

# コファス経済関連 レポート

2022年2月

カントリー・セクターリスク バロメーター2021年第4四半期



コファス  
経済調査  
チーム

## 世界的な景気回復は2022年も続いているが、 前途は多難

新型コロナウイルス発生から2年、世界経済は回復を続けているが、依然として大きな課題に直面している。第3四半期の比較的小康状態の後、オミクロン株の出現と世界中のあらゆる地域への急速な感染拡大は、ワクチン接種の進歩にもかかわらず、新型コロナウイルス感染拡大の予測不可能性を浮き彫りにした。その結果、大多数の国では、この冬、医療環境でまた新たな制限措置を実施しなければならなくなった。しかし、一部の欧州諸国では部分的なロックダウンが導入されているものの、ほとんどの国ではこれまでのような抜本的な対策はとられていない。その結果、航空輸送、観光、ホテル、レストランなどの直接的な影響を受ける部門では、特にマイナスの影響が残っているものの、経済への直接的な影響は、新たな波が加わるたびに小さくなっている。言い換えれば、世界は新型コロナウイルスと共存することを学んだのだ。

にもかかわらず、この新たな波は、世界的な景気回復に影響を及ぼす主要な要因の一つであるサプライチェーンの混乱を悪化させた。当初は自動車産業に影響を及ぼしていた供給困難が、製造業と建設業の大部分に拡大し、2022年初頭には特に深刻な状態が続いている。正常状態に戻る時期を予測するのは難しいが、上半期からの段階的な経済緩和に対するコファスがごく最近まで発表してきた見通しは楽観的すぎたように思われる。サプライチェーンの混乱はたとえ新型コロナウイルス感染拡大の影響による圧力が確実に緩和されたとしても、来年

の夏までには解決されないだろう。コファスがこれまでのバロメーターレポート<sup>1</sup>で強調してきたもう一つの主要なリスク、すなわち持続的なインフレ率の低下が(特に供給の短期的な停滞と地政学的な緊張に煽られた商品価格の上昇が拡大するに比例して)ますます重要になってきている。エネルギー価格に支えられながら、企業が生産コストの上昇を消費者価格に転嫁するため、インフレは多くの先進国の製造業価格に強固に依存している。ただし、コア・インフレ率は米国と英国では非常に高いものの、引き続き抑制されているため、インフレの動向は国によって様ではないことに留意する必要がある。ほとんどのユーロ圏諸国では、基礎となるインフレ圧力は平均して極めて弱いままである。このような不均一性は、明らかに欧米(とイギリス)の両側の間で金融政策の相違をもたらし、それはすでに金融市場に大きな影響を与えており、国際的なキャッシュフローにさらに影響を与える可能性がある。実際、ECBは様子見の姿勢を崩しておらず、今後も資産買い入れを停止しないと発表しているが、イングランド銀行は12月にすでに金利を引き上げている。最近のインフレの高騰に驚かされ、多くの観測筋から遅れていると非難されているFRBは、突然方針を転換し、利上げが差し迫っていることを示唆し、年間を通じて利上げが続くことで、一部の新興国で金融引き締めを促進させた。中国は異例のようで、不動産業界に活力を与え、景気を安定させるために金融緩和を決めており、景気減速がハードランディングにつながる可能性がある。

1 Coface Country & Sector Risk Barometer – Q3 2021: Supply chain and inflation headwinds hamper the recovery. October 21, 2021. URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Q3-2021-Quarterly-Update>



2021年の第4四半期には、依然として極めて不確実な環境であったため、コファスは前四半期の格上げを実施した後に、今回リスク評価にほとんど変更を加えなかった。デンマーク（A 1）を含む合計4カ国のカントリーリスク評価が格上げされ、2カ国が格下げされた。コファスは、セクター・リスクに関して、特に価格が上昇傾向にある製紙・木材産業についてなど、12部門の評価を上方修正した。また、供給業者が特に価格高騰の影響を受けている欧州のエネルギーセクターなどを中心に、5部門の下方修正を行った。

### 次から次へと押し寄せる波紋

前回のバロメーターレポートで取り上げた世界経済の動向は昨年未だに（新たな変異型が出現する可能性についてはすでに触れていた）ほぼ裏付けられたが、オミクロン株の極めて急速な拡大は、ワクチン接種率が非常に高い国でさえ、新型コロナウイルスの予測不可能な性質を示している。この新たな変異は患者数の劇的な増加をもたらし、全世界で記録的なレベルに達した。この変異株は重症化率が低く、また、ワクチン接種率が高かったため、少数の例外を除いて、大幅な制限は実施されなかった。

北ヨーロッパは、いくつかのロックダウン措置の再導入と2021年/22年冬のオミクロン株の影響による国民のきわめて慎重な経済活動により、顕著に打撃を受けた。オランダでは初冬に全面的なロックダウンがあり、また一方、ドイツはワクチン未接種者のための全面的なロックダウンで対応した。このため、北欧諸国では年末の経済成長率は小幅あるいはマイナスにさえなった。対照的に、他のほとんどのヨーロッパ諸国の政府は、例えば、フランス、イタリア、ポルトガル、カタルーニャ地方では、ナイトクラブを閉鎖するという、より軽い規制を課す決定を行った。

2022年2月1日、デンマークはEU加盟国で初めて新型コロナウイルスの制限を撤廃した。パンデミックの間、デンマーク経済は非常に回復力があることが証明され、医薬品、再生可能エネルギー（例えば風力発電）、食品（特に乳製品）に焦点を当てた戦略上、優れた立場にある。当局は迅速かつ柔軟に感染拡大に対応し（ヨーロッパで最も先進的な予防接種を展開）、サービス部門への影響は少なかった。この国の強力なデジタル化は、感染拡大関連対策の影響を和らげるのにも役立った。この政治的安定性とコファスのデンマークの支払い動向に関する良好な実績も相まって、結果、デンマークのカントリーリスク評価がA 1に格上げされた。

中・東欧（CEE）諸国では、ワクチン接種率が他のEU諸国よりも低く推移している中で、オミクロン株が拡大しているため、2022年第1四半期には家計の支出が抑制される可能性がある。だが一方で、固定資産投資は勢いを失うことがないと予想し、設備稼働率の上昇がすでに加速のきっかけとなっているが、NextGenerationEU（NGEU）は今後2年間でCEE諸国の経済を大きく押し上げるだろう。

ラテンアメリカでは、2021年後半にワクチン接種が大幅に加速したにもかかわらず、オミクロン変異体の出現により、1月初めに新たな感染者が再度増加した。少なくとも今のところ、入院や死亡のペースは、感染のペースよりもずっと遅いペース

で増加している。これに関連して、この地域の政府は、移動を制限する新たな措置を講じていない。

### サプライチェーンの混乱は、さらなる波及をもたらすだろう

新型コロナウイルス感染拡大が経済に及ぼす直接的な影響は、波を重ねるごとに減少している。その影響は航空輸送、観光、ホスピタリティなどの規制の影響を受けている部門に集中しており、また、オミクロン株の出現は、依然として大きな間接的な影響をもたらしている。世界のサプライチェーンにおいて重要な役割を果たしているいくつかの国、特に中国では、より厳しい検疫規制や部分的なロックダウンがいくつかの港湾都市で実施されたため、現在の混乱と物資不足はさらに長期化されると予想される。その結果、米国と欧州では今冬、産業界と建設業界の両方で供給不足が記録的な水準に達した。

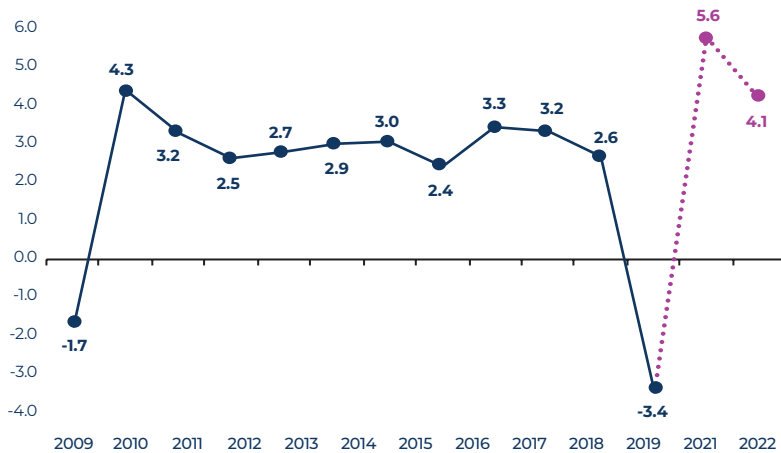
その結果を受け、欧州のいくつかの国と米国、中国の2022年GDP見通しを下方修正した（図表2）。景気回復は依然として継続しているものの（引き続き堅調な成長が見込まれる）、ほとんどの国（米国、フランス、ドイツを含む）では、今のところ非常に低い水準にある債務不履行件数が、2022年には再び徐々に増加すると予想される。これは、2021年8月以降、一時解雇制度の廃止と倒産に対する猶予期間の終了を受けて、毎月の倒産件数が危機以前の水準に戻っていた英国ではすでに当てはまっている。

すべての国が継続的なサプライチェーンの混乱の影響を受けている一方で、ドイツやオランダのように製造業や外国貿易に大きく依存している国では、特に経済活動に悪影響を受けている。CEE諸国、特にチェコとスロバキアが、同様に、過去数十年間に多くの自動車メーカーがこの地域に工場を設置したため、こうしたサプライチェーンの混乱に大きくさらされている。

中国の積極的なゼロコロナ政策は、小規模な感染発生でもその地域のロックダウンを実施するというもので、これまでのところ、うまく機能している。だが、感染力の強いオミクロン株がより厳格なロックダウン措置を発動させ、サプライチェーンの問題が悪化、世界的に大規模なボトルネックを引き起こす可能性も排除できない。

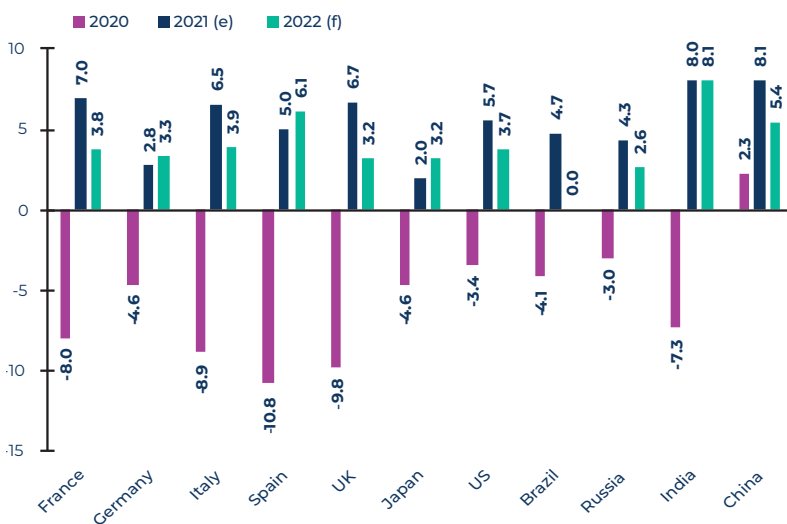


図表 1:  
Coface's World GDP Growth Forecast (annual average, %)



Sources: IMF, National authorities, Refinitiv Datastream, Coface

図表 2:  
Coface GDP evolution forecast (selected countries, annual average, %)



Sources: IMF, National authorities, Refinitiv Datastream, Coface

### 物価の高騰: 通常に恩恵を受ける国々

力強い景気回復と現在の需給不均一性の結果として、原材料価格は2021年に急騰した。過去最高値を更新したもしくは、過去数年の最高を記録した多くの商品の価格は、本レポートの作成時点で上昇を続けて、食品、木材、金属(鉄鋼価格はここ数週間、中国の不動産部門の減速に伴い若干下落しているが)、エネルギーという部門に当てはまる。懸念は原油よりも天然ガス供給に向けられており、欧州とアジアでは価格が依然として非常に高いままであるが、後者は1月下旬に過去7年間の最高値(1バレルのブレントに対して91米ドル)を記録した。さらに、エネルギー価格の不安定性は、ウクライナとロシアの国境における地政

学的緊張によって悪化している。

商品輸出国は、この特に望ましい環境から引き続き恩恵を受けるだろう。湾岸地域は2022年に力強い成長を記録すると予想される。石油生産に対するOPEC+の制限の段階的な撤廃も、成長の原動力となるだろう。ドバイ万博(2022年3月まで開催予定)やカタールワールドカップ(2022年11月~12月開催予定)などの膨大なイベントも、観光や建設、小売などの分野に好影響を与えるだろう。一方、アラブ諸国自身とイスラエルとの関係改善は、地域全体にとって新たな投資と交易の機会となるだろう。経済活動とエネルギー価格の上昇は、財政赤字を縮小させるのに役立つだろうが、湾岸諸国は債務水準を抑制するために慎重な財政政策をとるだろう。これは民間消費と投資の拡大ペースを圧迫するだろう。

欧州では、ノルウェー(カントリーリスク評価:A1)が、好調な石油・ガス輸出に加え、金属や食料(魚が主要輸出品の一つ)の輸出により、過去最高の貿易黒字を記録した。

アフリカでは、この地域全体を取り巻く環境の中で、ワクチン接種率の低さを背景に、一部の国では年末に新型コロナウイルスの感染が再拡大したものの、2021年第4四半期の経済回復は順調に進んでいる。多くのアフリカ諸国は、武力紛争や政変の影響を受けた国々であっても、依然としてエネルギー、鉱物(貴金属、ダイヤモンド及び白金、石炭、銅、コバルト、ニッケル、アルミニウム)、木材及び農産物(コーヒー、ココア、紅茶、バナナ、油料種子、牛肉、綿花、タバコ)の高価格の恩恵を受けている。この意味で、モロッコと南アフリカは、それぞれ、例外的な豊作のほか、前者はリン酸肥料、後者は高い金属鉱石価格の恩恵を受けている。その一方で、両者とも低迷する自動車産業と観光産業に特化していることに苦しんでいる。また、エジプトはスエズ運河関連の収入が増加し、ナイジェリアは金融・通信サービスが好調だった。コートジボワール、ガーナ、ケニア、セネガルも好調だ。



## タカ派の米連邦準備制度理事会 (FRB)は、新興市場に圧力をかけている

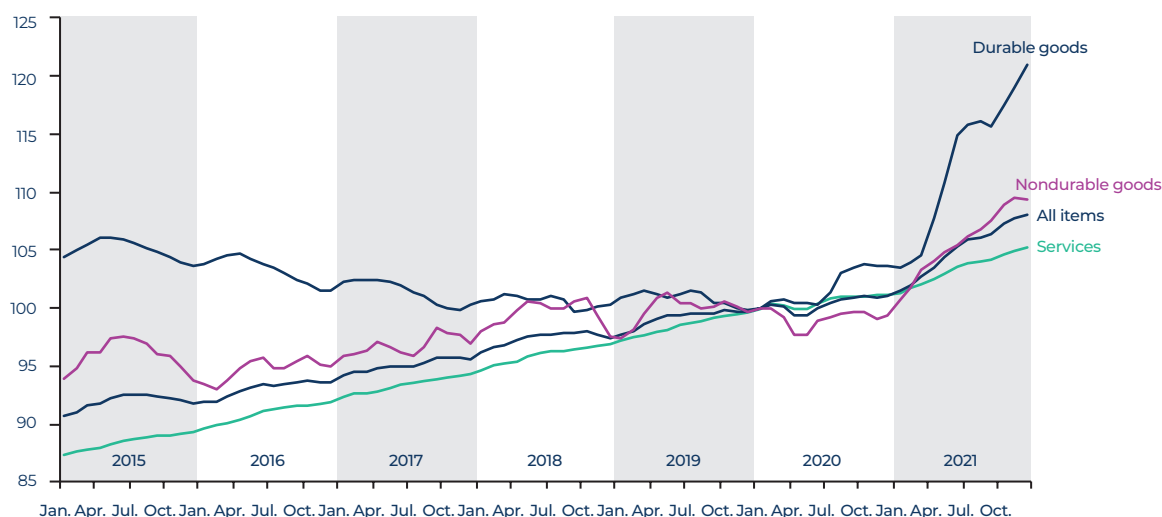
コファスの以前のバロメーターレポート<sup>2</sup>で強調したように、米国では、供給サイドの問題とインフレが2021年後半の回復モメンタムを阻害する兆候が引き続き高まっている。GDP成長率は2022年も引き続き好調であると予想されているが（昨年5.7%の回復を見せた後に3.7%）、これらの要因も景気に重くのしかかり続けると予想されており、コファスの予想に対する主な負のリスクとなりそうだ。

最も注目すべきは、2021年第4四半期に消費者物価指数で計測された年間インフレ率が40年ぶりの7.0%まで上昇した際に、物価上昇圧力が緩和の兆しをほとんど示さなかったことである。インフレの動向をみると、過剰なインフレは依然として新型コロナウイルスによる特殊な環境と主に関連しており、より具体的には、感染拡大によって米国の消費者需要が従来ものから耐久財へとシフトしていることが示唆される（図表3）。このシフトは最近の傾向から急激に反転し、サービスのインフレ率が近年の水準に沿っているものの、耐久財のインフレから圧力の高まりにつながっている。コファスの基準となる想定では、エネルギー価格とサプライチェーンのボトルネックが緩和され、特に下半期にはインフレはピークに近づき、鎮静化するだろう。新型コロナウイルスの感染拡大が始まってから2年が経過し、消費パターンは耐久財への家計費の状況から、サービス部門に戻るとみられている。したがって、耐久財に伴う過剰なインフレは緩和されるだろう。しかし、価格の上昇幅が拡大していることから、サービス業のインフレ率は上昇し、住居価格も上昇圧力を維持していることから、2022年を通じてインフレ率は高止まりすると考えられる。

FRBが目標としている2%のインフレ率に年内に戻る可能性は低い。さらに、労働力不足が賃金の伸びを後押しし続けているため、2021年12月の平均時給は前年比4.7%増（2015年から2019年の平均は2.8%増）となり、インフレ率の上昇を支える賃金のインフレ・スパイラルは依然として注視すべきリスクである。持続的な高インフレは、家計の消費を抑制し（米国のGDPの2/3以上）、経済成長を危険にさらしかねない。企業にとって、投入コストの上昇は利益率を低下させる可能性があるが、今のところこれは限定的な状況のようだ。企業は2021年<sup>3</sup>に記録的な利益率を報告したが、ほとんどの企業はコスト増加分の少なくとも一部を消費者に転嫁していると思われる<sup>4</sup>。

インフレ率は数十年間で最高を記録し、目標の2%をはるかに上回っているため、FRBはより強硬な姿勢に転じた。12月のFRBの会議で、FRBは資産買い入れ措置の撤回を加速することを決定し、中央値予測は2022年に25bpの利上げが3回予定されている。さらに、1月には、ジェローム・パウエルFRB議長が、新型コロナウイルス感染拡大への対応として実施していた特別支援の廃止を加速する用意があることを示唆した。2022年の三度の利上げは依然として基調となるものの、FRBが最初の利上げを3月に前倒しすることはほぼ確実で、金融引き締めに導く可能性が高まるだろう。さらに、5月以降、8兆8000億ドル（国内総生産の約40%）近くまで膨らんだ貸借対照表の規模を縮小し、資金流動性を減らそうとする動きも出始めそうだ。インフレを過度に長期にわたって過熱させることは重大なリスクであるが、FRBの引き締めが、時期尚早または/かつ過剰な場合、経済活動を阻害する可能性もある。FRBの決定は、国内経済への影響だけでなく、新興市場への波及効果も含んでいる。実際、予定以上早く実施されたFRBの利上げは、海外での大幅な資本

図表 3:  
United States: Consumer Price Index, by special aggregate



Sources : Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream, Coface

- Coface Country & Sector Risk Barometer – Q3 2021: Supply chain and inflation headwinds hamper the recovery. October 21, 2021. URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Q3-2021-Quarterly-Update>
- The net operating surplus of non-financial corporations as a percentage of gross value added exceeded 19 % for the first time since 2014. The S&P 500 also reported its highest profit margin since 2008.
- According to a survey by the Federal Reserve Banks of Richmond and Atlanta in collaboration with Duke University's Fuqua School of Business, to handle rising costs, about 80% of firms experiencing price pressures are reporting this strategy.

流出と通貨安につながる可能性がある。一部の新興国市場は、国内のインフレ懸念、とりわけ中南米でのインフレ懸念に動かされ、昨年すでに金融政策を調整しはじめている。早期の金融引き締めにもかかわらず、この地域の国々を対象としたすべてのインフレ目標は、目標を上回る数字で2021年を終えた。2022年には、インフレはある程度の勢いを弱めると予想されているが、依然としてすべての国で目標を上回る可能性が高い。ここでも、リスクの大部分は上昇傾向にあり、世界的なサプライチェーンの混乱、エネルギー価格と農業価格の変化が予想よりも鈍化する可能性がある（2021年/2022年の南米のラニーニャ現象が収穫に影響を与えている）。したがって、FRBの引き締めの波及効果を緩和するために、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルーのように、金融当局は引き続き政策金利を引き上げ、2022年には引き締め政策に転換していく。このため、中南米のGDP成長率は、2021年に6.3%増加した後、2022年には2.1%に減速すると見込まれている。

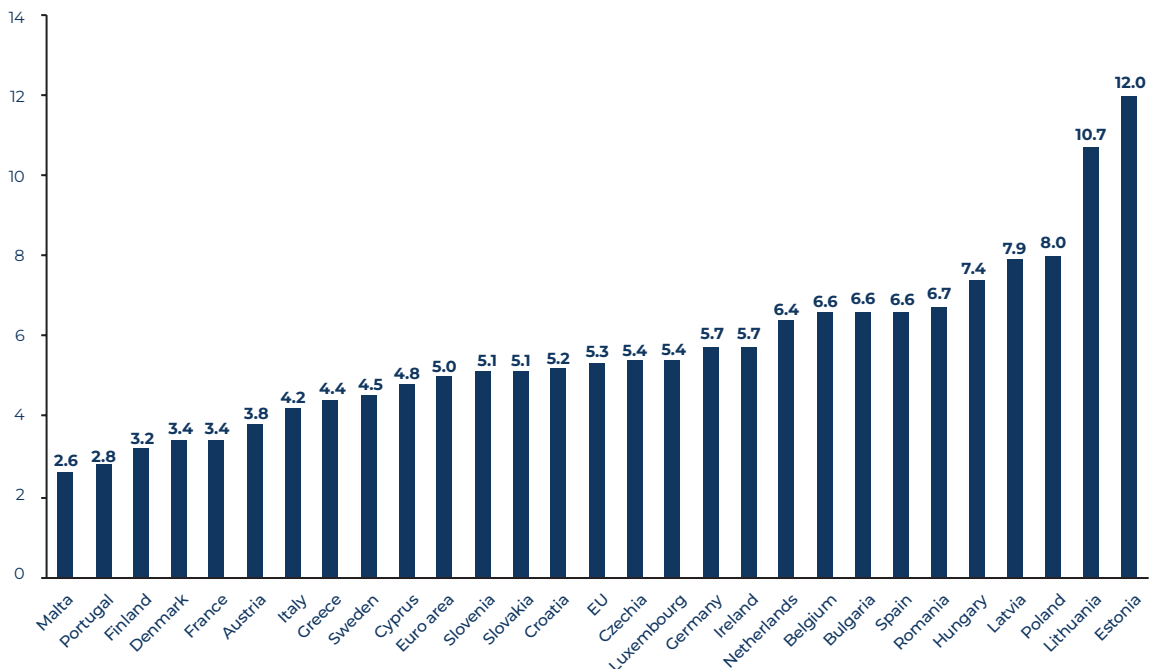
FRBの金融引き締めに対してとりわけ不安を抱いているもう一つの新興国はトルコである。それにもかかわらず、トルコは、インフレの悪循環を無視し、反対方向に動き、金融政策をさらに緩和することを決定した。インフレ圧力、高水準のドル化、金融政策の不確実性は、今年も引き続き最大の経済課題である。生産と輸出の動向は引き続き回復すると予想されるが、企業は現地通貨の高い乱高下による悪影響に強くさらされ続けると思われる。サービス産業の雇用水準は新型コロナウイルス感染拡大前の水準に戻ったが、家計は引き続き高インフレに苦しむだろう。その結果、トルコ経済は2021年の9.8%から2022年には3.5%へと急激に減速すると予想され、トルコのカントリーリスク評価はCへと引き下げられた。

エネルギー価格はインフレを上昇させたが、その動きは欧州全体でややばらつきがある

欧州では、サプライチェーンの混乱と強い需要が生産価格とエネルギー価格の上昇につながっている。ドイツでは、この複合材料が1949年以来（2021年12月）最も高い物価上昇率をもたらし、過去30年間で最も高い消費者物価上昇率を引き起こした。オランダとスカンジナビアでも、やや低いけれど似た数字が確認された。

他のユーロ圏諸国では、やや不均一な状況となっている。フランスではインフレが緩やかなままである一方、スペインではインフレが高まり、12月にはドイツよりも高かった（図表4）。コア・インフレ率は両国ともほぼ同じ（約2%）であるため、この差は主にエネルギー価格に起因する。スペインのエネルギー価格は非常に不安定で、40%の世帯が卸売市場に指数化された規制関税に加入している。フランスやポルトガルでは、毎年1~2回電気料金の見直しが行われており、政府は消費者への影響を抑えようとしている。

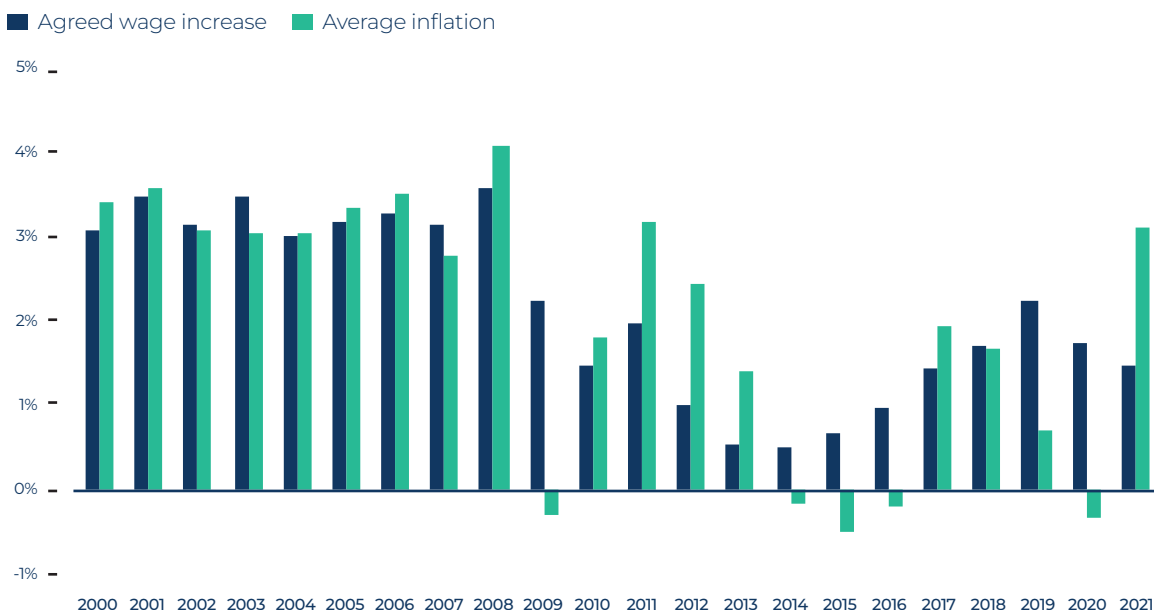
図表 4:  
European Union: HICP inflation rates (%) in December 2021



Sources: Eurostat, Coface



図表 5:  
Spain: Wage increase agreements vs inflation



Sources: Ministry of Labour and Social Economy, INE, Coface

工業品価格は上昇しているが、より高いコストが消費者に転嫁されたため、ユーロ圏の賃金上昇は抑制されたままである。スペインでは、労働協約で合意された賃金上昇率が2021年の1.5%より低かった(図表5)。注目すべきは、毎年のように2021年の労働協約(全体の85%)の大半が、直近のインフレ率がマイナスとなった2021年1月に締結されたことである。したがって、2022年の労働協約の大半は1月に署名されることになるが、これは大幅な賃上げをもたらす可能性がある。しかし、2021年10月から12月の間に締結された数少ない労働協約は、すでに高いインフレにもかかわらず約1.5%の賃上げに合意しているため、賃上げの幅は見込めないものである。

英国では、12月にインフレ率が5.4%に達し、ここ数カ月で中古車価格が急騰するなど、インフレ率の幅が広がっている。インフレ圧力を抑えるため、イングランド銀行は2021年12月に主要中央銀行として初めて金利を0.1%から0.25%に引き上げた。今月初めに0.5%に引き上げた後、今年さらさら3回の引き上げを実施する見通しだ。

CEE諸国でもインフレが加速している。ポーランド、ハンガリー、ルーマニアでは急激な物価上昇が見られたほか、最近のデータで、金融政策を対応手段として利用できないユーロ圏加盟国のバルト諸国でも物価上昇が見られた。ポーランドでは、EUとの対立による法規制圧力と金融引き締め遅れにより、通貨安がインフレを加速させた。ポーランドやハンガリーなど一部のCEE諸国は、インフレ抑制策(それぞれ一時的な減税と物価抑制)を実施することを決定したが、物価上昇をわずかに抑制するだけであろう。

エネルギーと食品のインフレは、さらなる社会的圧力を悪化させる可能性が高い

賃金引き上げ率の低下は、第二次経済効果にブレーキをかける一方で、社会的緊張を高める可能性のある世帯の購買力の低下をも意味している。社会的緊張は、継続かつ新たな衛生関連の規制によってすでに高まっている。インフレと購買力は、新型コロナウイルス感染拡大とともに、4月のフランス大統領選挙の主要テーマの一つになることは間違いないだろう。

このように、コファスが2021年第2四半期のバロメータ<sup>5</sup>で強調してきたリスク、すなわち、新型コロナウイルスの感染拡大に起因する不均一性が社会的圧力の増加につながるというリスクに加えて、現在では、特にエネルギーと食品のインフレの急激な上昇が、新興国や開発途上国におけるこれらの圧力を悪化させるリスクをも有している。例えば、アフリカでは、エネルギー価格や食品価格が高騰し、世帯に大きな負担となっているため、消費が抑制され、食糧不安や貧困が増大している。財政支援は、公的債務が高いためすでにアフリカ大陸では非常に限られており、ほとんどの国(南アフリカ、アンゴラ、ナイジェリアなど)では撤回され、失業率も高い。世界的な一次産品価格の高騰に加えて、この地域はいくつかの国境の継続的な封鎖と国内および国際的な輸送上の問題の長期化に伴う追加的なコストに対処しなければならぬ。南アフリカ、アルジェリア、アンゴラ、モザンビーク、ナイジェリア、コンゴ民主共和国、ジンバブエ、エチオピア、ギニア、チュニジアは、危機と現在の環境に起因する社会的圧力が高まっている国の例である。

5 Coface Barometer Q2 2021: A Two-Speed World. <https://www.coface.com/News-Publications/News/Coface-Barometer-Q2-2021-A-two-speed-world>

## 中国:世間の流れに逆らう

2021年第4四半期には、中国経済の成長率が年率4.0%で拡大したことから、中国経済の減速が深刻化している。2020年初めに新型コロナウイルス感染拡大がピークを迎えて以来、最も遅いペースだ。中国の景気回復は、不動産市場の低迷、「ゼロコロナ」政策(家計支出を圧迫)の継続、投資の伸びの鈍化、エネルギー不足などの影響を受けている。2021年の不動産投資は4.4%増加し、2015年以来最も低い伸びとなったが、一方で、インフラ投資の水準は、2020年とほぼ変わらなかった。2021年の中国のGDPは、2019年から2021年までの2年間の平均GDP成長率である5.2%という低いペース効果に支えられて8.1%増加した。

中国当局は、2021年半ば以降、成長への逆風の蓄積を警告し、その後に、財政措置と金融緩和を組み合わせ対応したことから、景気減速の深刻化に対する懸念を強めている事がわかる。これには一連の政策金利引き下げや、2022年の特別債券発行枠の一部前倒しも含まれている。「共同繁栄」を目指すことによって一部の部門では規制環境の強化が続くが、中国当局は、2022年の中央経済工作会議で、経済の安定確保を強く示唆した。

アジア・パシフィック地域の経済活動は、デルタ株による感染拡大の影響が薄まり始めた第3四半期から、多くの国で移動制限を緩和したことによって、2021年末に回復した。この地域のほとんどの経済は、日本、タイ、フィリピンを除いて、2021年末

までに、2019年の新型コロナウイルス感染拡大前のGDPレベルまで回復した。生産者物価の急騰は、アジアに消費者物価上昇圧力を蓄積させる一因となったが、その上昇率は世界の他の地域と比べても著しく低かった(図表6)。いくつかの要因でアジアの低インフレを説明することができる。この地域内の消費者物価指数の構成比が高い食品価格の割合は、インドの堅調な収穫と中国の養豚の回復に助けられ、他の地域よりもはるかに緩やかに増加した。また、米国や欧州に比べてアジアでは、エネルギーのインフレも抑制されている。欧米諸国と比較して、より幅広いサプライヤーのネットワークが利用可能であり、輸送料金が低いことが、インフレ圧力の抑制に役立ったと考えられる。しかし、2022年の更なる経済の回復と、より広範な経済再開は、特に労働供給条件が逼迫し始めた場合、インフレ勢力を煽りかねないだろう。

図表 6:  
Inflation rates (%) in Asia vs the US and the Eurozone



Sources: National sources, Coface

# カントリーリスク 評価のアップデート

国		前回の評価		現在の評価
コスタリカ		C	↑	B
デンマーク		A2	↑	A1
ガイアナ		D	↑	C
ホンジュラス		D	↑	C
スリランカ		C	↓	D
トルコ		B	↓	C

## 債務不履行 リスク

A1

非常に低リスク

A2

低リスク

A3

かなり容認できる

A4

容認できるリスク

B

相当のリスク

C

高リスク

D

非常に高リスク

E

極めて高リスク



格上げ



格下げ



# セクターリスク 評価のアップデート

(2021年第4四半期)

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	ラテンアメリカ	中東+トルコ	北米	西欧
農業食品	中リスク	中リスク	中リスク	高リスク	中リスク	中リスク
自動車	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
化学	中リスク	中リスク	高リスク	中リスク	中リスク	中リスク
建設	超高リスク 格上げ	高リスク	高リスク	超高リスク	中リスク	中リスク
エネルギー	高リスク	中リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
ICT*	中リスク	中リスク	高リスク	高リスク	中リスク	中リスク
金属	中リスク	中リスク	中リスク	高リスク	中リスク	中リスク
製紙	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク
医薬品	低リスク	低リスク	中リスク	中リスク	中リスク	低リスク
小売	高リスク	中リスク	高リスク	高リスク	高リスク	中リスク
繊維・衣料	高リスク	超高リスク	超高リスク	高リスク	超高リスク	超高リスク
運送	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
木材	高リスク	高リスク 格上げ	中リスク	高リスク	中リスク	中リスク

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

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	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク
自動車	高リスク	高リスク	高リスク	超高リスク	高リスク	高リスク
化学	中リスク	中リスク	中リスク	高リスク	中リスク	低リスク
建設	超高リスク 格上げ	高リスク 格上げ	超高リスク	超高リスク	中リスク	高リスク
エネルギー	高リスク	中リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
ICT*	中リスク	中リスク	中リスク	高リスク	低リスク	低リスク
金属	中リスク	中リスク	中リスク	高リスク	中リスク	中リスク
製紙	中リスク	高リスク	中リスク	高リスク	高リスク	中リスク
医薬品	低リスク	中リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク
小売	高リスク	高リスク	高リスク	超高リスク 格上げ	高リスク	中リスク
繊維・衣料	高リスク	高リスク	高リスク	超高リスク 格上げ	高リスク	高リスク
運送	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
木材	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	中リスク	中リスク

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

## 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



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	■	■	■	■
運送	■	■	■	■
木材	■ ↑	■	■ ↑	■

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

ラテンアメリカ

	ラテンアメリカ	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	■	■	■	■	■
運送	■	■	■	■	■
木材	■	■	■	■	■

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

債務不履行  
リスク

- 低リスク
- 中リスク
- 超高リスク
- ↑ 格上げ
- ↓ 格下げ

中東+トルコ

	中東+トルコ	イスラエル	サウジアラビア	トルコ	UAE
農業食品	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	中リスク
自動車	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
化学	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク
建設	超高リスク	高リスク	超高リスク	超高リスク	超高リスク
エネルギー	高リスク	高リスク	中リスク ↑	超高リスク	高リスク
ICT*	高リスク	中リスク	高リスク	高リスク	高リスク
金属	高リスク	高リスク	高リスク	中リスク	高リスク
製紙	中リスク	中リスク	高リスク	中リスク	高リスク
医薬品	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク	中リスク
小売	高リスク	中リスク	高リスク	高リスク	中リスク
繊維・衣料	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
運送	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク
木材	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	高リスク

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

北米

	北米	カナダ	米国
農業食品	中リスク	中リスク	中リスク
自動車	高リスク	高リスク	高リスク
化学	中リスク	高リスク	中リスク
建設	中リスク	中リスク	中リスク
エネルギー	高リスク	高リスク	高リスク
ICT*	中リスク	中リスク	中リスク
金属	中リスク	中リスク	中リスク
製紙	中リスク	中リスク	中リスク
医薬品	中リスク	低リスク	中リスク
小売	高リスク	高リスク	高リスク
繊維・衣料	超高リスク	超高リスク	超高リスク
運送	高リスク	高リスク	高リスク
木材	中リスク	中リスク	中リスク

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

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



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	■	■	■	■	■	■	■	■	■
運送	■	■	■	■	■	■	■	■	■
木材	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

その他国

	ロシア	南アフリカ
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	■	■
運送	■	■
木材	▲↑	■

\* Information and Communication Technologies  
Source: Coface

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



# 世界経済

を解説する

2021年第4四半期

coface  
FOR TRADE

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

Follow us on

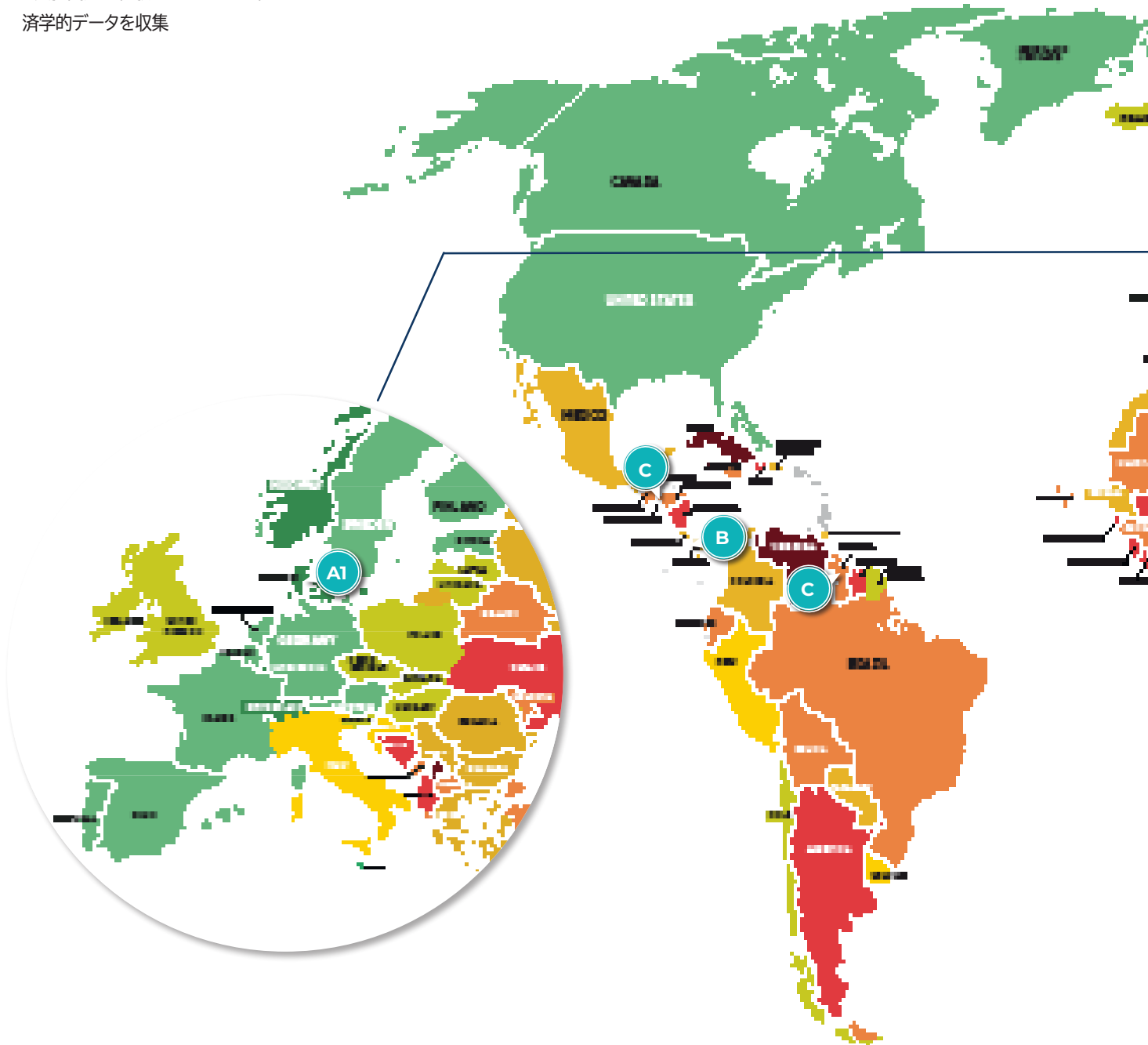


# 162カ国を 詳しく調査

独自の評価手法

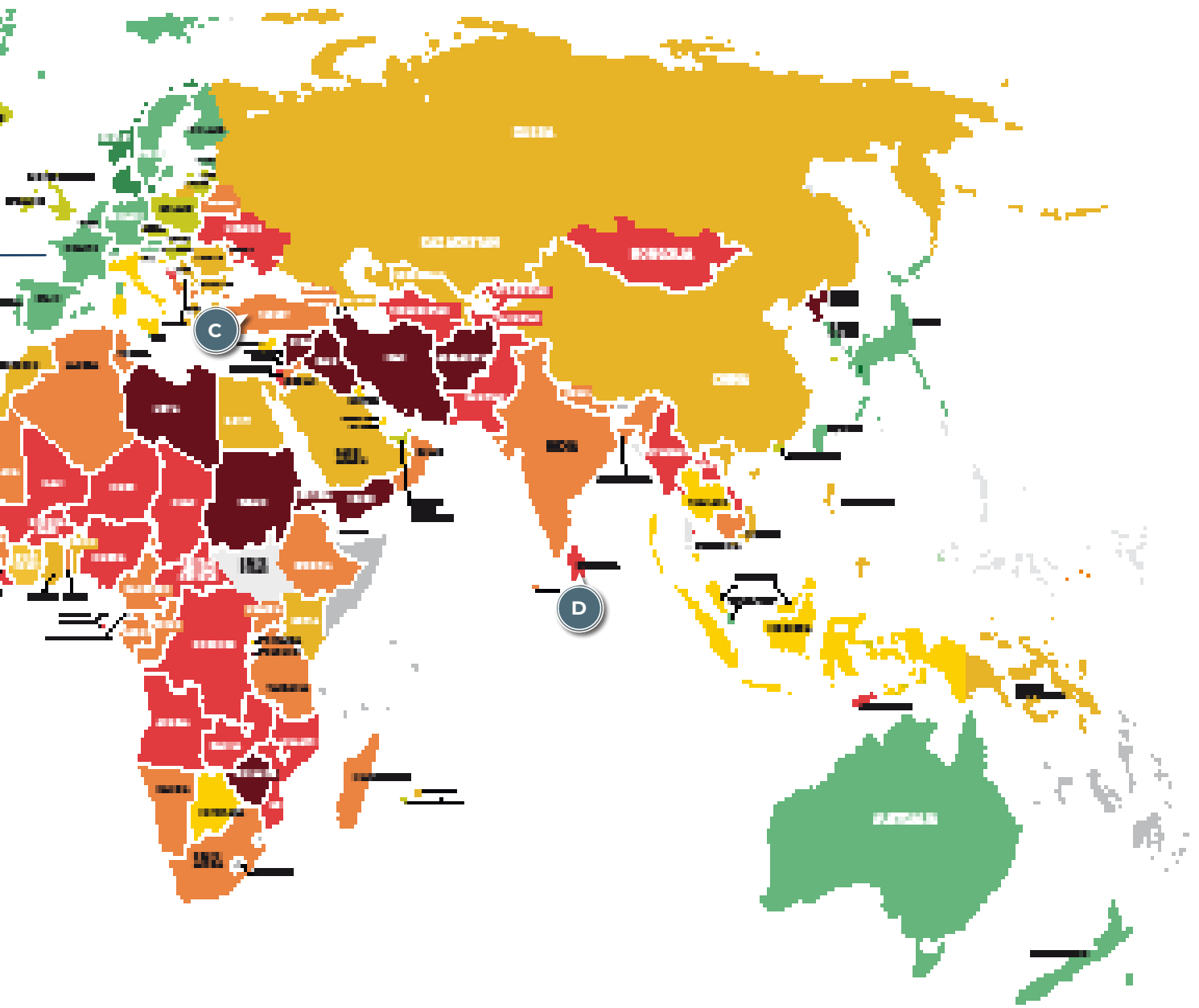
- ・カントリーリスク評価にマクロ経済
- ・企業を取り巻く事業環境の考慮
- ・支払関連の経験について、70年以  
済学的データを収集

債務不履行リスク





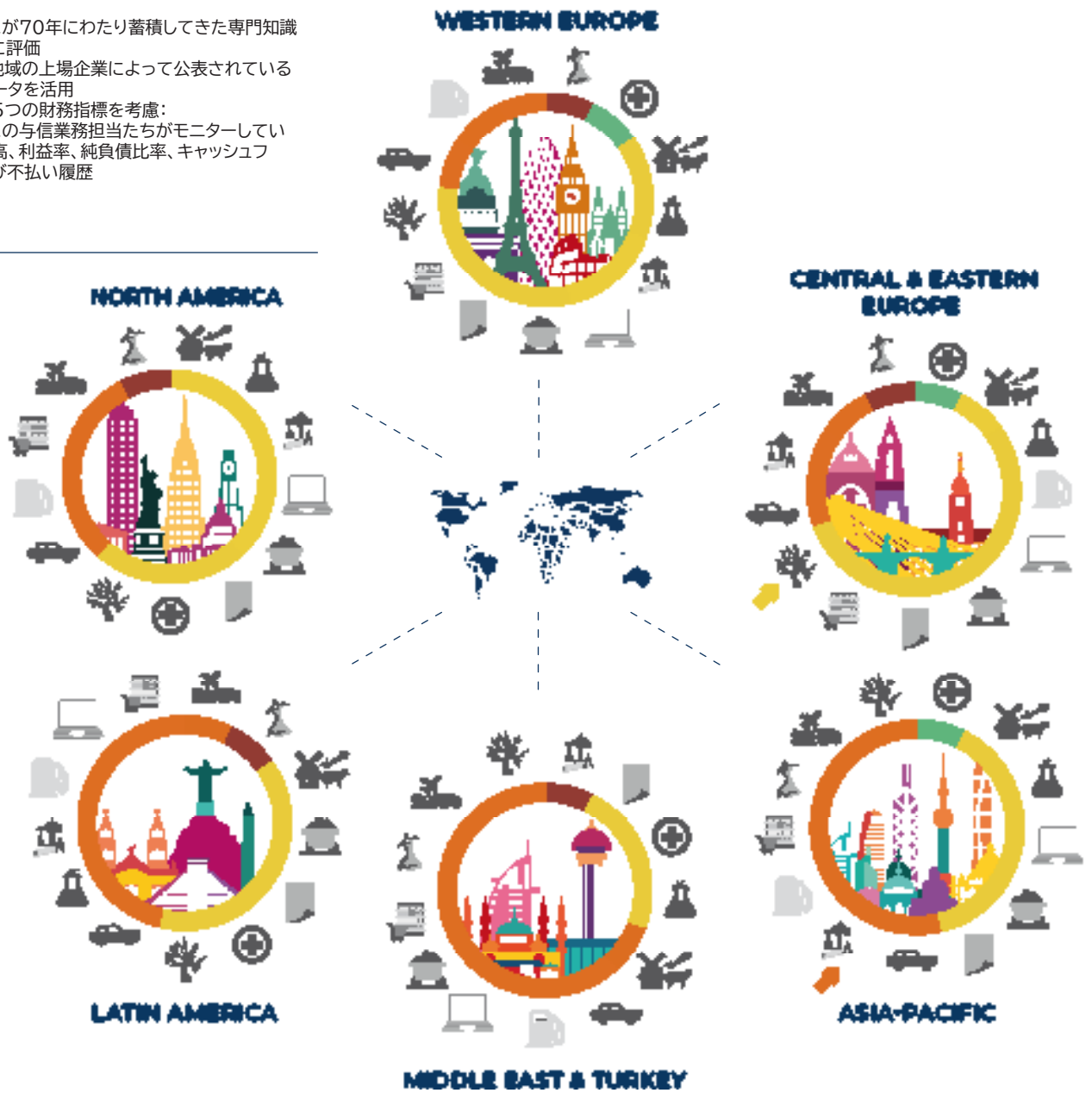
# リスク評価マップ



# セクターリスク評価 2021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70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



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

\* Information and Communication Technologies



## コファスのエコノミストチーム

**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*

**Bernard Aw**  
Economist, Asia-Pacific  
*Singapore*

**Christiane von Berg**  
Economist,  
Northern Europe  
and Belgium  
*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 Aït-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、データの改変・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参照されたい。

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

---

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