

# コファス 経済関連レポート

2022年6月

カントリー・セクターリスク バロメーター2022年第2四半期



コファス  
経済調査チーム&  
フランス国際交流協  
会(IFRI)

## スタグフレーションを避けるための不況か？ 岐路に立たされる世界経済

ウクライナでの戦争が始まって早4ヶ月、継続するこの戦争が、世界経済のバランスを崩していつていることをすでに学ぶこととなった。短期的には、この戦争が、2年間のコロナ禍によって既に損害を受けている生産システムの緊張を悪化させ、世界経済のハードランディングのリスクを高めている事がわかる。数週間前には世界経済はスタグフレーションの脅威に直面していたかのように見えてきたが、インフレの加速に際して中央銀行の対応の変化が、特に先進国では、不況の見通しを復活させた。

3~4月に見られた変動が激しい環境下は、一次産品価格の相対的安定を与えたが、それらは、特に食料とエネルギーについては依然として非常に高く、世界経済の成長が大幅に減速するまで、おそらくその状態が続くであろう。西側の制裁とロシアの対抗措置は現在、あらゆる形態のエネルギー供給を対象としているが、食料品の輸出制限が累積しているため、供給サイドの策略の余地はますます狭まっている。特に賃金圧力が強まると、モノやサービスの価格への投入価格上昇の持続的または増強された波及（一部の国/部門ではまだ初期段階）は避けられないようである。言い換えれば、スタグフレーションのリスクはかなり増大しており、最初の兆候はすでに観察されている。

ECB(欧州中央銀行)は、米FRBやイングランド銀行の例にならない、将来の利上げを予告するまでに、徐々に対応を引き締めている。他の主要中央銀行(日銀を除く)と同様に、ECBも活動が大幅に減速し、新たな欧州債務危機への懸念が再燃する可能性があるとしても、与えられた使命の上では、引き締め政策以外に選択肢はないだろう。しかし、そうすることで活動が大幅に減速し、新たな欧州債務危機への懸念が再燃する可能性があるとしても、そう選択せざるを得ないだろう。とはいえ、ECBは、これらの懸念を晴らすために、金融市場の過度の細分化を回避する意思を再表明した。

コファスの予想するシナリオでは、経済活動が徐々に減速し、それに伴って消費者物価が下落するという極端な現象は想定していない。世界経済がソフトランディングする可能性はまだあるが、年初に比べてリスクははるかに大きい。不況とスタグフレーションの両方を回避することができる余地は狭くなっており、後者を回避するために前者を誘発する必要性が高まっている。財政緊縮と財政保証の間の政策構成は特に不明確で不安定になるため、失敗した場合にマイナス影響を特に経済に与えるだろう。一方を避けようとして、もう一方を犠牲にしてしまうと、結局は両方になってしまうのではないかと恐れもでてくるだろう。

このような複雑な環境の中で、コファスは欧州諸国(特にドイツ、スペイン、フランス、イギリス)16カ国を含む19カ国のカントリーリスク評価を下方修正し、上方修正は2カ国(ブラジル、アンゴラ)のみであった。セクターに関しては、地域における下方修正の件数(地域別のセクターについて9部門の上方修正に対し、下方修正は76部門)を見ると、エネルギー集約型の部門(石油化学、金属、製紙など)とクレジット・サイクルにより直接的に関連する部門(建設)の両方を含む、すべての部門に渡ってこうした連続的なショックが広がった事が浮き彫りとなった。

見通しが暗くなるにつれて、必然的にリスクは高まり、どのようなシナリオも起こりうる状況となっている。

その他のコファス経済関連レポートは、以下で閲覧可能:

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



coface  
FOR TRADE



## IFRIによる解説:戦争の再来と国際関係の分極化

ウクライナでの戦争が戦略的均衡と国際貿易への影響を特徴として、長期的な問題になりつつある一方で、新たに深刻な問題が現れてきている。それは台湾海峡である。米国は台湾との関係を強化しており、中国が台湾を攻撃した場合の軍事支援は疑う余地がない。一方、中国政府は圧力を維持し、いかなる武力挑発にも対応し、「いかなる犠牲を払っても」独立宣言に対して軍事的に戦う意志を強く改めて表明している。ウクライナでの戦争と台湾を取り巻く緊張は、民主主義と独裁主義のイデオロギー的な分断を強め、両極間の技術的な分断を加速させている。

制裁の厳しさを考えれば、ロシア経済はある程度の回復力を見せている。制裁が上昇したり緩和されたりする可能性が低だけでなく、まだピークに達していない可能性がある。ロシア軍は、高度に乱れていると見せて、戦争の初期に多数の挫折を被ったが、今や完全に欧米の武器供給に依存しているウクライナ軍に対して地盤を獲得するのに成功している。4ヶ月の戦闘後の勢力均衡の状態を考えると、どのような種類の和平プロセスも短期的には手が届かないように見える。ロシアは、大きな損失にもかかわらず、徐々に領土を占領し続け、そこで独立に関する国民投票を組織するだろう。長期的な目標は、ウクライナを破綻国家にし、最終的にはキエフを制圧することだ。

米国では、高インフレの再燃がバイデン政権の将来を脅かし、11月8日の選挙で上下両院を失う可能性がある。しかし、これで超党派的合意に基づいた米国の外交政策に動揺があってはならない。ウクライナにおける戦争はまた、NATOと大西洋をまたぐ関係をより広範に強化する機会となる。バイデン政権は、特に地域における同盟ネットワーク（QUAD, AUKUS）を強化し、中国の技術開発とその世界展開を妨害しようとすることによって、インド太平洋戦略や中国封じ込

めに対する意欲を捨てていないことを示している。

中国にとって、ウクライナでの戦争は国際秩序と貿易において大きな不確実性であるが、現在のより差し迫った国内の課題にとっては依然として二の次になっている。3月以降の新たな厳しいロックダウンは、秋の第20回共産党大会を数ヶ月後に控え、習近平が3期目を再選されるだろうが、非常に微妙な政治状況の下で経済に大きな打撃を与えている。しかし、習主席の政治的未来を脅かすことはないだろう。社会的緊張の高まり（「ゼロ・コロナ」政策と経済見通しの悪化と関連している）、不安定な国際情勢、米国との競争は、権力の先鋭化と予測不可能性の傾向をさらに悪化させる可能性がある。

## 景気の減速が明らかになってきている

スタグフレーションのリスク（経済成長の低下と高インフレが組み合わさった体制）は、コファスがこれまで2つの経済関連レポート（3月号<sup>1</sup>と5月号<sup>2</sup>）で述べて、世界経済は縮小しているものの、（まだ）一段落しておらず、一方でインフレ率は上昇を続けている。

第1四半期の成長率は、ほとんどの先進国が予想を下回った。また、ユーロ圏のGDP成長率は二期連続でわずかに上昇したが（2021年第2四半期および第3四半期の2.2%増に続き、前四半期比で0.3%増）、コロナ禍の影響からもっとも回復した国であるフランスでも-0.2%のマイナス成長となった。これは、購買力の低下を背景とした家計消費の落ち込みによるものだ。アメリカでは、家計支出が好調であったにもかかわらず、経済活動は低下した（前四半期比年率-1.5%）。これは、バリューチェーンの大きな混乱の中で、外国との貿易や製造業の在庫補充が困難となったためである。

今年の最初の2カ月はオミクロン株の流行以後の回復が始まっていたにもかかわらず、ウクライナ戦争の経済的帰結、とりわけ商品価格の急騰（ガス、石油、石炭、金属、穀物、肥

1 コファス経済関連レポート:ロシア・ウクライナ紛争の経済的影響:今後の景気停滞 2022年3月  
URL: [https://www.coface.jp/content/download/206226/3497027/file/FOCUS\\_MARS+2022-DEF-JP.pdf](https://www.coface.jp/content/download/206226/3497027/file/FOCUS_MARS+2022-DEF-JP.pdf)

2 コファス経済関連レポート:ウクライナでの戦争:多くの敗者と一握りの勝者 2022年5月  
URL: [https://www.coface.jp/content/download/209088/3555352/file/FOCUS\\_MAI+2022\\_DEF\\_JP.pdf](https://www.coface.jp/content/download/209088/3555352/file/FOCUS_MAI+2022_DEF_JP.pdf)

料)が影響を及ぼし始めたばかりのこの状況で、経済成長の見込みはなおさら心配だ。さらに、中国における新型コロナウイルスの波は現在収束しているように見えるが、上海や深圳などの多くの経済ハブで3月中旬から5月末にかけて実施された規制が、世界的なサプライチェーンの緊張をさらに悪化させている限り、その影響は今後数週間にわたって感じられるだろう。いずれにしても、中国当局がゼロ・コロナ政策を実施する決意を固めたことで、今後数カ月間にさらなるロックダウンが実施される恐れがある。つまり、企業に買いだめを推薦し、その過程でボトルネックが続くことになる。世界的なインフレの急激な加速、企業の景況感の悪化、世界的な金融環境の急速な引き締めを考慮すると、第2四半期の経済活動の統計は、先進国ではあまり良くはなく、新興国ではかなり悪くなっているように見える。

世界経済が長期にわたる低成長と高インフレというスタグフレーション状態に入ったと言うには時期尚早だろうが、その兆候はこちらの見方と一致している。購買担当者の調査

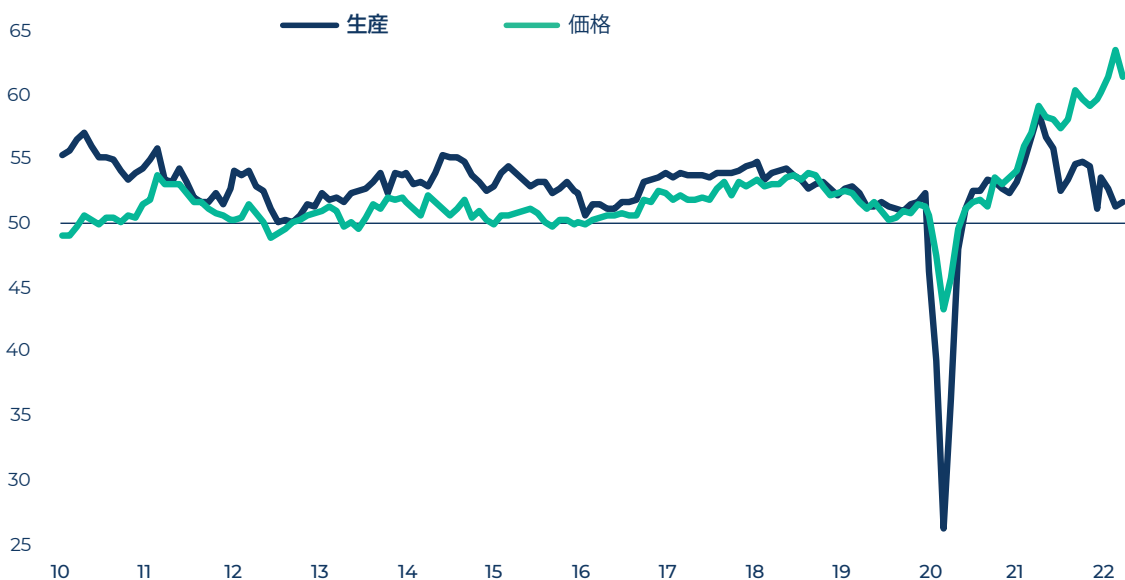
データ (PMI) は、データを分析すると、今後数カ月の物価と景気の見通しがかつてないほど不均衡になっていることを示している (図表1)

当四半期におけるセクター・リスク評価の格下げ件数の多さ(地域別の76部門)は、経済環境の悪化を浮き彫りにしている(セクター評価表についてはp.11参照)。2年間、コロナ禍による混乱に苦しんできたバリューチェーンにとって、ウクライナ戦争はさらなる打撃だ(図表2)。わずかな改善はあるものの、こうした緊張は歴史的に高いままだ。また、業種別のPMI調査データを見ると、影響を受ける業種は多岐にわたる(図表3)。

### 商品価格への圧力は落ち着きつつある

ここ数週間、一次産品価格は比較的安定していたが、3月と4月に極端な変動があった後は、金属価格(中国における新型コロナウイルスの影響で需要が急減した)を除き、非常

図1:  
世界の総合購買担当者指数(PMI)- 生産と産出価格(50以上=増加、50以下=減少)



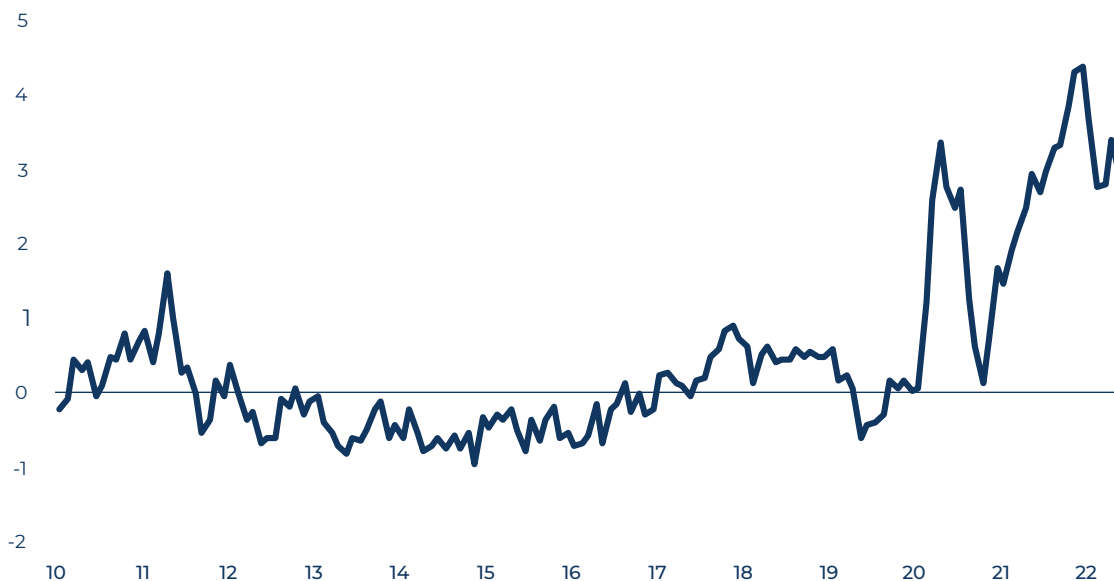
出典: S&P Global, Refinitiv Datastream, Coface



に高い水準で推移しており、ロックダウンの制限が大幅かつ持続的に緩和されれば再び上昇する可能性がある。中国の需要が減速しているとはいえ、石油価格は戦争が始まって以来、1バレル当たり98ドルを下回っていない。これは、市場における潜在的な供給不足の懸念が依然として大きいためである。これらの懸念は、数週間にわたる交渉の後、ロシアの海上石油に対するEUの禁輸措置が決定されたことによって高まった（ボックス1）。3日後のOPEC+連合による予想を上回る増産の発表でも、こうした懸念は払拭されず、原油価格は1バレル当たり約120ドルにとどまった。OPEC+連合は7月と8月に、生産量を1日当たり648,000バレル（予想

より50%多い）増やすと発表した<sup>3</sup>。しかし、このニュースは石油価格に何らの改善ももたらさなかった。というのは、生産を増やす余地がほとんどないOPEC+加盟国（特にロシア）の多くにとって目標の引き上げはすべての加盟国に波及したからである。さらに、この合意は予備容量が低い水準に減ることを意味する。そのため、OPEC+連合以外では生産が増加すると予測されていても（米国、ブラジル、カナダ、ギニアなど）、今後数カ月で需要が減速した場合でも、供給面での緊張は価格を高く維持するはずである。

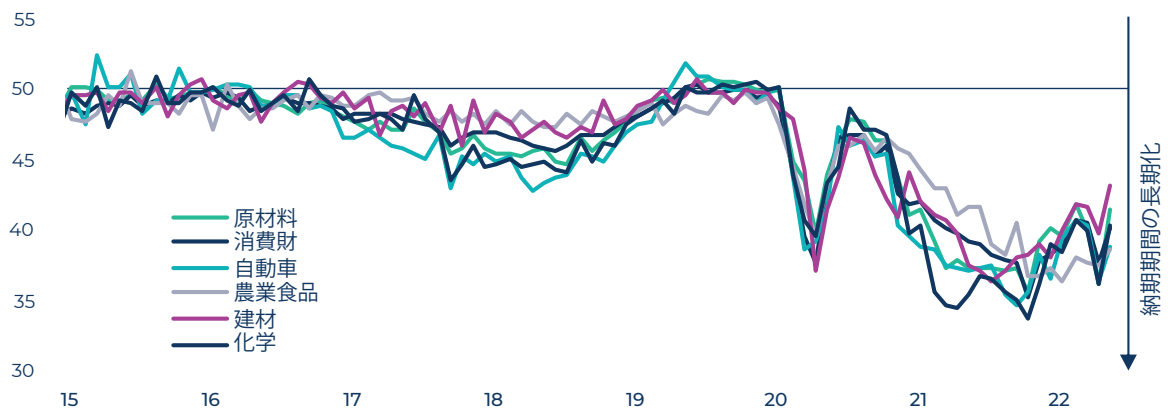
図 2::  
世界のグローバルサプライチェーン圧力指数(標準化)



出典：New York Federal Reserve, Refinitiv Datastream, Coface

3 石油輸出国機構+10カ国の非同盟国(ロシアを含む)

図 3:  
 世界の購買担当者指数(PMI) - 特定部門、納期にて



出典 : S&P Global, Refinitiv Datastream, Coface

**ボックス 1:**  
**エネルギー危機の中心にあるヨーロッパ(IFRIによる記事)**

欧州は現在、複数のエネルギー価格危機の状況から、石油、ガス、金属の供給をめぐる物理的緊張の高まりへと移行している。ロシアは欧州と軍事的、社会的、経済的な回復力の面をめぐる綱引きをしており、消耗戦で勝てると考えている。欧州にとって、高価格は時間とともに定着し、家計の購買力と企業の競争力は弱まり、今後数ヶ月はさらに厳しくなるだろう。ロシアから猛烈な離脱は取り返しがつかなくなるだろう。

解決策は2つあり、一貫性を維持しなければならない。短期的には、緊急時の供給の多様化、需要の削減と目標を定めた社会移転の実施、中期的には、エネルギー転換、欧州にとって唯一の実質的資産である低炭素技術を展開することである。今のところ、欧州連合は気候変動や環境に対して大望を掲げている（気候法、Fit for 55パッケージ、RePowerEU:再生可能エネルギー、エネルギー効率、水素、クリーンモビリティ、炭素税などの目標を引き上げる）。しかし、資金は限られており、アプローチは細分化され、国の撤退と制約の緩和が進み、産業戦略には限界があり、電力市場は調整が必要であり、どの主要な加盟国も主導権を主張できず、いくつかの移行手段(ETS、原子力)が疑問視されている。この展開が失敗すれば、EUはエネルギー集約型産業の一部を失い、加速コストが高騰していることを念頭に置いて、LNGと石油に加えて必要な科学技術の輸入を余儀なくされるかもしれない。最終的に、ヨーロッパは危険なほど弱体化するだろう。今後数カ月は、「グリーン・ディール」の3周年が近づくにつれ重要な時期になるだろう。

この状況は、一次産品輸出国、特に石油輸出国に有利に働かだろう。この四半期に実施された国別リスク評価の上方修正は、ブラジルとアンゴラの2カ国のみであった。さらに、9部門のリスク改善の半分以上は、生産国のエネルギー部門に関するものである(米国、カナダ、ブラジル、サウジアラビア、アラブ首長

国連邦)。逆に、企業が生産チェーンの下流に位置する国(主に欧州)のエネルギー部門は格下げされた。同様に、生産プロセスにおいてエネルギー集約型のバリューチェーンを持つ産業は、この四半期でリスク評価が最も多くの下方修正を行った。これらには、特に製紙、化学、金属、および農業食品が含まれる。



農業食品の部門においては、今四半期に格下げの数が最も多くて、ほぼすべての地域が影響を受けた。エネルギー集約型の部門であることに加え、ウクライナで起きた食料安全保障に関する戦争の影響も大きい。

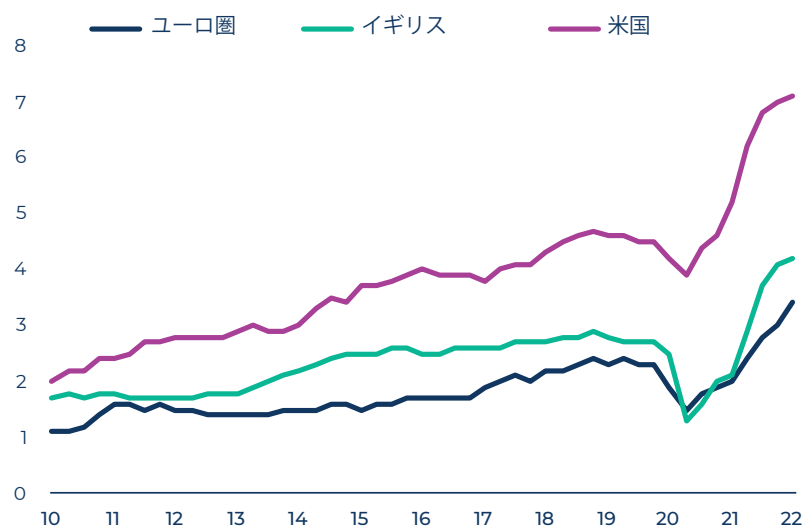
現在の高度な不確実性を考慮して、多くの政府は国民の食料安全保障を懸念し、安全保障措置を導入した。これは、例えば、世界第2位の小麦生産国であるインドが、収穫が異常な熱波に見舞われたため、2022年5月13日に全種類の小麦の輸出禁止を決定したことによって反映されている。加えて、砂糖の輸出制限もある。インドはブラジルに次ぐ世界第2位の砂糖生産国であり、世界最大の砂糖輸出国の一つである（2021～22年度の砂糖生産量は700万トン）。インドは例外的な国ではなく、中国、トルコ、アルゼンチン、インドネシア、マレーシア、カザフスタンもまた、国民への十分な供給を確保するために特定の食品の輸出制限を実施している。しかし、このような決定の拡散は、食料価格の緊張を高め、ひいては世界の食料安全保障に対するリスクを増大させている。

最後に、生産コストの上昇分を販売価格へ転嫁する事が不十分だった企業は、これからも販売価格に転嫁をし続ける可能性が高い。したがって、たとえ物価が安定したとしても（

現在の状況では非常に不確実なシナリオである）、現在の水準は、特に価格決定力が大きい部門において、今後数カ月間の消費者物価の上昇要因となり続けるだろう。これは、少数の企業が世界市場のマーケットシェアの大半を占める医薬品分野において顕著である。さらに、医薬品は依然として必要不可欠な製品であり、その需要は価格に対して相対的に非弾力的である。すでに最も回復力のある分野の1つとして認識されているこの分野は、当四半期（アジア・パシフィック地域および欧州）のバロメーターで「低リスク」と評価された唯一の分野である。

最後に、インフレ圧力の継続性は、潜在的な第2次効果によって判断される。第2次効果では、インフレが賃金上昇につながり、その結果、企業のコスト上昇、そして最終的にはさらなる物価上昇につながる。多くの国で労働市場が逼迫しており、英国、ユーロ圏、そして何よりも平均時給が前年比で5.2%上昇した米国の採用可能人材の比率が記録的であることを考えると（図表4）、このようなシナリオの可能性は特に高い。しかし、過去3カ月の傾向は、インフレ率が過去40年間で最高に達しているにもかかわらず、賃金上昇が緩やかになっていることを示しており、価格対賃金のループは（まだ？）が完全に影響していないことを示している。

図 4:  
採用可能人材の比率



出典：Refinitiv Datastream, Coface

## 足踏み状態の中央銀行

インフレ見通しの下支えリスクの増大に直面した中央銀行は、対応を迫られ、特に政策金利を引き上げることによって金融政策を引き締めざるを得ない。イングランド銀行（BoE）が昨年12月に最初に行動を起こした一方で、米連邦準備制度理事会（FRB）は、特に積極的かつ急速な引き締めを警告してきた。これは、いつものことだが、新興国での資本流出（図表5）や、他のほとんどの通貨に対するドル高（図表6）につながる。3月以降、米FRBは政策金利を150ベースポイント（bp）引き上げており、これには6月15日の75 bp引き上げも含まれている。7月の政策決定会合では、少なくとも50 bpの追加

4 コファス経済関連レポート：欧州での戦争が世界的なセクターの動向に与える中長期的な波及効果：回復力のあるセクターはあるのか？（英語）を参照 2022年5月

URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Medium-and-long-term-knock-on-effects-of-the-war-in-Europe-on-global-sectors-trends-will-there-be-resilient-sectors>

利上げが保証されているようであり、1990年代半ば以降、最も早いペースで利下げが行われていることが確認された。米FRBはまた、2022年6月1日にバランスシートの縮小プロセスを開始したが、これは新型コロナウイルスに対応して実施された資産買い入れ制度によって規模が2倍になった。

資本流出を制限するため、ほとんどの新興

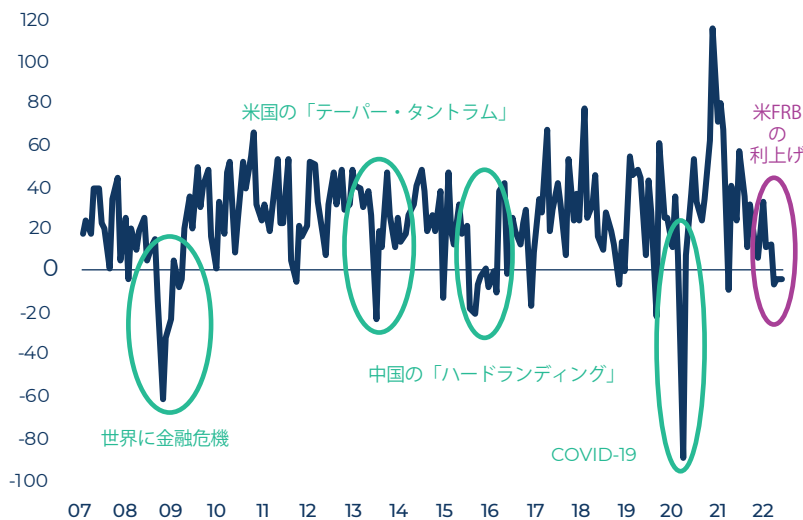
国の中央銀行は、5月と6月にメキシコの50 bpからエジプトの200 bpまでの範囲で金利を引き上げた。中南米では、アルゼンチン(+200 bp)、チリ(+200 bp)、ブラジル(+150 bp)の金融当局による金融引締めが続いた。インドでは、中央銀行が金利を90 bp引き上げた。アフリカでは、経済大国であるナイジェリア(+150 bp)と南アフリカ(+50 bp)も金利を引き上げた。欧州ではユーロ圏以外で、ポーランドとハンガリーがそれぞれ150 bpと50 bpの金利引き上げを行った。

この背景から、3つの新興国はここ数週間、対抗的な金融政策を遂行している。まず、ルーブルは当初の崩壊を修正しただけでは不十分だったため、ロシアの中央銀行は政策金利を20%から9.5%に大幅に引き下げた。これは、侵攻開始と最初の西側制裁の時点では2倍以上になっていた。一方、トルコは5月に73.5%に達した急激なインフレにもかかわらず(2021年12月には36%)、年初から極めて緩和的な金融政策を維持している。最後に、中国の金融当局はここ数カ月ほとんどの指標金利を据え置き、成長を支えるために5月19日に5年ローン・プライム・レート(LPR)を引き下げた。また、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動への影響が第2四半期を通じて大きかったことから、5月末には財政支援策を延長・強化し、2022年の成長率を5.5%とする政府目標の達成に向けた取り組みを行ったが、これは達成不可能と思われる。

さらに、商品の大部分はドル建てであるため、米国通貨の上昇は商品輸入国のコストをさらに増加させる。このことは特にユーロ圏諸国の場合に顕著であり、顕著なユーロ安によって悪化した輸入インフレに直面しているため、ブレントのバレル価格が110ユーロ以上に上昇し、2008年と2012年の前回の原油価格急騰時の水準を30%近く上回っている(図表7)。英ポンド換算では、2008年のピークと比較して30%以上の増加である。

こうした高インフレの中で、先進国の中央銀行は金融引締め以外の選択肢を持たず、ECBでさえ7月、9月に預金金利を0.25% (現在の-0.5%から) に引き上げ

図5: 新興国市場への資金流入の動向(10億米ドル)



出典: IIF, Coface

図6: 米ドルの名目実行為替レート(DXY)



出典: Refinitiv Datastream, Coface



る必要がある。イングランド銀行は、今後数四半期に景気後退の可能性が明らかに高いにもかかわらず、金融政策の正常化を継続すると発表した。スウェーデン、ノルウェー、韓国、オーストラリア、ニュージーランド、カナダ、イスラエルなどの金融当局も引き締めに乗り出している。

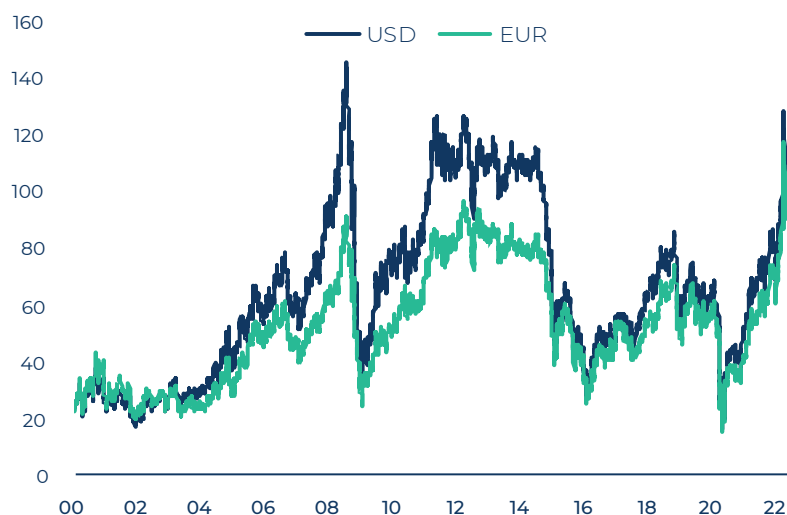
## 2023年に向けて雲行きが怪しくなってきた

コファスは、全ての主要経済国を含む欧州大陸の16カ国の国別リスク評価を格下げした。

ている。借コストの上昇は、住宅市場、ひいては建設活動に影響を及ぼすと予想される。これは住宅販売が急速に減少している米国で始まった。この2年間、非常に力強い回復を見せてきた住宅ローン金利の上昇（年初から200bp上昇）と住宅価格の上昇（前年比20%上昇）が需要を冷え込ませている。米国でも、世界の他の地域と同様に、この部門は投入コストの上昇に直面しており、特に高いままである木材の投入コストの上昇に直面している。

ほとんどの政府は家計支援策を迅速に実施しており、企業支援策もここ数カ月で比較的少ないながら実施しているが、一部の国では持続的な財政赤字が金利上昇を背景に財政の継続可能性に対する疑問を引き起こしている。特にユーロ圏では、ECBの債券買い入れ停止と金利上昇が連動して作用するだろう。このような金融政策の変更が実施される以前から、このように単純な予想によって、域内のすべての国の借入金利が上昇し、とりわけ最も有利な資金調達条件を持つ国であるドイツとその他の国との間の金利差が拡大しつつある。リスク忌避が強まる経済危機の際によく見られるように、市場差別的メカニズムがすでに定着し始めていることを示しながら、ユーロ圏最大の債務国であるイタリアとギリシャの利回り格差は、他の加盟国をはるかに上回る勢いで拡大した（図表8）。このような緊張を緩和するため、ECBは、必要に応じて借入金利を引き下げるために、満期を迎えた投資を危機に陥った国の債券に再投資することを躊躇しないと表明し、新たな「反細分化」政策に取り組んでいることを表明した。しかしながら、ソフトランディングに向けた当局の努力にもかかわらず、リスクが高まっている世界経済では、たとえ10年前の状況（特に対外収支の再均衡）でなくても、どのようなシナリオも起こりうる状況となっている。

図7:  
ブレント原油価格(米ドル、ユーロ)



出典: Refinitiv Datastream, Coface

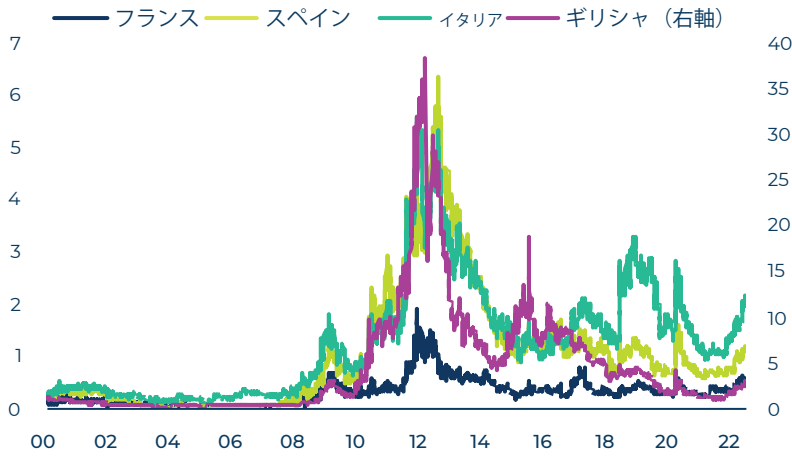
イタリアは例外で、西欧では既にA 4と最も高いリスクレベルに格付けされていた。

信用状況の悪化を特徴とする環境の中で、建設部門は最も脆弱な部門の1つである。このため、特に中欧・東欧、西欧・北米で多くの格下げが発生している。現在では、すべての地域で「高リスク」または「超高リスク」と位置づけられ

コファスの描く主要な見通しは、今後18カ月の間に景気が大幅に減速し、インフレが徐々に減速することを示唆している。コファスの成長予測では、先進国の成長が特に悪化する

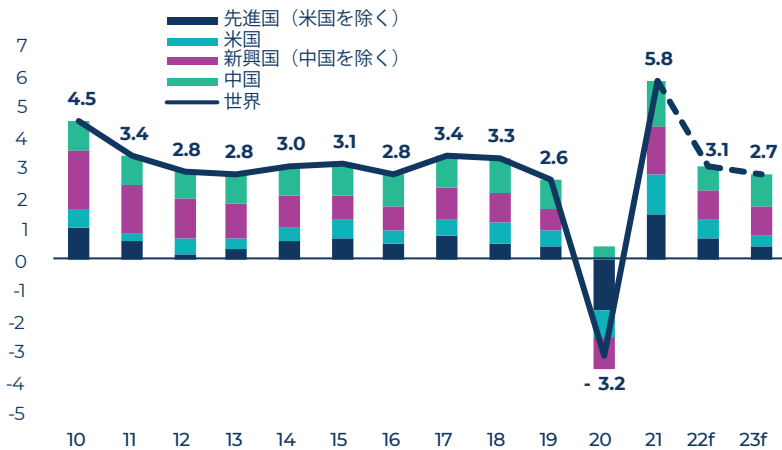


図 8:  
 スプレッド対ドイツの借入金利率(%)



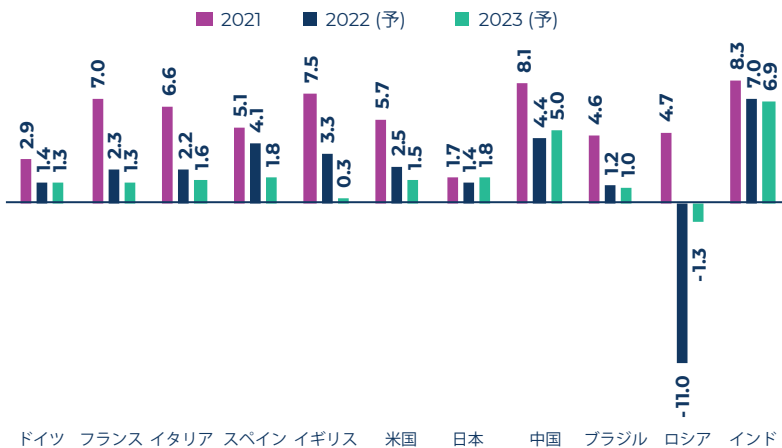
出典: Refinitiv Datastream, Coface

図 9:  
 世界のGDP成長(前年比%)



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

図 10:  
 特定の国のGDP成長(前年比%)



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

と予測している。コロナ禍の不況の年である2020年を除けば、10年間で最低の成長率を記録するだろう。世界経済には多くの下振れリスクがあるが、インフレには上振れリスクが残っている。インフレを抑制するために、中央銀行は経済を不況に追い込もうとするかのような傾向が懸念される。また、この不況は、物価増加が続く場合よりも穏やかなものになることを期待しているが、引き締め政策を実行しない場合、より激しい金融ショックが起こるだろうと予想されている。慢性的な供給不足で商品価格がなかなか下がらないため、需要が減り、インフレ率が高いまま推移するリスクも否定できないだろう。これは、多くの政府が(減税や払い戻しを通じて)エネルギー支出への補助金を継続すると発表しており、それによって需要調整が妨げられていることを考えると、特に重要である。

# カントリーリスク評価の アップデート

(2022年第2四半期)



## 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

国		前回の評価		現在の評価
アンゴラ		D	↗	C
ブラジル		C	↗	B
オーストリア		A2	↘	A3
ベルギー		A2	↘	A3
チェコ		A3	↘	A4
エストニア		A2	↘	A3
フランス		A2	↘	A3
ドイツ		A2	↘	A3
ハンガリー		A3	↘	A4
アイルランド		A3	↘	A4
カザフスタン		B	↘	C
ラトビア		A3	↘	A4
リチュアニア		A3	↘	A4
ポーランド		A3	↘	A4
ポルトガル		A2	↘	A3
ルワンダ		A4	↘	B
セルビア		B	↘	C
スロバキア		A3	↘	A4
スペイン		A2	↘	A3
イギリス		A3	↘	A4
ウズベキスタン		B	↘	C

# セクターリスク評価の アップデート

(2022年第2四半期)

地域ごとのセクターリスク評価

	アジア・ パシフィック	中東欧	ラテン アメリカ	中東+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	▲	▲	▲	▲ ↑	▲	▲ ↓
衣料・繊維	▲	▲	▲	▲	▲	▲
運送	▲	▲ ↓	▲	▲	▲	▲ ↓
木材	▲	▲ ↓	▲	▲	▲	▲

\* Information and Communication Technologies  
 Source: CoFas

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	▲	▲	▲	▲	▲	▲
衣料・繊維	▲	▲	▲	▲	▲	▲
運送	▲	▲	▲	▲	▲	▲
木材	▲	▲	▲	▲	▲	▲

## 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

\* 情報通信技術  
 出典: コファス



中東欧

	中東欧	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	▲	▲	▲	▲
衣料・繊維	▲	▲	▲	▲
運送	▲↓	▲	▲↓	▲
木材	▲↓	▲	▲↓	▲

\* 情報通信技術  
 出典: コファス

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	▲	▲	▲↓	▲↓	▲
衣料・繊維	▲	▲	▲	▲	▲
運送	▲	▲	▲	▲	▲
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	■	■	■	■	■ ↓
自動車	■	■	■	■	■
化学	■	■	■	■ ↓	■
建設	■	■	■	■	■
エネルギー	■	■	■ ↑	■	■ ↑
ICT*	■	■	■	■	■
金属	■	■	■	■ ↓	■
製紙	■	■	■ ↑	■ ↓	■ ↑
医薬品	■	■ ↑	■	■	■
小売	■ ↑	■	■ ↑	■	■
衣料・繊維	■	■	■	■	■
運送	■	■	■	■	■
木材	■	■	■	■	■

\* 情報通信技術  
 出典: コファス

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	■	■	■
衣料・繊維	■	■	■
運送	■	■	■
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



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	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	低リスク	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	高リスク	超高リスク	高リスク	高リスク	高リスク	超高リスク
化学	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	低リスク ↓	中リスク ↓	低リスク ↓	中リスク ↓	低リスク ↓	中リスク ↓
建設	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	低リスク ↓	中リスク ↓	低リスク	高リスク ↓
エネルギー	高リスク	中リスク ↓	中リスク ↓	高リスク	高リスク	高リスク	超高リスク ↓	低リスク	高リスク
ICT*	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク ↓	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク
金属	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	高リスク	低リスク	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓
製紙	中リスク ↓	低リスク	中リスク ↓	低リスク	中リスク ↓	低リスク	中リスク ↓	高リスク	高リスク
医薬品	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク
小売	中リスク ↓	低リスク	中リスク ↓	高リスク	中リスク ↓	中リスク ↓	中リスク ↓	低リスク	高リスク
衣料・繊維	超高リスク	高リスク	超高リスク	超高リスク	超高リスク	高リスク	超高リスク	超高リスク	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	超高リスク	高リスク	超高リスク
木材	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	低リスク	中リスク ↓	低リスク	中リスク ↓

\* 情報通信技術  
 出典:コファス

その他の国

	ロシア	南アフリカ
農業食品	低リスク	低リスク
自動車	高リスク ↓	高リスク
化学	中リスク ↓	中リスク ↓
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 ↓	低リスク
金属	中リスク ↓	中リスク ↓
製紙	中リスク ↓	低リスク
医薬品	低リスク ↓	低リスク
小売	中リスク ↓	高リスク
衣料・繊維	高リスク	超高リスク
運送	高リスク ↓	高リスク
木材	中リスク ↓	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



世界経済  
を解説する  
2022年第二四半期

coface  
FOR TRADE

## 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、70年以上ミクロ経済学的データを収集

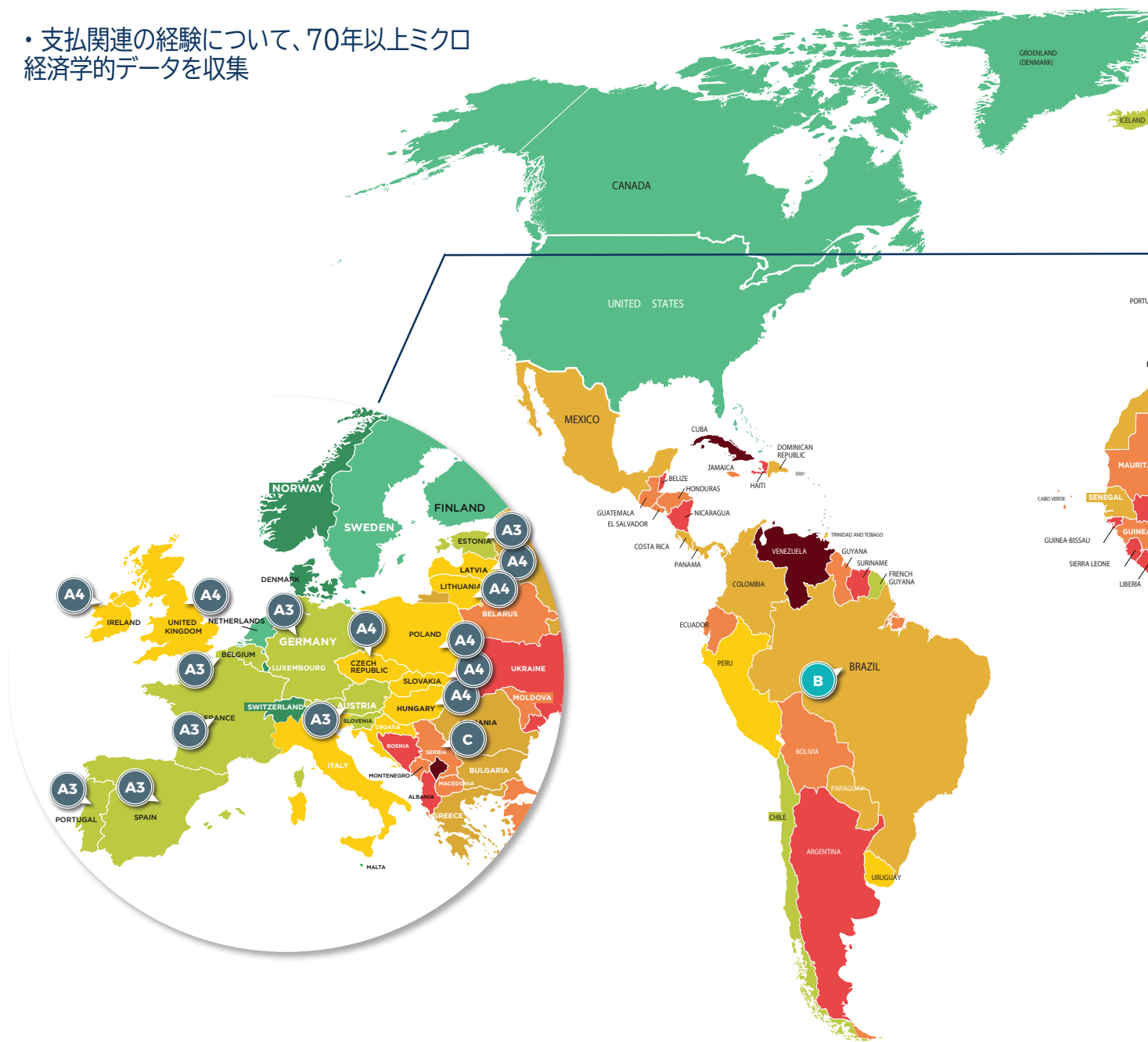
### 債務不履行リスク



格上げ

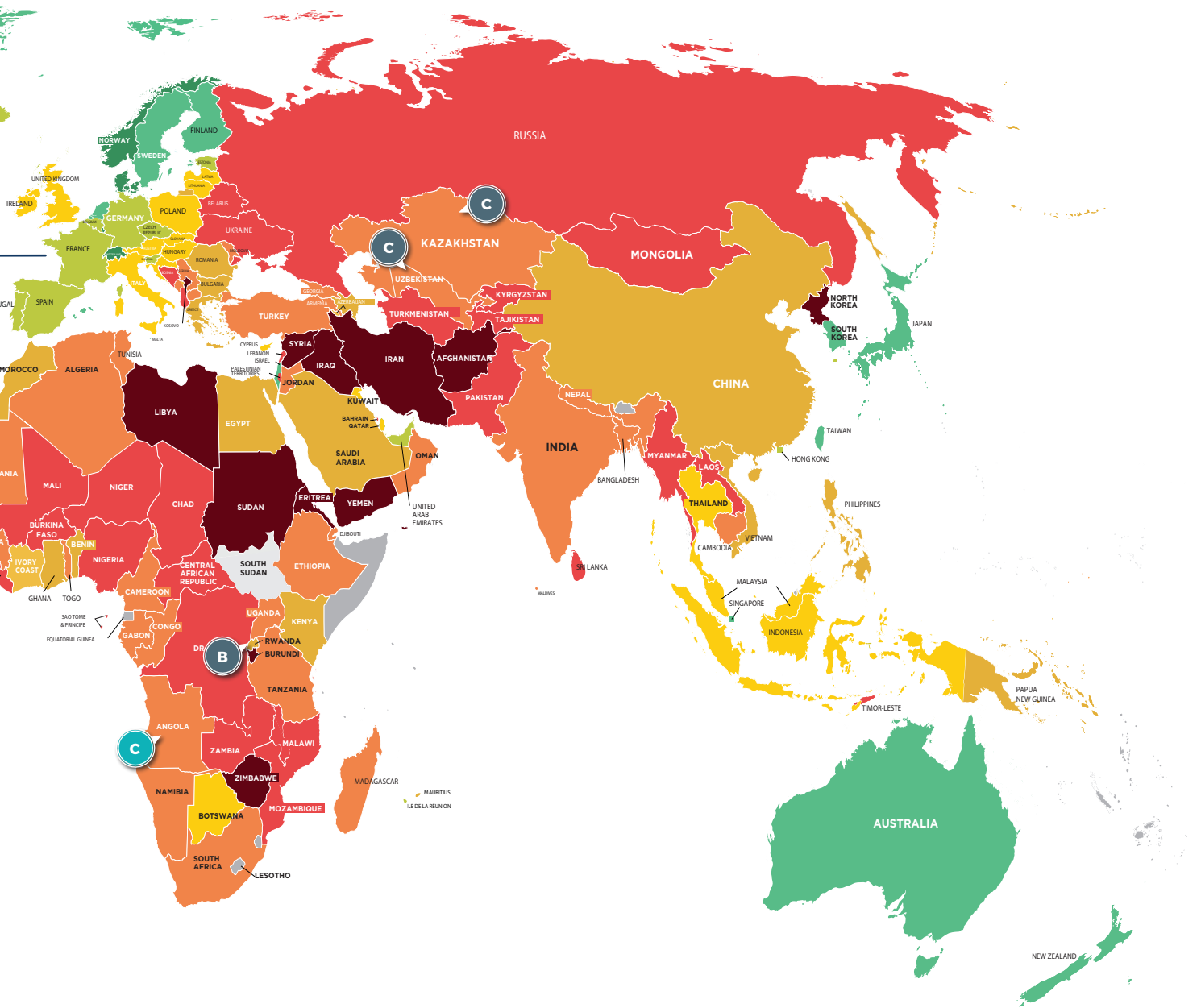


格下げ





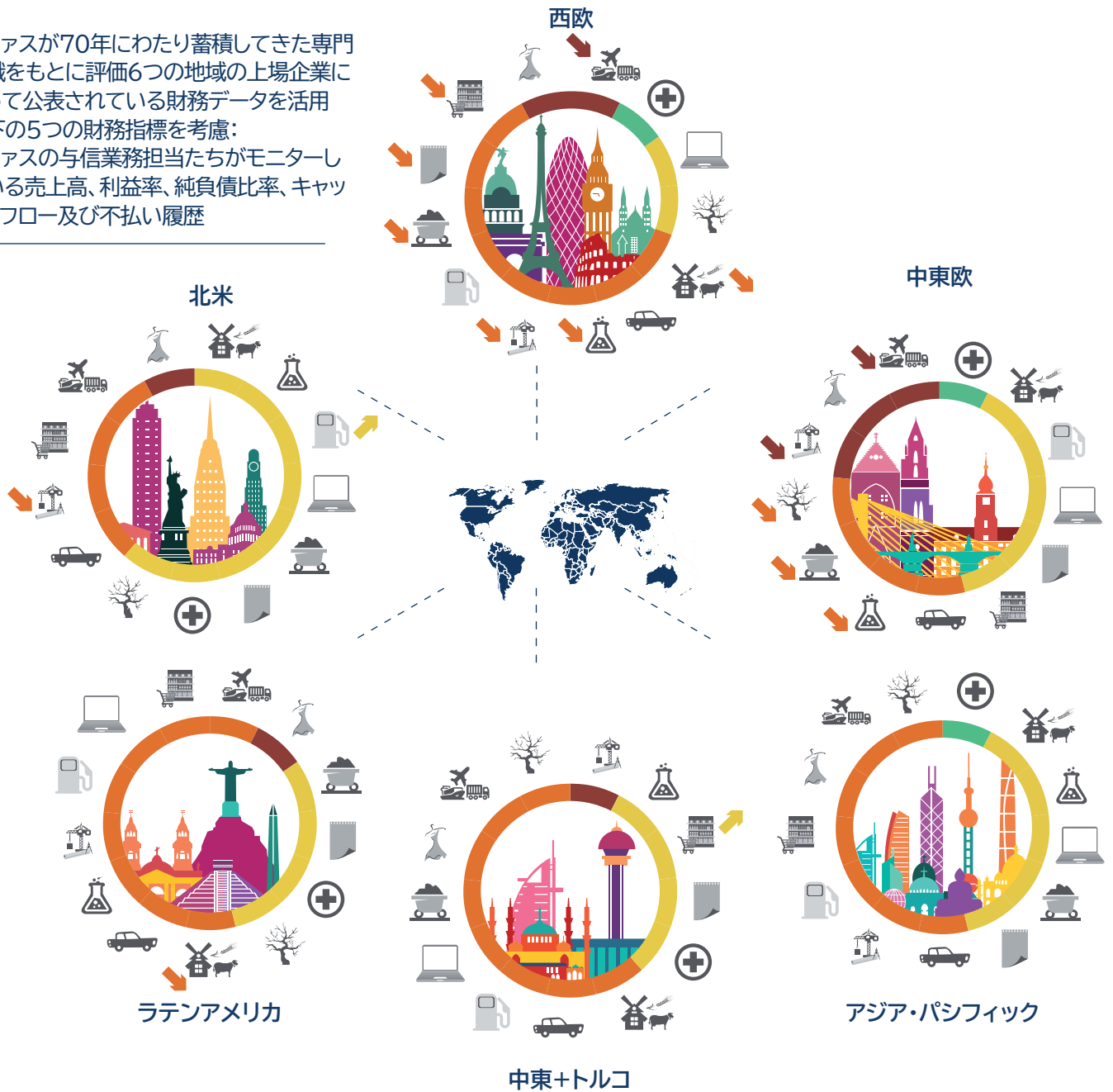
# リスク評価マップ



# セクターリスク評価 2022年第2四半期

## 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



- 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

- 衣料・繊維
- 運送
- 木材

\* 情報通信技術

- 格上げ
- 格下げ



## 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*

**Ruben Nizard**

Head of Political  
Risk Analysis  
Economist, North America  
*Toronto, Canada*

**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*

**Simon Lacoume**

Sector Economist  
*Paris, France*

**Aroni Chaudhuri**

Coordinator & Junior  
Economist  
*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*

---

#### 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/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