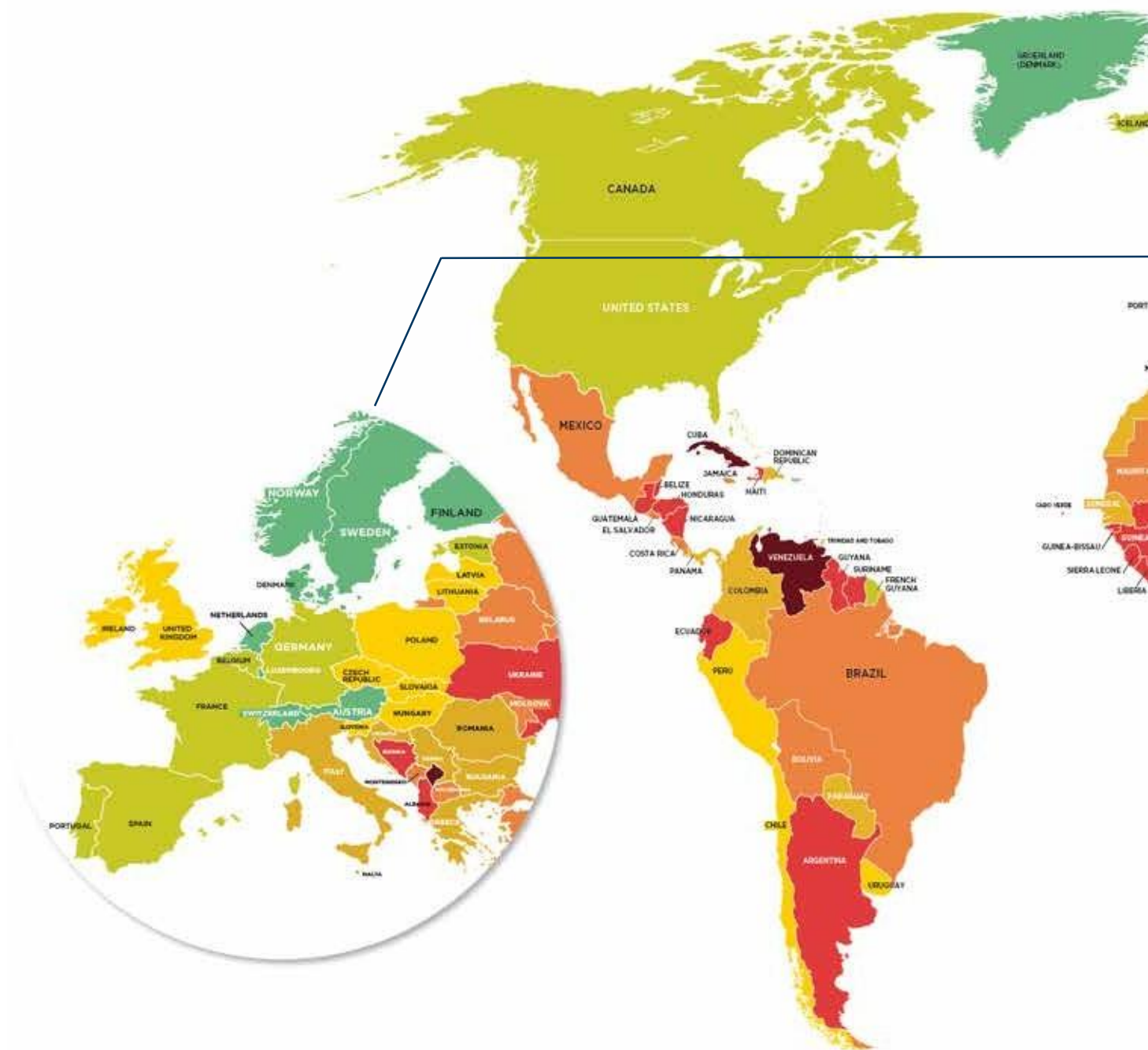
BUSINESS DEFAULTING RISK



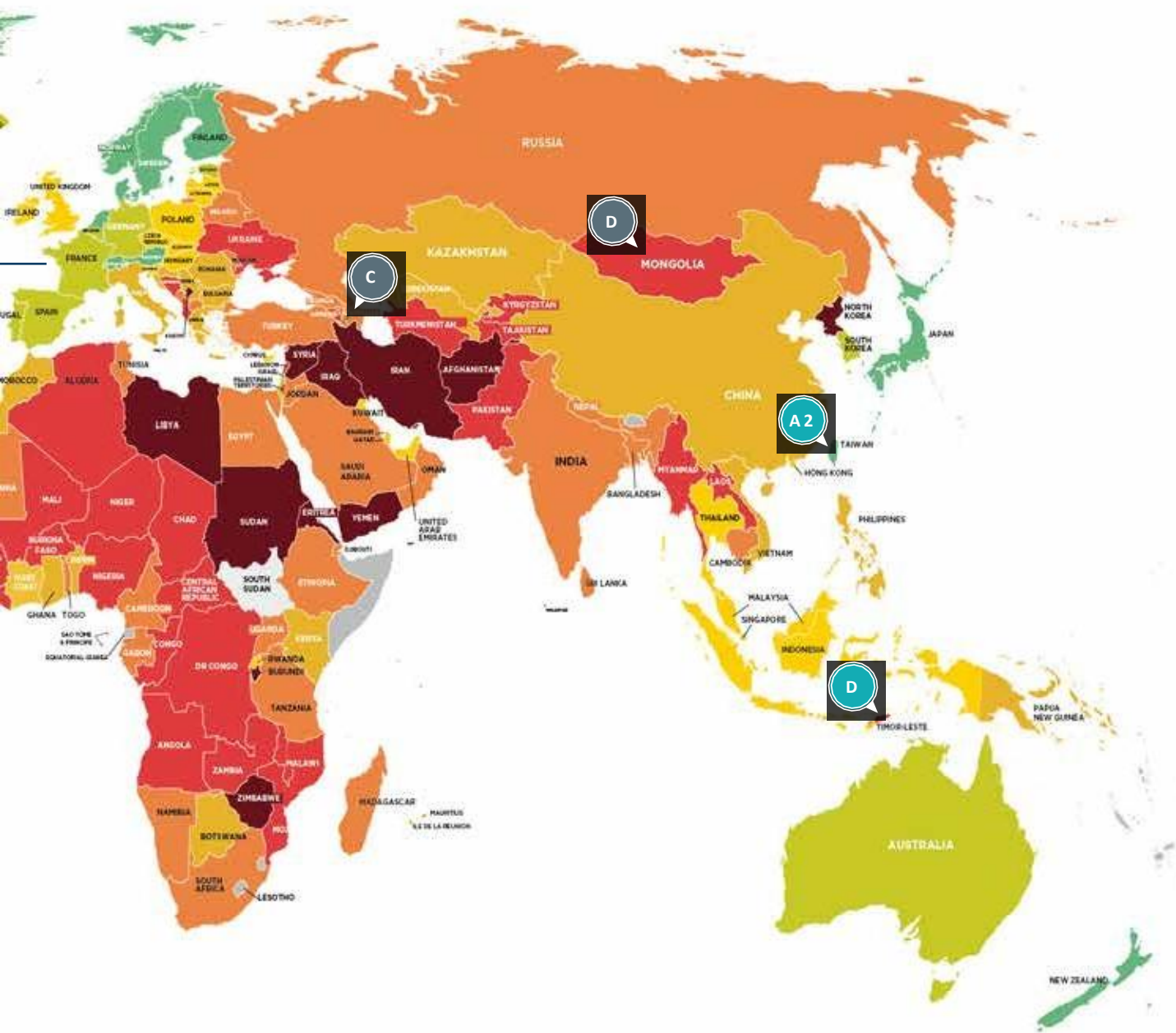
格上げ



格下げ



リスク評価マップ



セクターリスク評価 2020年第4四半期

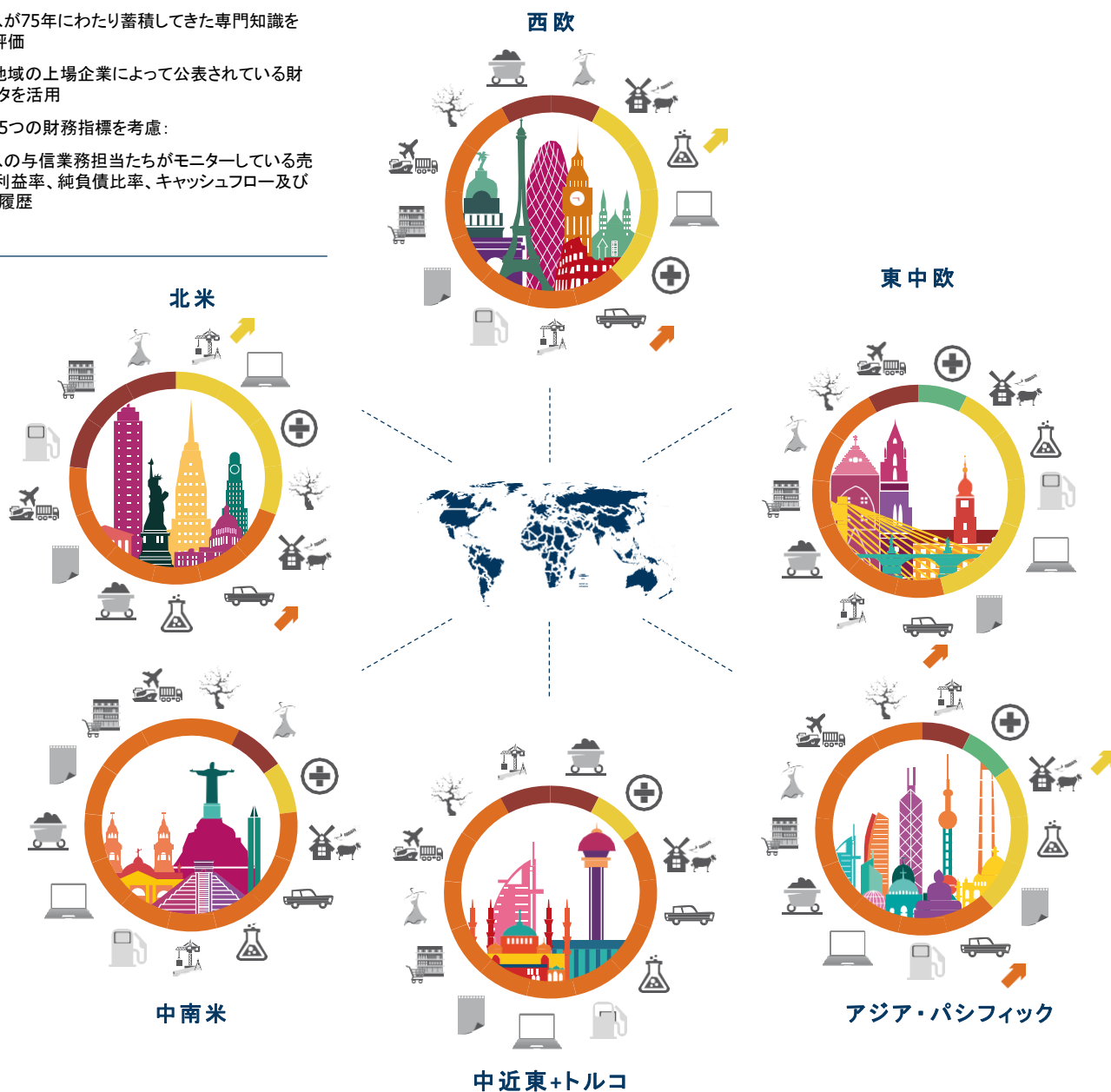
世界の13の主要セクターを評価

コファスが75年にわたり蓄積してきた専門知識をもとに評価

6つの地域の上場企業によって公表されている財務データを活用

以下の5つの財務指標を考慮:

コファスの与信業務担当たちがモニターしている売上高、利益率、純負債比率、キャッシュフロー及び不払い履歴



- | | | |
|-------|-----|-------|
| 農業食品 | ICT | 繊維・衣料 |
| 自動車 | 金属 | 運輸 |
| 化学 | 製紙 | 木材 |
| 建設 | 医薬品 | |
| エネルギー | 小売 | |

* 情報通信技術

- 格上げ
- 格下げ



コファス経済研究チームのエコノミスト

Julien Marcilly
Chief Economist
Paris, France

Sarah N'Sondé
Head of Sector Analysis
Paris, France

Bruno De Moura Fernandes
Economist, UK, France,
Belgium, Switzerland
and Ireland
Paris, France

Bernard Aw
Economist, Asia-Pacific
Singapore

Christiane von Berg
Economist,
Northern Europe
Mainz, Germany

Dominique Fruchter
Economist, Africa
Paris, France

Erwan Madelénat
Sector Economist and
Data Scientist
Paris, France

Grzegorz Sielewicz
Economist, Central &
Eastern Europe
Warsaw, Poland

Khalid Ait-Yahia
Sector Economist and
Statistician
Paris, France

Marcos Carias
Economist, Southern
Europe
Paris, France

Patricia Krause
Economist, Latin America
São Paulo, Brazil

Ruben Nizard
Economist, North America
Toronto, Canada

Seltem Iyigun
Economist, Middle East
& Turkey
Istanbul, Turkey

With the help of Aroni Chaudhuri
Coordinator & Junior Economist
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る。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る。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ない。情報、分析及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ある。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する。コファスは、読者が情報、分析及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する。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、読者が全責任を負う。この文書及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ある。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るが、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、データの変更・修正を行わないことを条件とする。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、複製を禁ずる。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されたい。
<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>

コファスジャパン信用保険会社
Tel:03-5402-6100
Mail: marketingjp@coface.com
www.coface.jp