

新型コロナウイルスが 深刻な打撃を及ぼす

アトラディウス経済見通し



アトラディウス・エコノミック・リサーチ

John Lorie、チーフエコノミスト

john.lorie@atradius.com

電話 : +31 (0)20 553 3079

Theo Smid

theo.smid@atradius.com

電話 : +31 (0)20 553 2169

免責事項

本レポートは情報提供のみを目的とするものであり、いかなる読者に対しても投資助言、法的助言、または特定の取引、投資、もしくは戦略に関する推奨を行うものではありません。読者は提供された情報の利用に関し、商用または非商用を問わず、必ず独自の独立した判断に依拠するものとします。アトラディウスは、信頼できる情報源から得た情報を本レポートに掲載するよう最善を尽くしていますが、過失もしくは不作為、またはこの情報の使用に起因して生じる結果に対して一切の責任を負わないものとします。本レポートに含まれるすべての情報は「現状のまま」提供され、完全性、正確性、適時性またはその使用に起因して生じる結果について、明示または黙示を問わず、いかなる保証も伴わないものとします。いかなる場合にも、アトラディウス、その関連するパートナーシップもしくは法人、またはそのパートナー、代理人もしくは従業員は、読者またはその他の者に対して、本レポートに含まれる情報に依拠した判断もしくは行為、またはいかなる機会の損失、利益の損失、製品の損失、ビジネスの損失もしくは間接的損失、特別もしくは類似のあらゆる種類の損害について、これらの損失もしくは損害の可能性について言及していた場合でも、一切の責任を負わないものとします。

著作権 アトラディウスN.V.2020

エグゼクティブ・サマリー

新型コロナウイルスの急速な拡大により、先進国と新興国の両方の経済に大きな打撃を与えている。ロックダウンは消費機会を減少させ、多くの企業が休業に陥ったことで供給サイドのショックを引き起こしている。2020年の現在、世界経済が直面している景気後退は、2008年～2009年の間に起きた金融危機よりも深刻である。2021年には堅調なV字回復を実現できるかは、非常に不透明感が高い。

重要ポイント

- 世界GDP成長率は、2020年が-5.0%の景気減速、2021年に6.5%の堅調な回復を予想している。経済回復は、ワクチンの開発と投与、あるいは、ソーシャルディスタンスが経済活動に及ぼす影響を世界がどれだけ克服できるかにかかっている。
- 新型コロナウイルスの感染拡大以前からすでに低調だった貿易成長率は、コロナウイルスにより需給面での圧力に直面したため、急激に減少している。2020年、世界貿易は約15%の縮小が予想されている。
- すべての先進国が、多かれ少なかれ新型コロナウイルスによるパンデミックの影響を受けている。先進国経済全体として見ると、GDPは2020年に-6.6%の景気減速、2021年には6.0%増の回復という道筋を辿ると予想している。
- ユーロ圏ではパンデミックの最悪期は終わったと思われるものの、2020年は歴史的な景気後退に直面している。この打撃を和らげるため、大規模な財政刺激策が動員されている。
- 米国では、中国との貿易戦争によるマイナスの影響により、ロックダウンによるマイナスの影響にさらに拍車がかかっている。景気後退が雇用に大きく影響を与えており、失業率は劇的に上昇している。
- 日本は、景気後退対策としての金融政策の余地が限定的で、2020年は大きな景気減速に向かっている。観光業の収益が激減している。
- おそらく、中国を除くすべての主要新興国が、2020年に景気後退に直面すると予想される。景気後退の深さは、感染者数の変化を示すグラフの様子、政策的措置の効果、商品価格の下落による影響の程度など、国によって大きく異なる。

1. グローバルマクロ経済環境

新型コロナウイルスの拡大の抑制手段はロックダウンのみ

新型コロナウイルスは世界中で急速に広がっている。年初数か月は中国を中心に拡大していたものの、3月初頭から世界の他の地域にも感染が広がっている。最新のデータによると、全世界で登録された感染者数は1030万人、死亡者数は50万5千人である。¹特に米国の感染者数は260万人と非常に大きな打撃を受けている。欧州主要5か国では、英国、スペイン、イタリアが最も多く、これらの国々の感染者数は合計120万人に達している。感染者数は、特に米国と新興国では依然として増加しているものの、欧州諸国はこれらの国々と比較してウイルスの拡大を比較的うまく抑え込んでいる。中国は3月上旬にウイルスの拡大を抑え込んだ。新興国での感染者数は、中南米諸国（特にブラジル）、ロシア、トルコ、イランなど、比較的限られた国に集中している。インドでは、一人あたりの感染者数はまだ比較的少ないものの、感染者数自体は増加中である。

新型コロナウイルスの症状はインフルエンザに似ているものの、インフルエンザよりもはるかに深刻であり、重症化した場合、重度の呼吸器疾患、腎不全、最悪の場合は死に至ることさえある。ワクチンも治療法も存在しない中で、ウイルスの拡散を抑えるには、1.5メートルと設定されている物理的な距離（ソーシャルディスタンス）を十分に保つしか方法はない。²世界各国の政府がロックダウン政策に逆戻りしたのはこれが理由だ。³ロックダウン状態では、人々は自宅に閉じこもり、食料など必需品の購入といった場合にしか外出できない。不要なサービスを提供するビジネスはすべて閉鎖される。ロックダウンは、新規感染者数を示す曲線の「フラット化」（新規感染者数の減少）を目指したものだ。新規患者数が減少するに伴い、ロックダウンは徐々に緩和される。特に先進国でこの現象が見られる。

¹ 登録された感染者数には、実際の感染者数が含まれておらず、実際の感染者数は膨大な数にのぼる。感染者としては重症化した人だけが登録されている。その人数は感染者全体の約20%である。

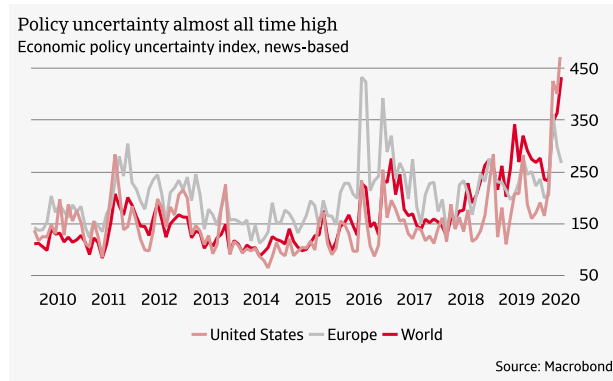
² この値は科学的に裏付けられたものではない。20世紀に陸軍の兵舎で感染症の蔓延を防ぐうえで有用だった兵士同士のベッド間の距離（90 cm）に関する研究に基づいている可能性が高い。

³ インペリアル・カレッジ・ロンドン によるモデリングは、ロックダウンがなければウイルスが壊滅的な影響を及ぼすことを示している。実際、このウイルスへの対策を行わなかった場合、米国では非常に短期間に330万人が死亡することになる。さらに、公共（および民間）の医療制度では、それだけの数の患者に対応できなくなるだろう。

ロックダウンは経済に深刻な打撃を及ぼす

単にウイルスが存在するだけで、ロックダウンを行わなかった場合、すでに大きな経済的影響が及ぼされると考えられる。感染のリスクは、旅行、娯楽、レジャーサービスの需要減に対して直接的な影響がある。さらに、ウイルスがもたらす不透明感の高まりにより、他の商品やサービスへの需要も減少する。経済へのこういった影響は、間違いなくコントロール可能だったと考えられるが、ロックダウンは深刻な経済問題を増大させた。

1.1 政策の不透明感は過去最高水準に到達



ロックダウン中は、レストラン、理髪店、スポーツ、劇場など、不要なサービスがすべて休業となるだけでなく、在宅勤務ができない状況であっても、職場への通勤が制限される。その結果、多くの企業、特に工場が休業せざるを得なくなるため、商品やサービスが生産できなくなり、供給サイドのショックが発生する。さらに、労働者が所得を失うことで需要が低下し、経済の不透明感がさらに高まる。予備的貯蓄が増え、消費が落ち込む。需要の減少と不透明感に直面した企業は、設備投資を削減する。株価の下落により企業の状況がさらに悪化し、資金調達のための機会が制限される。実際、現在でも生産可能な製品やサービスに対する需要が圧迫されている。最終的には、需要ショックを伴う供給ショックが発生する。GDPへの影響を把握する目的でフランス国立統計経済研究所（INSEE）が行った試算によると、フランスが厳しいロックダウン状態にあった4月には、GDPが前年比で-30%となった。政策の不透明感が過去最高水準に近づいているのも頷ける。

2020年は厳しい世界景気後退、 2021年は力強い景気回復

新型コロナウイルスの拡大によりもたらされる経済的影響が世界各国で全く同じというわけではない。中国は2か月間のロックダウンを経て経済を再開したものの、米国は依然として危機の真っ只中にあり、欧州は後れを取っている。これは、中国の製品やサービスが世界のその他諸国からの需要の大幅減に直面し、中国の回復が妨げられることを意味する。

経済にもたらされるマイナスの影響は、先進国と新興国市場経済（EMEs）の両方で強く、明白だ。さらに、コモディティに依存しているEMEsは、原油を含むコモディティ価格の暴落による影響を受けている。投資家の間でリスク回避の動きが高まっているため、米国債などの安全な資金逃避先に対して多額の資金が流入している。これらの要因は、やや反転しているものの、新興国の為替レートに押し下げ圧力をかけている。この点はコントロール可能かもしれないものの、現状が原因で発生する可能性がある弱小新興国向けの借り換え問題についてはコントロール不可能かもしれない。2008年～2009年に発生した金融危機後とは異なり、急成長中の新興国、特に中国の需要が世界経済を救うことはない。

こういった状況で浮上してくるのが、世界経済が大きく圧迫されているという見通しである。2020年の深刻な世界的景気後退は避けられない。中国はかろうじてGDPプラス成長を維持できるかもしれないが、他のどの国々も景気後退から抜け出すことはできないだろう。ここで出てくる問いは、世界経済がどこまで落ち込むかということである。答えは、2008年～2009年の景気後退さえ下回る、非常に低い水準まで落ち込むということだ。⁴

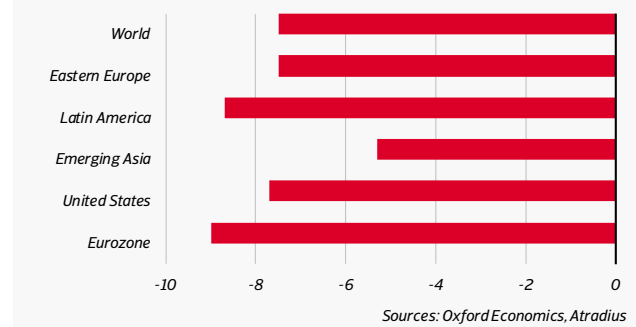
Table 1.1 Real GDP growth (%) - global regions

| | 2019 | 2020f | 2021f |
|----------------|------|-------|-------|
| Eurozone | 1.2 | -8.0 | 6.3 |
| United States | 2.3 | -6.1 | 6.3 |
| Emerging Asia | 5.2 | -0.1 | 7.9 |
| Latin America | 0.5 | -6.8 | 5.3 |
| Eastern Europe | 2.4 | -5.0 | 5.3 |
| World | 2.5 | -5.0 | 6.5 |

Sources: Oxford Economics, Atradius

1.2 2020年のGDP成長率予想の変化

Change in 2020 GDP growth forecasts
Percentage point change since May Economic Outlook



世界経済がどこまで落ち込むかという問いに答えるためには、仮定を立てる必要がある。ウイルスの拡大についてではなく、本当の意味での封じ込めと通常的生活への復帰がいつ頃になるのかということに対する仮定である。ワクチンの発見、あるいは、経済活動に対する社会的距離の影響を世界がどれだけ克服できるかという仮定を示す。当社のベースケースシナリオでは、これが実現されるのは2021年初頭と仮定している。これよりも早い時期を想定したシナリオの場合、ロックダウンが2020年第2四半期にピークを迎えその後減少し、第3四半期から第4四半期にかけて緩やかに緩和されていくという見通しである。ワクチンが開発されないまま経済活動が制限されている限り、ロックダウンの緩和には限界がある。

供給サイドでは、企業が提供できる製品やサービス、特に消費者に提供できるサービスが減少する。例えば、レストランは、社会的距離に関する規制のため、サービスを提供できる人数が以前よりはるかに少なくなった。さらに、この供給サイドの問題とは別に、不透明感により需要も抑えられる。これこそが、*The Economist*誌が指摘した「9割経済」である。ワクチンが見つかるか、社会的距離がもたらす弊害が何らかの形で克服されるまで、現在の状態に囚われたままだ。

これらの想定を域を出ないこれらの重要な前提を除けば、中央銀行や政府ができる限りの措置を講じ、ロックダウンがもたらす経済的ダメージを抑え、ロックダウンが緩和されることで経済が活性化することが前提となっている。本書に示した見通しでは、これらの前提が妥当であることをかなり詳しく論じている。さらに、予想を行った期間中は原油価格が比較的安く、米中貿易戦争は再開しないと想定している。

これを念頭に置いたうえで、世界経済は2020年上半年に深刻な打撃を受け、その後は徐々に回復していくと予想している。2020年には深刻な景気後退（GDP成長率は-5.0%）となり、2021年には6.5%まで回復すると予想している。米国や欧州が2020年に経験した経済活動への打撃は、新興国と比較すると深刻であるが、回復は世界各国で均等に起こると予想される。これはV字回復の見通しであるが、グラフ上に表した場合、景気減速を示すグラフの直線よりも、回復の動きを示すグラフの直線の方がより長く、傾きが緩やかになることは間違いない。

⁴ 2008年～2009年の金融危機と比較した2点の違いを指摘したい。(i) 金融危機は金融システムに端を発したものであったが、現在の危機は公衆衛生ショックである、(ii) 金融危機は先進国の危機であったが、現在の危機はグローバルである、という点で異なっている。

ボックス1：ロックダウンは経済的に意味がある⁵

死を引き起こす新型コロナウイルスに対して世界各国が採った政策で、イタリアやスペインのような非常に厳格なものから、スウェーデンのようなやや緩やかなものまで、形態は異なるものの、どの国も一様にロックダウンを講じたことは驚くべき事実だ。どの国の政府も、パンデミック対策として、ソーシャルディスタンスの実施を市民に課している。しかし、こういった政策は莫大な経済的コストが伴う。これは、ロックダウンについて非常に多くの形態が存在するという事実と同様に、公衆衛生の保護と経済活動の維持との間にトレードオフが存在することを示している。一見すると、このようなトレードオフを評価することは困難と思われる。経済的に見てコストは明らかであるが、利益は（はるかに）少ないものの、経済学は依然として、こういったトレードオフを評価できるよう、大まかに2つのアプローチを提供している。

第一のアプローチは費用便益分析に基づくもので、GDPの損失との比較で見てロックダウンによって救われた人命を評価しようとするものである。米国を対象とした研究では、中程度のソーシャルディスタンスを3~4か月間にわたって行うことで、行わない場合と比較して、1億人あたりの死亡者数が50万人（0.5%）減少することが示された。救われた人命に関する詳細な年齢別の数値を用い、これが米国のGDPの約30%に相当すると結論付けている。米国の場合、新型コロナウイルス関連の成長率の下方修正は2020年には8%近くに達し、2021年には回復する。このことは、最低でも現在のロックダウンのやり方は、経済的な観点から見ると有意義であることを示唆している。研究に基づく、高齢者の場合、生存率は相対的に低くなっているものの、救われた人命が年代間でより均等に分布すると仮定した場合、さらに有意義な結果が得られる可能性があり、利益はGDPの約45%と推定される。

もう一つのアプローチとして、もう少し洗練されたものが挙げられる。伝染病がどのようにして広がっていくかを説明するモデルを元に始めるアプローチだ。新しい疾病が発生した場合、人口全体に広がることで、人口の大部分が影響を受ける可能性がある。最近のマクロ経済学の文献では、経済活動をこのようなモデル、特に（経済的に関連のある）感染拡大に対する行動的反応に結び付けている。個人それぞれが病気から身を守った場合、経済活動は低下する。それでも、医療制度が病気に対応できなければ、他人が感染し、さらに多くの人々が死亡することになる。つまり、政府による干渉がなければ、ウイルスに対する個人の対応は、他人への影響を十分に考慮していないという意味で見ると消極的すぎるといえることである。⁶ 社会全体の利益を目的としたロックダウンを課すことで、政府が干渉する理由になる。⁷ このことは、（防衛行動や病気による）消費の損失や死亡という観点から評価されるロックダウンのコストを、ロックダウンを行わない場合のコストと比較すれば明白だ。これらの研究結果に基づくと、ロックダウンでは消費が20%以上減少するのに対し、ロックダウンを行わない場合は7%の減少、死亡率は0.5%から0.26%に低下する。最初に紹介したアプローチと同等の救われた人命の価値を評価する方法を用いた場合、大規模なロックダウンは福祉を改善するというのが結論だ。厳しいかもしれないが、これらのモデルによれば、ロックダウンは経済的に有意義であり、ロックダウンを行わない場合の方が結果は悪い。

⁵ この部分は、Boissay, F., Rees, D.およびRungcharoenkitkul, P.による『Dealing (2020) with Covid-19: understanding the policy choices, BIS Bulletin 19』を参考にしている。

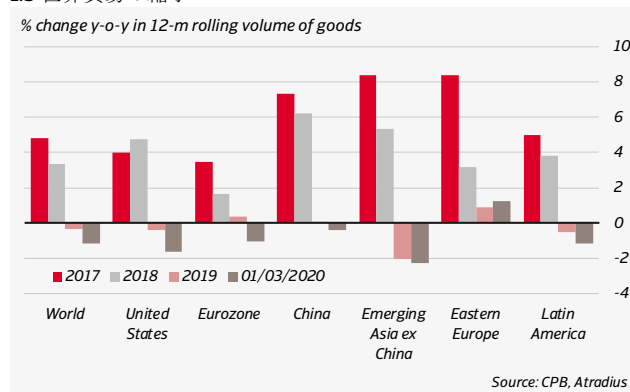
⁶ サッカー選手がプライベートなバーベキューでチームの休憩を取っていると仮定する。ウイルス感染者が1人いる場合、バーベキューの間に感染者が簡単に増殖する可能性があり、感染した選手は軽度の症状で済んだとする。しかし、サッカー選手ではない、免疫力の低い人に感染する可能性もある。

⁷ 経済学者はこれを負の外部性と呼ぶ。

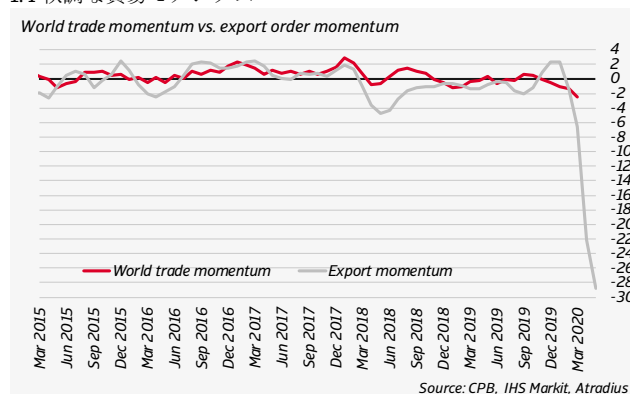
停滞中の世界貿易が暴落に直面

新型コロナウイルス発生時、世界貿易はすでに停滞していた。2008年~2009年の金融危機では、長期平均成長率5%から状況が転換した。中国はより多くの現地生産を始め、輸送コストはもはや低下せず、貿易金融は品薄になり始めていたことに加え、2018年にはアメリカが中国との貿易戦争を開始した。実際、世界経済が危機以来最低の成長率にまで落ち込む中、2019年の貿易成長率はわずかではあるがマイナスに転じた。年末までには、貿易協定の「第1段階」の下で中国が米国の輸出品を2000億米ドルという驚異的な金額で購入することに合意したため、より良い時代に向けて希望が戻ったところ、その後新型コロナウイルスが発生した。2020年3月までの第1四半期の予想では、世界貿易が-1.2%という、さらに暗い見通しを示している。⁸これは始まりに過ぎない。新型コロナウイルスは2020年の見通しをさらに悪化させ、世界貿易は約-15%と予想されている。それでも、当社のベースケースシナリオでは、2021年には力強い回復を見込んでいる。

1.3 世界貿易の縮小



1.4 軟調な貿易モメンタム



過去10年間の平均貿易成長率が世界のGDP成長率2.5%をわずかに下回っていたことを考えると、GDPの落ち込みが-5%であることと比較して、貿易成長率の落ち込みの予想はやや大きいように思われる。オックスフォード・エコノミクスの調査によると、景気後退時の貿易成長率の低下はGDPの低下の2~4倍の規模になる可能性がある。世界のGDPが5%減少すると予想される中、当社の推定である-15%は、このような関係の中間を反映している。別のアプローチとして、鉱工業生産と

⁸ 前年同期と比較した12か月の移動平均で算出しているため、2020年3月の変化は、2018年3月~2019年3月と比較して、2019年3月~2020年3月の期間をカバーしている。

(商品の)貿易との関係を考えて場合、長期的には1.3という比率が見られる。⁹ 鉱工業生産は世界的に8%の減少が予想されているため、貿易の-15%はやや上限にあると考えられるものの、4つの要因がこの予想を下支えている。1点目として、推定される関係は長期的なものであり、グローバル化に関連して生じたサプライチェーンの結果として、過去10年間で微増したと思われる。2点目として、危機時には、この関係は「通常の景気後退」と比較した場合影響が過小評価されていることが分かっている。2008年～2009年の金融危機では、金融、特に貿易金融が問題となり、世界貿易は12%減少し、一方でGDPの成長は停止した。3点目として、現在の状況では、金融は特別な問題ではない。むしろ、渡航禁止、隔離、そして命令されたわけではないが自宅に居たいという願望が蔓延しており、これはグローバル化が止まったことを示している。飛行機を着陸させることは、運賃が上昇することを意味する。それに加えて、国境検問や渡航制限による国際移動に必要な時間が増え、商品を陳列するのがより難しくなる環境にある。世界貿易機関(WTO)の計算によると、輸入品に課される平均関税8%に40～50%のコスト増が加わり、3～4%のコスト増になるとのことだ。4点目として、危機時によくある突発的な輸送問題が発生した場合、企業は在庫レベルを下げる可能性がある。

原油価格が急落しても役に立たない

世界経済における広範なロックダウンの影響は、石油市場にまで及んでいると言っても過言ではない。年初に北海ブレント原油価格が1バレル=70米ドルに達し、4月21日には1バレル=9米ドルまで急落し、その後は1バレル=30米ドル台半ばに反発した。¹⁰ 石油輸出国機構(OPEC)諸国間で2020年に日量970万バレルの減産で合意したことが反発の引き金になった。これは2022年まで続く想定される。これにより、サウジアラビアが3月初旬にロシアとの間で始めた価格戦争は中断された。両国とも、原油価格が底値の状態では、短期的であっても対処できないのである。外出禁止政策により道路や空路の交通量がかつてないほどまで減少したため、4月の石油需要は30%(日量約3000万バレル)も減少した。本来、非弾力的な石油生産は¹¹、このような短期間での調整ができないのは必然であった。通常であれば、このような低価格であれば需要はすぐに回復するが、ロックダウン中はすぐには回復しないことから、原油価格の低迷が続いている。

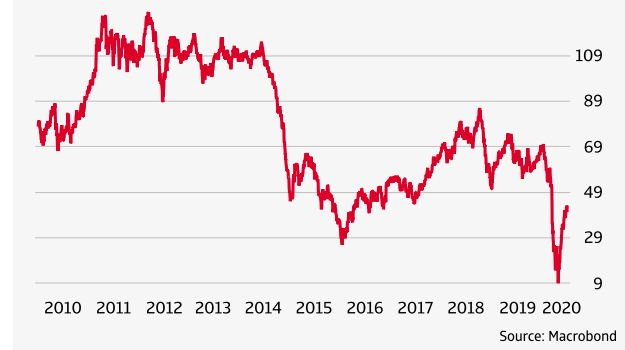
⁹ 言い換えれば、鉱工業生産の変化は1.3倍の貿易成長を誘発する。

¹⁰ さらに目を見張るものとして、前日に米国市場で見られた1バレル=-40米ドルの価格が挙げられる。-40米ドルとは屋敷崩れではない。通常の状況下で物理的な受け渡しを希望する当事者が購入するであろう、受け渡しを5月とする先物契約の満期が到来したことが原因である。しかし、米国で供給が十分にあること、および貯蔵能力に制約があることにより、これらの取引相手がその時点では市場に存在せずパニックが発生したことを示している。

¹¹ 米国の石油生産が世界規模で寄与を始めると、供給の非弾力性はある程度低くなった。損益分岐点価格が多数存在する比較的小規模な米国の企業は、大手石油会社よりもはるかに柔軟性が高く、生産量を価格に合わせて容易に調整できることから、供給がより弾力的になり、生産調整がよりスムーズになり、価格変動性がやや低下している。

1.5 原油価格が急落

Daily spot price, USD per barrel Brent



当社のベースケースシナリオでは、石油需要も回復すると予想している。2020年の石油需要は全体で日量9260万バレルと、2019年と比較して約8%減少すると予想されている。この場合、日量1150万バレルの在庫がまず引き下げられるため、原油価格を押し上げることはならないだろう。つまり、2020年の原油価格への上昇圧力は限定的であり、1バレル=35～40米ドル程度の水準にとどまることになる。本格的な原油価格の回復が期待できるのは、景気回復のペースが高まる2021年に入ってからだ。実際、2021年の原油価格は平均して1バレル=50米ドル前後になると当社では予想している。しかし、通常、原油価格の予想には高い不透明感が伴うものの、現在の状況ではさらに慎重な予想を行うことが求められる。ウイルスの第2波が発生したり、現在よりもさらにロックダウンが長期化したりした場合、景気回復が腰折れになるか、少なくとも(それ以上に)遅れる可能性がある。その場合、石油需要の低迷は長引くことになり、予想期間中では原油価格の下落が長期化することが予想される。OPEC協定に違反すれば、原油価格の回復も損なわれることが明白だ。¹²

このような原油価格の低迷が現段階でどういった役に立っているかどうか、疑問に思うことも、議論の余地もあるだろう。通常の状況であれば、原油価格が低ければ、追加的消費の余地が生まれ、そのメカニズムによって経済成長が支えられる。原油価格低迷により得られる恩恵は、投資を圧迫するというマイナスの影響を上回るものであり、世界はより良い状態になるだろう。¹³ 要点は、ロックダウン後の経済発展に関しては、現時点では非常に不透明感が高いということだ。つまり、消費増加により得られる恩恵は非常に緩やかなもので、当分の間は経済学者が予備的貯蓄と呼ぶものに消えていくことを意味する。この原因は、不透明感を理由とする自発的なものもあれば、ソーシャルディスタンスの継続により特定のサービスの供給が単に制限されていることを理由とする強制的なものもある。したがって、原油安は当面の間、世界経済にとってマイナス要因である。

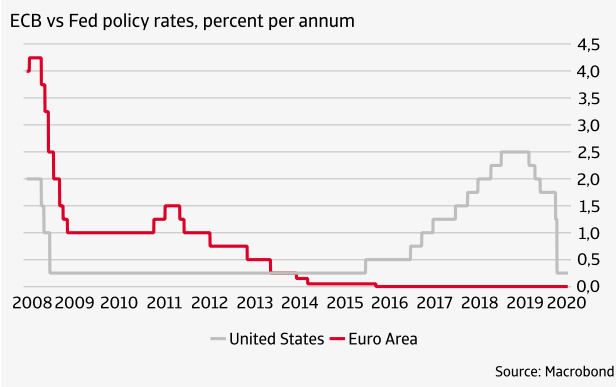
¹² 長期的には、特にアジアを中心とした長期的な経済成長がエネルギー需要を押し上げ、少なくとも部分的には石油で賄わなければならないと予想されるため、原油価格はエネルギーの見通しで示したように上昇トレンドを再開すると予想している。

¹³ 規模を分かりやすく言うと、現在の原油安により、米国の消費はGDPの0.5%分押し上げられる一方、投資はGDPの0.3%分押し下げられることになる。国際エネルギー機関(IEA)は、石油業界の投資レベルについて(5%増という予想とは対照的に)約-30%と予想している。

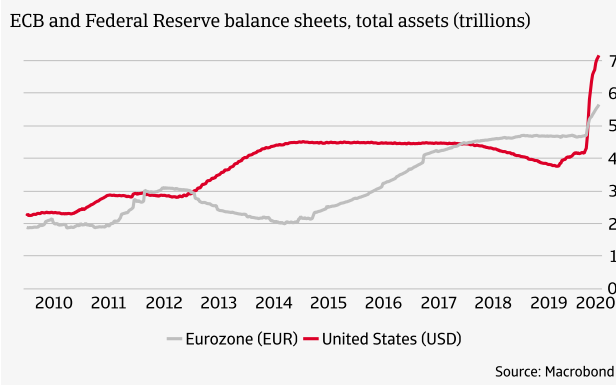
どのような金融緩和を使ってでも

春先にパンデミックが拡大したことを受け、金融当局は迅速に対応した。新型コロナウイルス以前の中央銀行はすでに引き締め姿勢から戻っていた。連邦準備理事会（FRB）は量的緩和（QE）を弱め、欧州中央銀行（ECB）は長期資金供給オペ（LTRO）IIIプログラムを実施していた。これらの動きにより、中央銀行は金融支援を大幅に強化せざるを得なくなった。¹⁴

1.6 金融緩和政策



1.7 中央銀行のバランスシート拡大



特にFRBは本腰を入れた。12日間で政策金利を150ベースポイント引き下げ、成長率とインフレ率が政策に沿った水準に戻るまで低金利を維持すると発表した。無制限のQEが発表されたのは、（海外の）金融市場が流動性をてこ入れするために資金が殺到したからである。さらに、金融機関、信用市場、さらには（直接的に）中小企業を支援するため、3.1兆米ドルに及ぶ一連の政策パッケージが用意された。これに対し、ECBはより慎重なアプローチを採用した。LTRO IIIプログラムの金利を2段階で0.75%引き下げ、-1.0%とし、貸出量を緩和した。金融引き締めの脅威に対処するため、資産買い入れプログラムを1200億ユーロ増額した。さらに、民間資産と公的資産を買い入れるための7500億ユーロのパンデミック緊急買い入れプログラム（PEPP）が開始された。これに加えて、金融市場を支援するためのパンデミック緊急長期借り換えオペレーション（PELTROs）が実施された。FRBが行った直接貸付をECBは実施していない。他の中央銀行もECBに合わせて行動した。イングランド銀行は政策金利を0.5%引き下げて

0.25%とし、2000億英ポンド規模のQEと中小企業への融資プログラムを開始した。中国やインドなどの新興国では、（比較的控えめな）利下げと金融システムへの流動性供給を兼ね合わせた形で金融政策の緩和を示唆した。ドラギ前ECB総裁がかつて述べたように、「Whatever it takes（何でもやる）」という姿勢である。

このように、強い、場合によっては圧倒的な金融政策支援が行われている。さらに、FRBは、経済を支援するために追加の政策手段を使う用意があることを明らかにしている。¹⁵ ECBはPEPPを開始する際に、必要であれば、夏の間に1.35兆ユーロまでPEPPを増額することを明らかにした。これまでのところはFRBのような直接融資を避けてきたが、その姿勢も今後は変わるかもしれない。¹⁷第二段階の金融緩和が行われる場合、他の中央銀行もそれに従う可能性が高い。¹⁸

では、この金融政策支援はどこまで成功すると予想されるのだろうか。答えは、金融政策介入は予防策としての役割を果たすという意味では成功している。

まずインフレについて見ていこう。中央銀行の共通の目標は、インフレ率を、懸念されているデフレからは十分に離れた水準である2%前後に抑えることである。¹⁹0.1%と1.2%の水準が予想されるベースケースシナリオでは、2020年、場合によっては2021年にこのような水準に到達する可能性は低いと考えられる。これは、新型コロナウイルス危機による需要の大幅減による直接的な結果であると思われる。不透明感が極めて高く、ロックダウンの下では、単純な強制的な供給削減により、家計や企業の支出が大幅に削減されるため、物価が上昇する可能性は低い。²⁰21 金融政策はインフレの低下を防ぐことはできないが、デフレへの悪化を防ぐことはできる。

¹⁵ Jerome H. Powellによる現在の経済問題、BIS中央銀行のスピーチ (<https://www.bis.org/review/r200513a.htm>) を参照のこと。

¹⁶ 特筆すべきは、このような準備は、これらの枠に基づき利用可能な金額のごく一部の960億米ドルしか引き出されていないことを考えると、大体において現在のレベルで十分であるということだ。このことはFRBの力を示している。

¹⁷ ECBの資産買い入れプログラムに関連した5月初旬のドイツ連邦憲法裁判所の判決については、この危機的な時期においては当社では特に懸念していない。要するに、裁判所の判決は、ドイツ政府に対し、3か月以内にプログラムを正当化するための慎重な論証を出すよう命じている。

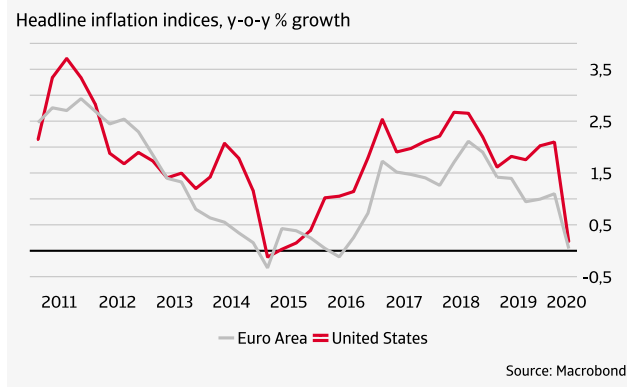
¹⁸ ここで疑問になるのは、いわゆるゼロ金利制約が近くなった今、ECBの場合のように金利引き下げの余地があるのかということだ。ここでの主な問題は、金利がマイナスに転じた場合、銀行が顧客に金利を転嫁し始め、大規模な現金の溜め込みが発生する可能性があることだ。そこで出てくる疑問は、どの程度のマイナス金利になると、家計や企業が大規模に現金を使い始めるのかということである。現在の-1%のレベルでは、現金を使うことは避けられる可能性があるものの、それ以上になると状況は変わってくる可能性がある。いずれにしても、銀行が貯蓄、特に家計にマイナス金利を課すことには限界がある。

¹⁹ デフレになると、家計や企業は将来価格の低下の恩恵を受けられるよう支出を先送りするため、需要が抑制される。

²⁰ ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスのチャールズ・グッドハートのような著名な経済学者は、大規模な供給制約と巨額の政府支出が物価を押し上げると考えていることから、この見解は完全に否定されているわけではない。
<https://voxeu.org/article/future-imperfect-after-coronavirus> を参照のこと。

¹⁴ 詳細はhttps://www.iif.com/Portals/0/Files/Databases/COVID-19_responses.pdf を参照。

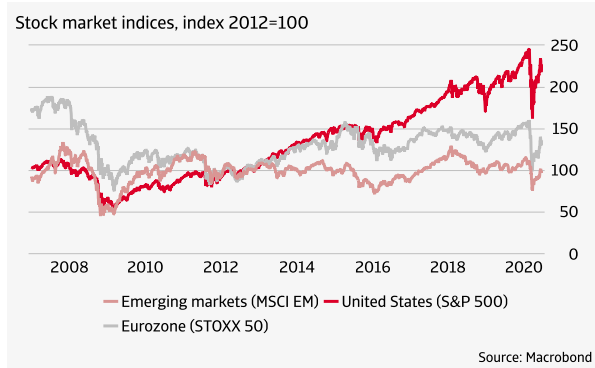
1.8 インフレ率の低下



しかし、より深いレベルで問題は変化している。実際、時間の経過とともに、新型コロナウイルス危機によって加速した脱グローバル化により、インフレ率がある程度上昇することが予想される。これにより、海外からの賃金競争が減り、インフレ率を低下させる要因が減ることになる。さらに、安全上の懸念、特に公衆衛生上の懸念がより顕著になるため、サプライチェーンが短縮され、サプライチェーン内の競争が減ることになる。また、新型コロナウイルスの影響が大きいため、企業が倒産し、生き残った企業が市場シェアを奪い合い、潜在的に価格決定力を獲得することで供給が減少する。

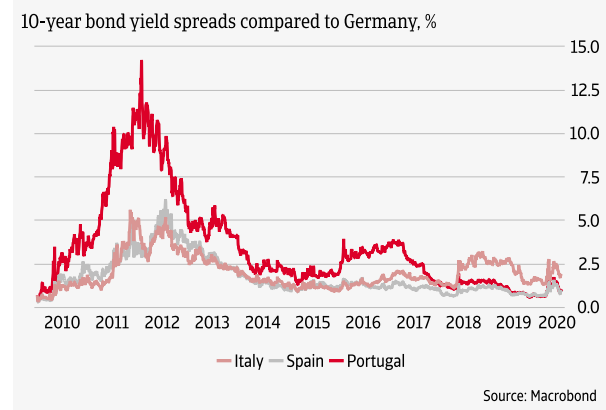
その後、新型コロナウイルス危機が進展し、経験した金融混乱を解決するために必要な金融市場の支援が現れる。株式市場は大きな打撃を受け、米国、ユーロ圏、新興国（MSCI EM）の指標は約1か月間で35%下落した。FRBが社債の買い入れを開始すると発表したことで、6週間で5600億米ドルという大規模な債券発行が開始された。国債のマイナス利回りに直面していた投資家は市場に戻り、米国外でも価格は反発したが、回復は起こらず、米国は新型コロナウイルス危機前と比較して現在-12%、MSCI EMは-20%、ユーロ圏は-24%となっている。

1.9 政策支援が株価を支え



²¹ 現状では、インフレを測定することは扱いにくい問題である。一例として、インフレ指数は、個人消費の一部が旅行で消費されていることを考慮に入れている。しかし、フライトの価格は依然として公開されているのに対し、これらの便は運航されていない。つまり、消費者の支出パターンが変化しており、インフレはそれを反映していない。

1.10 国債利回り

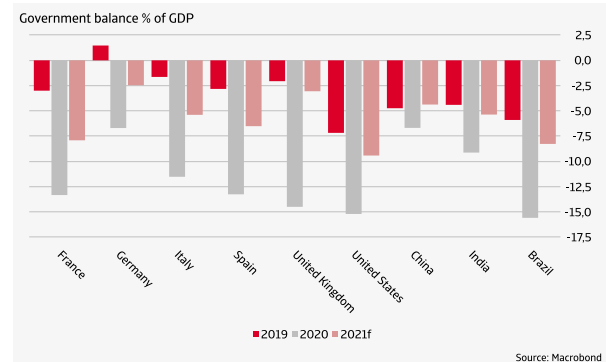


自動車メーカー、銀行、エネルギーなど、株価指数の構成比率が大きい大企業は、問題を抱えている、投資面での魅力が低いなどの理由で、ユーロ圏の財政回復は米国と比べて控えめだ。また、ユーロ圏に対する懸念が再浮上している。後者が正当化されるかどうかは、ECBがスペイン、特にイタリアのようなユーロ圏諸国の国債スプレッドをうまく抑制できている現在、未解決の問題である。これらの国々は、他の国々と同様に、政府による支援を増やしている。その結果、政府の財政赤字は10%台に突入している。しかし、これらの国々の財政状況、特に債務対GDP比により、政府による支援を増やすことはできない。国債のスプレッドが拡大し、特にイタリアとスペインの国債のスプレッドが急上昇し、ユーロ圏崩壊の懸念が生じることになるだろう。ECB PEPPがこれを防止している。

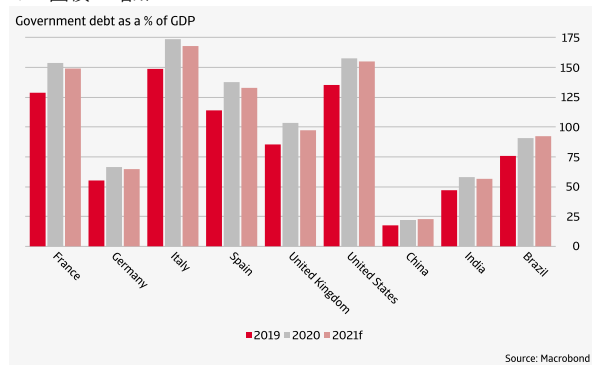
大規模な政府介入

新型コロナウイルス危機による経済状況の悪化に対処するため、金融政策が迅速かつ積極的に拡大される一方で、政府も同様に踏み込んできた。パンデミックとの戦いでは、医療サービスに対する需要の増加に対応するために医療費が増加する。これは通常、追加の政府支出につながる。新型コロナウイルスパンデミックは、医療サービスへの需要の増加とは別に、医療制度の崩壊を避ける目的でロックダウン措置が取られたという点でこれまでとは異なる。本来のロックダウンは経済の少なくとも一部を閉鎖することを意味するため、政府の介入によって被害を軽減する必要がある。各国政府は、世界のGDPのほぼ9%に相当する7.8兆米ドルと推定される巨額の財政支援を行い、その必要性を世界的に満たしている。

1.11 財政状態は2020年に悪化



1.12 国債の増加



介入は、短期的なGDPへのダメージ、そしておそらくもっと重要なのは、経済学者が「ヒステリシス」と呼ぶ、将来の成長を低下させるような、経済ネットワークや労働者や起業家のスキルセットに対する永続的なダメージを制限することを目的としている。²² 政府にとっての明白な第一歩は、流動性支援を提供することで企業や労働者を支援することである。これは、労働者に対しては政府支給の疾病休暇や家族休暇、転勤、失業給付、賃金補助、納税猶予など、企業に対しては倒産リスクを軽減するための流動性を提供することで、特に中小企業の倒産リスクを軽減することができる。ロックダウン後、政府は経済を再活性化させる取り組みを通じて信頼感を植え付ける必要がある。政府の役割は、医療や教育などの民間投資を軌道に乗せ、必要に応じて財政支援を行うことだ。また、インフラプロジェクトへの計画的な支出を加速させる必要がある。最後に、企業や家計の支出を税制や失業給付を利用して安定化させる必要がある。²³

現在の介入の焦点は、まだ第一段階にある。米国は、病院の資金調達を対象とした2.2兆米ドルのCARE法、年収7万5000ドル未満の成人一人あたり月額1200米ドルの支援、中小企業向けの緊急助成金と融資など、重要な救済措置を講じて介入してきた。CARES法を拡張・拡大する3兆米ドルの5つ目のパッケージが議論されている。欧州連合（EU）加盟国は、米国とは異なる特徴を持つ、企業を通じたパートタイムの失業給付（または完全な給与支払い）によって労働者と企業の関係維持を務める、ほぼ同様の個別パッケージを起草した。雇用保険、流動性供給、ESMクレジットラインを含む5400億ユーロのパッケージに合意した。かなり広範にわたる英国のパッケージは、655億英ポンドの景気刺激策だけでなく、収入が5万ポンド未満の労働者のための月々最高2500英ポンドの支援、影響を受けた企業のための3300億英ポンドの融資パッケージと、米国のパッケージに少し似ている。新興国については、中国は債務のさらなる膨らみを抑えるために、比較的緩やかな財政赤字の増加に加えて、中小企業向けの減税や融資・利子の支払いの延長などの措置を講じている。中小企業への融資は、国家による信用保証によって奨励されている。インドは、医療産業のために2650億米ドル（GDPの

10%）を拠出し、低所得世帯や中小企業に現金を提供している。

ロックダウンの影響を緩和することを目的とした政府による現在の支援は必要だが、それだけでは十分ではない。次のステップは、再活性化のための政策を設計することであるが、まだ実現できていない。例外は、フランスとドイツが最近発表したEUパンデミック基金の提案である。これは、7年間にわたってEU予算を介して助成金、融資、補助金を提供するものである。受け入れられれば、欧州統合の進展に向けた大胆な一歩となるが、²⁴より重要なのは、大打撃を受けた欧州南部の国々が他のEU加盟国と同じように回復できるよう支援することである。

財政政策による介入は明確な結果をもたらす。実際、2020年の追加支出にGDPの低下が相まって、政府の財政収支は、政府支出の増加を当社が主張した2019年11月の経済見通しの時点では想像もつかなかった水準にまで押し上げられた。ベースケースシナリオでは、米国の赤字はGDP比で10パーセントポイント以上、英国は13パーセントポイントとさらに増加しているものの、他の欧州主要国は7~9パーセントポイントの増加にとどまっている。ここで言う他の欧州主要国には特にドイツが含まれている。しかし、そのレベルは比較的小幅な水準にとどまっている。主要新興国では、財政面からの景気刺激策はそれほど顕著ではない。GDP比で見た財政赤字の増加は、中国では2パーセントポイント、インドでは4.7パーセントポイント、ブラジルでは9.7パーセントポイントとなっている。緊縮策による大規模な赤字削減は2021年には行われないと当社では考えているが、GDPが回復すると赤字削減が大きく後押しされるだろう。

これは懸念すべきことなのだろうか。債務対GDP比の増加を見れば、懸念すべき事柄のように見える。負債比率はすでに多くの国で高水準から非常に高水準になっているが、さらに高まっているのが現状だ。ドイツでさえ、EUの（公式の）基準である60%という目標を達成することができなくなる。この基準値を、その他ほとんどのEU諸国はかなりの期間達成できていない。中国とインドだけが緩やかな基準に保つことができるが、ブラジルはできず、IMFの新興国目標である60%をはるかに上回る90%まで上昇している。そういった中でも、2つの緩和要因を認識しなければならない。1点目は、金利が例外的に低い水準にあり、予想期間中はこの水準で推移することを想定している。2点目は、中央銀行が国債の「最後の買い手」としての役割を果たしていることである。これは、2019年の債務残高がすでにGDP比で150%近くに達していたため投資家を懸念させているイタリアが、安全に国債の発行を続けることができることを意味している。ECBがなければ、イタリアとユーロ圏の問題ははるかに悪い見通しとなっているだろう。

²² さらに、民主主義国家では、国民の受容性を高め、将来の与党連合への反発を回避するために必要とされている。

²³ これこそが、国際通貨基金（IMF）がInvest for the future（未来への投資）、Discretionary policies（裁量的政策）、Enhanced Automatic Stabilisers（自動安定化装置の強化）、これらを合わせて「IDEAS」と呼んでいるものである。「Fiscal Monitor: Policies to Support People During the Covid-19 Pandemic, April 2020（財政モニター：新型コロナウイルス対策のための財政政策特集、2020年4月）」を参照のこと。

²⁴ 最終的に炭素税とデジタル取引税を資金源とし、EU加盟国がEU予算を介して裏付けする借入を伴う欧州委員会からの5000億ユーロの資金をフランス-ドイツが最初に提案したという意味では大胆な一歩である。

悪化の可能性も

これまで述べてきた内容は、当社のベースケースシナリオの見通しであり、深刻な景気後退と比較的強い回復を示している。その背景にある前提も明らかにされている。前提が満たされない可能性があることから、事態は悪化する可能性がある。ワクチンの開発が遅れたり、感染の第2波が来たりするような状況については、この前提には考慮に入れていない。むしろ、公衆衛生危機による経済への影響は、新型コロナウイルスを封じ込めるために実施された対策により、より深刻であると考えている。これは、ベースケースが関係している（予測に関する非常に包括的な）不透明感の下限を表している。

より詳細には、下振れのシナリオでは、ロックダウンが第3四半期に及ぶまでより長期間継続されることを意味する。この場合、景気減速がより深刻になり、第3四半期まで続くことを意味する。企業や家計のマインドにマイナスの影響が及ぶことから、回復は遅くなると考えられる。消費の回復にはさらに時間がかかる。これに加え、国債の急増によりスプレッドが拡大し、金融市場の混乱が懸念されるため、政府の支援には明確な限界がある。その結果、引き締めがより顕著になり、支出の抑制が一層強まる。金融緩和政策は維持されるが、リスク回避の高まりを反映して、新興国から安全な投資先（米国）への資金フローの収縮の新たな波を防ぐことはできない。新興国通貨の下落と相まって、新興国の借入がさらに制約されることになる。

このシナリオの場合、2020年の景気後退はさらに深刻化し、下落率はベースケース（-4.8%）の2倍以上（-12.2%）となる。これを回避できる地域はなく、2021年の成長率は同程度（7%）になると予想される。状況は実際のところ、はるかに悪化している。

Table 1.2 Real GDP growth (%) - two scenarios

| | Baseline | | Global recession deepens | |
|-----------------------|----------|------|--------------------------|------|
| | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 |
| <i>Eurozone</i> | -8.0 | 6.3 | -14.5 | 5.9 |
| <i>United States</i> | -6.1 | 6.3 | -7.8 | 8.3 |
| <i>Emerging Asia</i> | -0.1 | 7.9 | -9.7 | 7.6 |
| <i>Latin America</i> | -6.8 | 5.3 | -10.6 | 5.1 |
| <i>Eastern Europe</i> | -5.0 | 5.3 | -12.4 | 5.9 |
| <i>World</i> | -5.0 | 6.5 | -12.2 | 6.6 |

Sources: Oxford Economics, Atradius

2. 主要国の状況

先進国経済

すべての先進国が、多かれ少なかれ新型コロナウイルスによるパンデミックの影響を受けており、多くの国々が、この打撃を緩和する目的で大規模な財政刺激策を実施している。ユーロ圏では、各国がウイルスの拡大を食い止めるために公衆衛生上の対策を広範囲に講じているため、強い景気後退に向かっている。米国では、中国との貿易戦争が経済にもたらすマイナスの影響により、ロックダウンによるマイナスの影響にさらに拍車がかかっている。米国では、景気後退が雇用に大きく影響しているため、失業率は前代未聞の水準にまで急上昇している。英国は大量の一時解雇を回避することに成功したが、これによりGDPが犠牲になったという点では暗い。パンデミックの影響でEUとのブレグジット交渉は後回しにされているが、英国政府は2020年末までに移行期間を終了させることを約束している。日本は、景気後退対策としての金融政策の余地が限定的で、2020年は大きな景気減速に向かっている。観光業の収益が激減している。

Table 2.1 Real GDP growth (%) - advanced markets

| | 2019 | 2020f | 2021f |
|--------------------|------|-------|-------|
| Eurozone | 1.2 | -8.0 | 6.3 |
| United States | 2.3 | -6.1 | 6.3 |
| United Kingdom | 1.4 | -10.8 | 10.2 |
| Japan | 0.7 | -6.0 | 2.7 |
| Advanced economies | 1.7 | -6.6 | 6.0 |

Sources: Oxford Economics, Atradius

ユーロ圏は深刻な景気後退に突入

ユーロ圏は2020年において、歴史的な景気後退に向かっている。その規模は、パンデミックの今後の状況と、拡大を遅らせるために採られたロックダウン措置の期間と厳しさに左右されるだろう。ユーロ圏のGDPは、2019年は1.2%成長を実現したものの、2020年には-8.0%のマイナス成長が予想される。表に示している通り、ユーロ圏のすべての加盟国は2020年に景気後退に直面する。一部の国では2021年までにパンデミック前のGDP水準に戻ると予想されているが、大多数の国では来年は部分的にしか回復しないと予想されている。イタリア、スペイン、フランスは新型コロナウイルスの影響を最も受けた国の一つであるため、比較的深刻な景気後退に直面している。

ユーロ圏景況感指数 (ESI) や購買担当者指数 (PMI) などの景況感指標は、2020年第2四半期における深刻な景気後退を示唆している。ESIは、わずか2か月前は103.4であったのに対し、4月には64.9に達した。5月にはわずかな上昇が見られたが、中立水準の100をはるかに下回ったままである。

Table 2.2 Real GDP growth (%) - eurozone

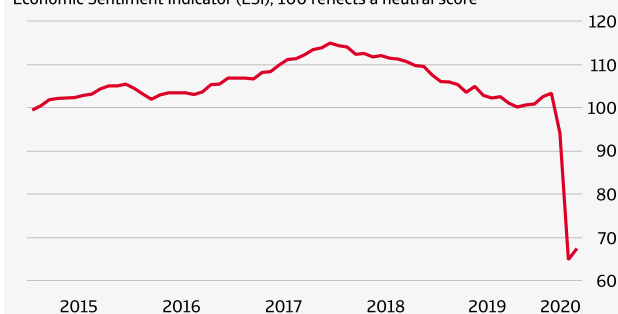
| | 2019 | 2020f | 2021f |
|-------------|------|-------|-------|
| Austria | 1.5 | -5.8 | 6.8 |
| Belgium | 1.4 | -8.7 | 7.1 |
| France | 1.5 | -10.6 | 7.8 |
| Germany | 0.6 | -6.1 | 5.2 |
| Greece | 1.9 | -7.2 | 6.9 |
| Ireland | 5.5 | -4.8 | 7.5 |
| Italy | 0.3 | -9.3 | 5.7 |
| Netherlands | 1.8 | -4.4 | 4.1 |
| Portugal | 2.2 | -8.6 | 6.0 |
| Spain | 2.0 | -10.6 | 7.6 |
| Eurozone | 1.2 | -8.0 | 6.3 |

Sources: Oxford Economics, Atradius

2.1 景況感は急降下

Sentiment falls off a cliff

Economic Sentiment Indicator (ESI), 100 reflects a neutral score



Source: Macrobond

2020年の第1四半期には、中国で新型コロナウイルスが発生したことによりアジアへの輸出が減少したため、ユーロ圏ではすでに経済活動が急激に縮小していた。2020年第2四半期には、ウイルスが欧州大陸そのものにまで到達し、各国政府はウイルスの拡散を封じ込めるための公衆衛生対策を採らざるを得なくなったため、影響はさらに拡大するだろう。ロックダウンが徐々に解除され、パンデミックが引き続き抑制され、各国が講じた金融・財政政策が効果を発揮した場合、下半期には再び成長が回復すると予想されているが、この予想は不透明感が高い。ほとんどの欧州諸国はすでにソーシャルディスタンスの緩和を開始しており、6月15日からシェンゲン圏での旅行が再び可能になる。しかし、先に説明した通り、ロックダウン緩和の遅れ（あるいは再開さえも）と景気減速の深刻化によって事態が悪化するリスクが残っている。「通常の状態に戻る」までに時間がかかればかかるほど、失業率の上昇や倒産など、実体経済へのダメージは大きくなる。

世界的な景気後退が輸出の重荷に

ユーロ圏の輸出は昨年、貿易摩擦と通商政策の不透明感の高まりによる外需の低迷に苦しんだ。年初は、外需の底打ちの兆しが見られ、主要な指標は世界の製造業活動の安定化を示唆していたものの、パンデミック発生以降、人、物、サービスの自由な移動が突然停止したため、外需は再び厳しい圧力に晒されており、このことが世界的な景気後退と世界貿易の崩壊の原因となっている。ユーロ圏は、世界的なバリューチェーンやEU域内のバリューチェーンへの参加率が高いため、相対的にこれらの影響を受けている。ユーロ圏の輸出成長率は、2020年に10.6%減、2021年には8.6%増という部分的な回復が見込まれている。

内需の急減

安定化を目指す措置である政府支出と公共投資を除き、すべての需要構成要素がパンデミックの影響を強く受けるだろう。数年間にわたり、経済成長の屋台骨となってきた民間消費は、今年は約-8.4%のマイナス成長になると予想されている。支出機会がないことが強制的な貯蓄につながるため、景気減速は2020年の第2四半期に集中するだろう。ロックダウン措置が徐々に解除されるため、今年下半期には回復が予想されるが、経済における特定のサービスや業界には依然として制限が適用されるため、完全な回復とはならないだろう。また、衛生危機に伴う景気の不透明感から、家計の予備的貯蓄が増加する可能性が高いと考えられる。2021年の個人消費は2020年と比べて増加すると予想している。

また、多くの企業が需給の同時ショックに直面していることから、今年は設備投資も大きな打撃を受けると予想される。売上高の先行き不透明感が高まっていることから、投資計画の延期や中止が予想される。また、設備稼働率も低下し、設備拡張に連動した投資は抑制されると予想される。2021年には需要が回復し、金融緩和政策による下支えもあり、投資は一部回復する可能性が高い。

これまでのところ、雇用市場は比較的堅調

新型コロナウイルスが経済活動にもたらす破壊的な影響は、労働市場にも影響を及ぼすだろう。ユーロ圏では、失業率が2019年の7.6%から2020年には平均9.3%に上昇すると予想している。パンデミック前は、失業率は着実に低下傾向にあり、3月には7.1%の低水準に達していた。4月にはこの傾向は反転したが、政府の雇用助成金制度の成功とイタリアで行われた一時解雇を反映し、7.3%とわずかに増加した。ユーロ圏の失業率の上昇は、失業率が14.5%に上昇している米国と比較して好材料である。

経済ショックを緩和するための政策措置

新型コロナウイルス危機に対する金融・財政政策の対応は迅速かつ強力であり、マクロ経済の落ち込みを抑制し、流動性圧力を緩和するための広範な措置が取られた。措置の大部分は政府レベルで実施されている。ドイツは経済対策として2900億ユーロの財政刺激策を発表している。フランスは総額2450億ユーロの財政政策を行った。財政刺激策は、医療費の引き上げ、企業に対する貸付補助、信用・融資保証など、マイナスの影響を緩和するために実施されている。小規模企業や自営業者には助成金が直接支給され、失業者には社会扶助制度が拡充されている。表2.3は、各国による対策の概要を示している。

Table 2.3: Policy responses to COVID-19

| | Wage subsidies | Grants to SMEs and self-employed | Social welfare measures | Health care spending | Credit/loan guarantees | National central bank actions |
|-------------|----------------|----------------------------------|-------------------------|----------------------|------------------------|-------------------------------|
| Austria | • | • | | • | • | |
| Belgium | | | • | • | • | • |
| France | • | • | • | • | • | • |
| Germany | • | • | • | • | • | • |
| Greece | | | | • | • | |
| Italy | | • | • | • | | • |
| Netherlands | • | • | • | • | • | • |
| Portugal | | | | | | • |
| Spain | • | • | • | • | • | • |

Source: IMF, IIF, Atradius

各国の財政計画と並行して、EUの首脳陣は、財政的余裕があまりない国々に対して融資枠を提供するための4100億ユーロの融資能力を持つ救済基金である欧州安定メカニズムについて合意した。また、EU構造基金の柔軟な活用、失業リスクを軽減するための1000億ユーロ規模の支援スキームの創設、中小企業向けの2000億ユーロの保証基金の創設についても合意した。さらに、欧州委員会は、7500億ユーロの「次世代EU (Next Generation EU)」と呼ばれる復興基金の創設を提案した。EUが資本市場で資金を借り入れて調達し、EU諸国のニーズに応じて分配する。

ECBが資産の買い入れを拡大

ECBは、GDPの7%に相当する資産の買い入れを新たに開始した。当初は1200億ユーロの資産買い入れに続いて、7500億ユーロのパンデミック緊急買い入れプログラム (PEPP) が実施された。6月には、追加で6000億ユーロ買い入れされた。ECBのクリスティーヌ・ラガルド総裁によると、PEPPは「必要な分を、必要な期間にわたり」規模を拡大し、調整することができる。また、ECBは借り換え業務においてより有利な条件を提示し、銀行が中央銀行に保有すべき担保の基準を緩和した。さらにECBは、ウイルスが経済成長とインフレに与える影響を考慮したうえで、歴史的な低水準の金利を長期間維持するとしている。ECBが金融緩和政策を継続した場合、企業や政府の借入コストがコロナウイルスによる危機以降、合理的に低水準で推移すると予想される。

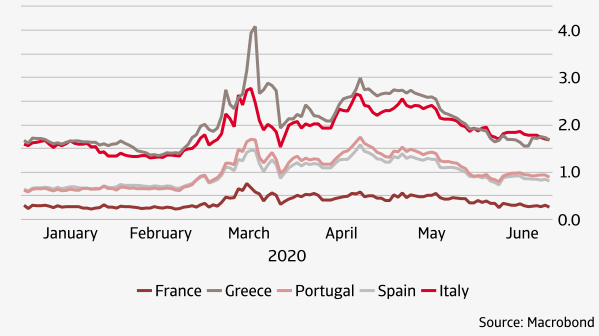
ボックス2：政府債務

大規模な景気刺激策により、政府債務は2020年に大幅に増加すると予想される。債務水準は、南ヨーロッパ諸国が最も高い。イタリアの債務水準は、通常の経済状況では持続不可能とされるレベルまで上昇している。イタリアの債務対GDP比は、2019年のGDP比149%から174%に上昇すると予想されている。イタリアは何年も前から財政の基本収支の黒字、つまり利払い前の政府予算が黒字になっている。しかし、債務対GDP比で見れば比較的高い水準にあるため、脆弱な立場にある。スペインの債務水準は2019年の114%から2020年には139%まで増加すると予想される。ポルトガルの債務水準は135%から156%に増加すると予想される。ギリシャはすべてのヨーロッパ諸国の中で最高の債務水準にあるが、事実上すべての債務はIMFなど公式債権者が保有しているため、これは特殊なケースである。

コロナウイルスの感染拡大により、政府の借入コストは増加しているが、金融緩和策により金利は比較的安く抑えられている。南ヨーロッパ諸国は財政状況が悪いため、比較的高い国債利回りに直面している。特にイタリアの国債利回りは、欧州でコロナウイルスが感染拡大してから上昇している。イタリアの10年物国債とドイツの10年物国債のスプレッドは、2月初旬に比べて50ベーシスポイント上昇している。また、規模はそれほど大きくないものの、ポルトガル、スペイン、ギリシャでもスプレッドが拡大している。

2.2 国債利回りは3月に急上昇

Spread of 10Y bond yields with Germany

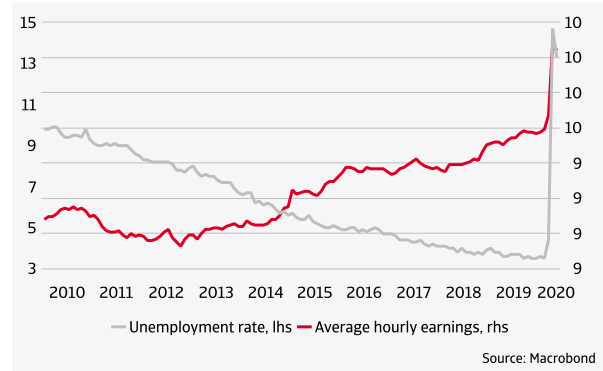


間違った意味でのアメリカ・ファースト

新型コロナウイルス感染者数の絶対人数で見ると、米国が世界でトップになる。住民1人あたりの感染者数で見ると、EU全体よりも悪いが、イタリア、フランス、ベルギー、スペイン、オランダ、英国などのヨーロッパの個々の国と比較するとそれほどでもない。他の国と同様に、米国政府（地方および州）はウイルスの拡大を抑えるため、ロックダウン措置を講じた。ロックダウンが実施された時期は比較的遅かった。1週間早くロックダウンしていれば、感染者数は65%減、死者数は55%減となっていたであろう。

失業者数は4000万人を超え、失業率は3.5%の低水準からわずか1か月間で13.3%にまで上昇しているため、雇用に大きな影響を与えている。雇用は主に、宿泊施設、フードサービス、レクリエーション、小売、輸送など、ロックダウンの影響を大きく受ける部門で失われることになると見込まれる。また、3月だけでも労働時間数の減少や給与の減額などで可処分所得が2%減少した。さらに、金融市場のボラティリティが不透明感のレベルを押し上げたとも考えられる。

2.3 米国の失業率が急上昇



通常であればGDP成長の柱となる消費は、今年は成長に寄与する見込みがない。第1四半期のデータによると、個人消費は前四半期比7.6%減となり、特に自動車、衣料品、娯楽、宿泊施設、特定医療費で減少が見られた。消費が減少したのは、ロックダウンによる供給不足も一因だが、「恐怖の経済学」と表現するのが最もふさわしい精神状態が原因でもあった。これを反映して、予備的貯蓄はかつてないほどに急増している。設備投資は-8.6%となり、原油安を受けて石油業界への投資が厳しい下押し圧力にさらされている。輸出は前四半期比-8.7%、輸入は同-15.3%となり²⁵、これによりGDPは-4.8%となった。

5月中旬から一部緩和されているにもかかわらず、ロックダウンの影響が本格的に出てくる第2四半期には、このような数字は悪影響をもたらすだろう。可処分所得が20%近く縮小する中で、個人消費は40%以上の大幅な下落が予想されている。実質GDPは、第1四半期の数値を40%近く下回る結果に終わると予想されている。ベースケースシナリオでは、ロックダウンが大幅に緩和され経済の立て直しが実現可能になるため、第2四半期末までに最悪の事態は収束すると予想されている。緩やかなプロセスとなるため、GDPは2019年の予想を6%下回る水準で終わると予想されている。この回復は2021年も継続し、6.3%の回復が見込まれている。

このベースケース予想は、おそらく英国の予想に匹敵するレベルの不透明感に囲まれている。その理由は、米国が最も被害を受けているというよりも、本書執筆時点でコロナウイルスがコントロールされておらず、現在も感染者数が急増していることにある。そのため、米国が別のシナリオで終わるリスクは極めて大きい。

英国がUターン

英国は新型コロナウイルス危機で大きな打撃を受けている。この理由として、他の欧州諸国と比較して人口密度が比較的高いことや、例えば肥満人口が多いことによる罹患率のリスクレベルの高さが挙げられるが、政府が採用したパンデミック対策は、最初の頃は良くないものだったのは間違いない。対策は「集団免疫」で始まった。これは、人口の一定割合がウイルスに感染することを許容することによって国の免疫力を構築することに目を向けた対策である。当初、政府は制限をできるだけ緩くしていた。しかし、後になって厳しいロッ

²⁵ このような状況下では、中国が通商取引の「第1段階」で合意したように、米国からの輸入を2000億米ドルも増加させることができるかどうかを見極めるのは困難だ。

クダウンに逆戻りした。新規感染者数が減少し、ロックダウン対策が緩和されるなど、現在は峠を越えたと見られる。

パンデミックの経済的負担は重い、おそらく他の先進国と比較した場合、著しく重いわけではないだろう。3月のGDPは前月比-5.8%、2019年第1四半期比-2%となった。オックスフォード・エコノミクスのモデリングによると、3月には、業界による変動は大きいものの、経済は85%のキャパシティで稼働することが分かった。例えば、ホスピタリティー業の稼働率は20%で、農業と公衆衛生は影響を受けていなかった。多くの企業、特に「必要不可欠」とみなされないビジネスが一時的に営業を停止し、学校が閉鎖されたことで子供がいる在宅勤務の親にとって困難なものとなり、ソーシャルディスタンス措置は消費者の支出を減少させた。これらの要因は、GDPが-14%と予想される第2四半期には、さらに大きく影響することになるだろう。他国と同様に、個人消費は大きな打撃を受けており、20%近く減少している。2020年下半期には回復が始まり、2021年まで続く予想され、GDP成長率はそれぞれ-10.8%、10.2%と予想されている。

金融政策と財政政策は経済を強力に支えている。ロックダウンによる痛みを和らげるため、政府は、最低でも10月末まで継続される大規模な雇用維持制度を実施している。この制度の下では、一時帰休処分となった労働者の賃金の大部分だけでなく、自営業者の収入まで、政府が支援している。米国で起きた大量の解雇を明白に避けた格好となった。イングランド銀行（BOE）は利下げとGDP 2000億英ポンドの資産買い入れプログラムで利下げを行い、貸出金利を圧縮し、政府が支援策のための資金を調達できるようにした。実際、2020年の財政赤字は15%近くに増大すると予想されており、債務対GDP比を100%上回る程度まで押し上げている。景気回復を後押しするためのさらなる支援策として、資産買い入れ水準の引き上げ、一時的な減税などが考えられる。

一方、パンデミック対策については、進捗について報告がなく、ブレイク後のEUとの通商関係の取り決めに遅れが出ている。それでも、英国政府は、2020年末までに移行期間を終了させることを約束している。しかし、これに伴う経済的なコストは、主に英国に多額の負担がかかることから、個別分野ごとの取り決めに落ち着くと当社では予想している。詳細は後に述べる。事実上、取り決めは先送りされると考えられ、ビジネス業界のマインド回復を下支えするとは考えられない。

日本：サプライチェーンのトラブル

2019年に伸び悩んだ日本経済は、2020年のGDP成長率予想は-6%と大きな景気減速に向かっている。新型コロナウイルスの感染拡大は、外需の急激な落ち込み、世界的なバリューチェーンの混乱、観光収入の急落、国内需要の弱体化をもたらした。このショックからの回復は、政策で対応できる範囲が限られていることや、経済見通しの不透明感が顕著になっていることから、緩やかなものになると思われる。

日本はアジアのサプライチェーンの中で、原材料や投入物をアジアから輸入し、バリューチェーンの最先端で製造を行っている。日本はドイツだけでなく、韓国や台湾などのアジア域内の製造業大国と競合し、製造輸出品を供給している。世界的な貿易と製造業の減速は、すでに2019年の輸出成長率を圧迫していた。新型コロナウイルスが世界的なサプライチェーンにもたらした破壊的な影響により、外需の急落が起こった。日本では、中国、そしてその後先進国を襲ったパンデミックの影響で輸出が低迷し、国境管理が広範囲に及んだ

ことで観光収入が激減した。輸出は2020年に21%減少し、2021年には世界経済がマイナスのショックから回復して16%のリバウンドを迎える予想されている。

2019年第4四半期に消費税率引き上げが実施されたことで、個人消費の見通しはすでに不透明な状況になっている。ウイルスの発生により状況が悪化し、2020年の第2四半期には消費の急激な落ち込みが予想される。政府は4月初め、日本の経済活動の半分を占める7都道府県に対し1か月間の非常事態宣言を発表し、4月中旬には宣言は全国に拡大された。5月14日以降、この非常事態宣言は徐々に解除されたものの、人混みを避けてソーシャルディスタンスを保つようとの指示はまだ残ったままだ。内需については、当社では下半期の回復を見込んでいる。大型の景気刺激策や2021年に開催予定の東京オリンピックに向けた準備などにより、国民の消費や投資が促される見込みだ。

政府は、GDPの約20%に該当する117兆円の景気刺激策を打ち出している。個人や影響を受けた企業への現金給付、納税や社会保険料の支払い延期、公的・民間金融機関からの譲許的融資などが主な対策として挙げられる。日銀はこれまで、2016年初頭から-0.1%台で推移してきた政策金利の引き下げを控えてきた。パンデミックによる負のショックに対抗するために、日銀は流動性を供給し、信用の流れを支援するための一連の措置を導入した。また、資産の買い入れも増やしている。日銀はすでに資産512兆円（GDPの93%）という記録を持っており、主要先進国の中では圧倒的に多い。新たな資産買い入れプログラムを考えると、2020年にはバランスシートはさらに拡大するだろう。

新興国経済

新型コロナウイルスの感染拡大は、多くの新興国市場に影響を及ぼしている。アジアは、中国の武漢市をウイルスの最初の発生地としてウイルスの影響を大きく受けた地域である。製造業や工業生産高の低迷が続いていたが、ここ数か月間は慎重な回復が続いている。インドは早期にロックダウンを実施し、現在は徐々に緩和されつつある。中南米では、主要国であるブラジルやメキシコが深刻な不況に陥り、医療危機への政府の対応が遅れたり、効果がなかったりといった状況が見受けられる。欧州は景気後退に突入しており、最も大きく影響を受けている主要国はロシアとトルコである。ロシアはコロナウイルスと原油安による二重のショックに見舞われている。

Table 2.4 Real GDP growth (%) - major emerging markets

| | 2019 | 2020 f | 2021 f |
|--------------|------|--------|--------|
| Brazil | 1.1 | -7.5 | 5.6 |
| Mexico | -0.3 | -5.2 | 3.6 |
| China | 6.2 | 1.5 | 9.0 |
| India | 4.9 | -5.8 | 11.5 |
| South Africa | 0.2 | -9.1 | 6.9 |
| Turkey | 0.8 | -4.6 | 6.7 |
| Russia | 1.3 | -6.2 | 3.5 |

Sources: Oxford Economics, Atradius

中国は弱含みで上昇

中国経済はコロナウイルスの影響で大きな打撃を受けており、2020年のGDP成長率はわずか1.5%にとどまると予想されている。これは数十年で最も低い成長率だ。とはいえ、中国経済は経済活動で強い景気減速に直面している欧米よりも好調だ。

中国経済は新型コロナウイルス感染拡大前からすでに減速傾向にあった。昨年のGDP成長率は6.2%に鈍化した。内需の軟化や米国との経済的緊張がエスカレートする中での成長となった。2020年初頭には安定化の兆候が見えていたが、ウイルスの感染拡大と中国当局が実施した厳格な公衆衛生対策により、この路線は完全に逆転した。2020年第1四半期の経済活動は前年同期比-6.8%となった。大多数の企業が活動を再開しており、供給サイドの混乱や制約が回復の妨げにはなっていないことを示唆しているが、所得や雇用の先行きが不透明な中、消費に対する消費者の慎重な姿勢が続く可能性もあり、内需は緩やかに回復していくものと予想される。経済の正常化に伴い、第2四半期以降は緩やかな回復が見込まれるが、パンデミックの世界的な広がりにより成長が抑制された状態が続くだろう。新しい産業、インフラ、不動産などがアウトパフォームすると予想され、多額の政策支援の恩恵を受けている設備投資の見通しは良好である。

当局は5月に開催された全国人民代表大会（NPC、中国の立法府）の年次総会で初めて、実質GDP成長率の目標を設定しなかった。これは、当局が大規模な景気刺激策に消極的である一方で、今年の経済活動は軽微な拡大にとどまるとの認識を示している。パンデミック以降に展開されてきた政策には、減税や社会保障費の削減、消費や中小企業雇用に対する補助金、インフラ投資、金利や預金準備率の引き下げ、問題を抱えている借り手への融資支援などがある。今後数か月の間に、より多くの政策的支援が期待されるが、2008年～2009年の金融危機の間に行われた多額の景気刺激策と比較すると、金融緩和の規模は軽微なものに留められるだろう。理由は、中国当局がレバレッジ解消のプロセスを減速させたくないと考えているからだ。

インドでの早期ロックダウン

政府が迅速にロックダウン措置を講じたにもかかわらず、インド経済は、コロナウイルスの感染拡大により、中国よりもさらに大きい打撃を被るだろう。工場やオフィスビルが閉鎖された全国的なロックダウンの実施により、経済活動のかなりの割合が低下する。ロックダウンの延長を受けて、GDP成長率は2019年の4.9%に対し、2020年は-5.8%と予想されている。

ロックダウンの影響が2020年第2四半期に現れ、経済活動は2桁のマイナスを示す可能性が高い。インドのロックダウンが緩和され始めた。第1段階のロックダウンでは全国の不要不急の活動がほぼ凍結されていたのに対し、5月18日に開始された第4段階のロックダウンでは、ホテルやレストラン、映画館など大人数が集まる可能性のある活動しか制限されておらず、経済状況は年末に向けて好転するだろう。とはいえ、労働力不足と消費者マインドや企業の景況感の落ち込みがあれば、回復が緩やかなものに留まることは確実だ。GDPは2020年初頭時点の予想よりも2.4%低い水準で終わると予想されている。

政策対応もかなり限定的だ。政府は3月、医療従事者や社会的弱者を対象とし、GDPの0.8%に相当する財政刺激策を発表した。政府は5月にGDPの5.4%に相当する第2次財政刺激策を発表したが、これによる直近の財政的影響は軽微である。

コントロールに欠けるブラジル

ブラジルでは新型コロナウイルスの感染率が急速に上昇しており、ウイルスを封じ込める目的で効果的な措置を講じた多くの地方政府とは異なり、連邦政府の対応は遅々として進まなかった。ソーシャルディスタンスによる企業活動の混乱は深刻なものになるだろう。2020年にはGDPが-7.5%となり、消費バスケットの約半分がソーシャルディスタンスの影響を受けるため、個人消費はGDPを上回るペースで縮小すると当社では予想している。

ロックダウンは成長に対して明確かつ直接的な影響を及ぼしているものの、コロナウイルスの拡大を食い止めるための連邦政府の対応の悪さが、消費者や企業の信頼を損ねた結果、景気後退がさらに広がっている。良い面では、為替レートはショック・アブソーバーとしての役割を果たしており、前年同期比で見てブラジル・レアルは対米ドルで21%下落した。危機発生後の対外収支が堅固であることで、経常収支の赤字と対外債務比率は緩やかなものとなっており、余裕のある準備金もあることは、ブラジルにとって有利である。

政府はショックを緩和するため、GDPの10%近くに相当する大規模な景気刺激策を実施し、中央銀行は利下げや流動性対策を実施した。今後数か月間で、さらなる金融緩和が行われると予想する。

自動車産業がメキシコの足かせに

コロナウイルスのパンデミックが発生したことにより、メキシコは2020年に深刻な景気後退に陥り、GDPが2年連続で縮小することとなった。民間消費と投資の急激な縮小と、予想される景気刺激策による政府支出の小幅な増加により、当社では2020年、-5.2%のGDPを予想している。メキシコの主要輸出源である自動車業界は、外需の急減とサプライチェーンの深刻な混乱に見舞われることになる。メキシコペソの価格は、原油価格の暴落で3月に急落したが、5月に入ってから程度回復し、年初来-18%となった。輸入の深刻な縮小は経常赤字の拡大を防ぐ。しかし、メキシコの輸出価格の低下、観光客の急激な減少、パンデミックの中での米国からの送金の減少は、輸出収益に大きな影響を与える。

政府は、主に最貧層の世帯を対象とした非常に限定的な100億米ドル（GDPの1%に相当）の景気刺激策を開始したが、これは緊縮財政の強化を犠牲にして行われている。労働者や企業を包括的に支援する政策がない。今年には多くの企業が苦境に陥り、投資が大幅に減少すると予想され、労働力の約60%を占めるメキシコのインフォーマルセクターの従業員がリスクにさらされている。政府による支援がない中で、一部の州や民間企業が支援に乗り出した。各州は企業に対し所得税の免除を申し出ており、メキシコの強力な経済団体である Consejo Coordinador Empresarialは中小企業に融資を行っている。

ロシアはウイルスの脅威を回避できない

7週間のロックダウン期間を経て、5月12日以降、ソーシャルディスタンス措置が徐々に緩和されている。ロシア経済は、ソーシャルディスタンス措置（これにより、2020年のGDP成長率の4～5%が失われる）と原油価格ショック（GDP成長率を3.5%が失われる）の二重の打撃に直面している。その結果、ロシアのGDP成長率は2019年の1.3%に続き、2020年は-6.2%と予想されている。オイルショックの原因は、原油安と、日量1000万バレルから850万～900万バレルへの約20%の減産によるものだ。2020年には、原油価格は1バレル＝35～40米ドルの水準になると予想している。これは、ロシアが長期的に財政を持続させるうえで必要な1バレル＝45米ドルを下回っている。

負のショックに対抗するため、政府と中央銀行は、影響を受けた企業や家計を支援するための様々な措置を発表した。政府によると、財政刺激策の規模はGDPの6.5%にあたるとのことだが、直接的な財政刺激策は実際には1.5%程度で、残りは政府保証、歳入不足の補填、歳出繰り延べであると当社では想定している。中央銀行は、外貨の強制的な売却によってルーブルのボラティリティを抑制した。これにより、ルーブルは、3月の1米ドル＝80ルーブル前後から、1米ドル＝70ルーブル前後まで上昇した。年初来で見ると、対米ドルで10.3%となっている。

トルコの反発は抑制された

リラ安と金融引き締め策が2019年のトルコ経済を圧迫していた。2020年は信用力の回復で景気は好調にスタートしたが、新型コロナウイルスのパンデミックにより景気の反発は押しつぶされるだろう。新型コロナウイルスの拡大を緩和するための規制が内需と外需の両方に深刻な打撃を与えるため、トルコ

経済は、今年は深刻な景気後退に向かっている。危機に対する政府の財政政策は控えめで、パンデミック後の回復支援は中央銀行に役割を押し付けている格好だ。中央銀行は5月の緩和サイクルを継続し、9回連続で利下げを実施して政策金利を8.25%に引き下げた。2021年の回復は緩やかなものになる可能性が高い。

原油価格の低下と需要減が輸入を抑制する一方で、輸出や観光収入の急落が対外収支を圧迫する。今年は経常赤字が大幅にマイナスに転じると予想されている（GDPの-6.4%）。トルコは経常赤字の穴埋めを海外からの資金流入に依存しており、十分な資金流入を確保することが困難になる可能性がある。

南アフリカは悪化

新型コロナウイルスのパンデミックを食い止めるための対策は、ウイルスの拡散防止において効果的であったが、経済的な影響は深刻なものになるだろうと考えられる。GDP成長率は、今年は-9.1%、2021年には6.9%と回復が見込まれる。

Absa工業購買担当者景気指数（PMI）が表す事業活動指数は4月に5.1ポイントと過去最低を記録し、6か月後の景況感を予想した指数も27.3と過去最低を記録した。このことは、2020年には内需が急激に縮小するとの予測を裏付けている。政府の消費は、この経済の脆弱性の一部を相殺するうえで重要な役割を果たすことになるだろう。景気刺激策により対応できる範囲は限られているにもかかわらず、南アフリカ政府は250億米ドル以上に及ぶ巨額の景気刺激策を発表した。その代償として、今年は債務対GDP比が15%近くに達すると予想される一方、中期的には債務が90%にまで増加することが予想される。財政の信頼性を取り戻すためには、財政の健全化が最優先されなければならない。政府も支援を求めており、南アフリカの歴史上初めてIMFに緊急融資を要請している。IMFはこの要請を検討中であるが、南アフリカは42億米ドル（全額を要請する可能性がある）を受け取る資格があるとされている。

付録：予想値をまとめた表

Table A1: Macroeconomic headline figures - developed markets

| | GDP growth (% change p.a.) | | | Inflation (% change p.a.) | | | Budget balance (% of GDP) | | | Gross government debt (% of GDP) | | | Current account (% of GDP) | | | Export growth (% change p.a.) | | | Private cons. (% change p.a.) | | | Fixed investment (% change p.a.) | | | Government consumption (% change p.a.) | | | Retail sales (% change p.a.) | | | Industrial prod. (% change p.a.) | | |
|----------------|-------------------------------|-------|------|------------------------------|------|------|------------------------------|-------|------|-------------------------------------|-------|-------|-------------------------------|------|------|----------------------------------|-------|------|----------------------------------|-------|------|-------------------------------------|-------|-------|--|------|------|---------------------------------|-------|------|-------------------------------------|-------|------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Australia | 1.8 | -4.2 | 3.1 | 1.6 | 0.3 | 1.4 | -0.4 | -12.0 | -2.9 | 45.2 | 60.2 | 62.3 | 0.6 | 2.4 | 0.5 | 3.2 | -6.4 | 4.1 | 1.4 | -6.5 | 3.9 | -2.2 | -11.6 | 2.0 | 5.3 | 5.0 | 0.0 | 0.3 | -2.3 | 1.8 | 2.4 | -2.9 | 4.3 |
| Austria | 1.5 | -5.8 | 6.8 | 1.5 | 1.2 | 1.4 | 0.7 | -6.8 | -2.3 | 118.7 | 130.6 | 123.3 | 2.6 | 3.6 | 4.1 | 2.6 | -7.0 | 7.4 | 1.3 | -5.9 | 7.5 | 2.8 | -3.4 | 5.5 | 0.7 | 2.0 | 1.1 | 1.1 | -4.5 | 7.5 | 0.5 | -7.2 | 5.1 |
| Belgium | 1.4 | -8.7 | 7.1 | 1.4 | 0.4 | 2.0 | -1.9 | -10.3 | -5.3 | 117.9 | 138.1 | 132.1 | -1.2 | -2.8 | -2.3 | 1.1 | -12.1 | 3.1 | 1.1 | -11.2 | 8.4 | 3.2 | -7.6 | 8.3 | 1.8 | -1.0 | 4.2 | 0.4 | -7.8 | 4.8 | 4.8 | -7.6 | 6.7 |
| Canada | 1.7 | -9.1 | 9.8 | 2.0 | -0.1 | 1.3 | 0.1 | -12.5 | -2.1 | 95.4 | 116.8 | 106.9 | -2.0 | -2.2 | -1.8 | 1.3 | -12.9 | 6.0 | 1.6 | -11.7 | 11.1 | -0.4 | -8.2 | 6.3 | 2.1 | 2.9 | 0.0 | 0.4 | -12.7 | 11.1 | -0.9 | -10.5 | 8.6 |
| Chile | 1.0 | -4.2 | 4.7 | 2.3 | 3.2 | 2.3 | -2.8 | -7.6 | -7.0 | 27.9 | 34.3 | 36.0 | -3.9 | -4.4 | -3.2 | -2.2 | -7.2 | 7.9 | 1.1 | -8.0 | 5.5 | 4.3 | -6.6 | 3.7 | 0.0 | 14.1 | 5.0 | -1.5 | -8.2 | 5.6 | -0.6 | -5.0 | 4.0 |
| Czech Republic | 2.5 | -5.1 | 6.2 | 2.8 | 1.9 | 1.9 | -0.5 | -6.2 | -0.9 | 29.0 | 37.1 | 34.3 | -0.3 | 0.3 | 0.3 | 1.0 | -6.0 | 6.2 | 3.0 | -5.7 | 6.0 | 2.7 | -4.5 | 8.6 | 2.6 | 4.8 | -0.4 | 4.8 | -5.0 | 7.9 | -0.4 | -8.6 | 8.8 |
| Denmark | 2.4 | -3.8 | 4.2 | 0.8 | 0.3 | 1.0 | 1.8 | -7.4 | -3.5 | 45.4 | 54.2 | 55.0 | 7.8 | 7.3 | 6.5 | 1.6 | -4.7 | 3.5 | 2.2 | -3.7 | 5.7 | 3.4 | -4.7 | 3.4 | 0.5 | 2.4 | 3.5 | 0.7 | -1.5 | 3.0 | 2.7 | -4.5 | 4.6 |
| Finland | 0.9 | -5.5 | 4.2 | 1.0 | 0.3 | 1.1 | -1.1 | -9.9 | -6.9 | 59.3 | 72.3 | 75.9 | -0.8 | -1.2 | -0.8 | 7.2 | -10.0 | 4.8 | 1.0 | -4.7 | 3.8 | -0.8 | -6.8 | 2.7 | 0.9 | 4.0 | 4.1 | 2.3 | -1.5 | 1.8 | 1.8 | -6.3 | 2.7 |
| France | 1.5 | -10.6 | 7.8 | 1.1 | 0.4 | 1.5 | -3.0 | -13.5 | -8.0 | 128.8 | 155.1 | 150.6 | -0.7 | -1.1 | -0.6 | 1.8 | -13.6 | 7.3 | 1.5 | -11.7 | 8.6 | 4.3 | -15.4 | 13.0 | 1.7 | -2.7 | 4.8 | 2.6 | -10.0 | 8.6 | 0.4 | -11.7 | 8.4 |
| Germany | 0.6 | -6.1 | 5.2 | 1.5 | 1.0 | 1.4 | 1.5 | -6.7 | -2.5 | 55.2 | 66.5 | 64.7 | 7.3 | 6.2 | 5.6 | 1.0 | -11.0 | 10.0 | 1.7 | -6.8 | 7.8 | 2.6 | -5.1 | 6.8 | 2.7 | 1.7 | 1.0 | 3.1 | -1.4 | 3.7 | -4.3 | -10.0 | 7.2 |
| Greece | 1.9 | -7.2 | 6.9 | 0.3 | -0.5 | 1.5 | 1.2 | -6.1 | -3.8 | 214.7 | 233.5 | 222.3 | -1.3 | -2.2 | -2.2 | 4.9 | -9.5 | 9.3 | 0.7 | -7.0 | 6.4 | 4.5 | -9.8 | 13.9 | 2.2 | 4.0 | 0.1 | 0.8 | -6.1 | 5.4 | -0.8 | -5.4 | 5.9 |
| Hong Kong | -1.2 | -6.0 | 6.4 | 2.9 | 0.5 | 2.2 | -5.4 | -13.1 | -3.4 | 0.3 | 0.6 | 0.9 | 6.1 | 5.5 | 1.3 | -5.6 | -13.6 | 9.6 | -1.1 | -8.8 | 8.2 | -12.3 | -6.4 | 7.4 | 5.1 | 10.8 | -1.0 | -12.3 | -22.4 | 16.4 | 0.4 | -7.4 | 6.1 |
| Hungary | 4.9 | -5.0 | 4.5 | 3.3 | 2.6 | 2.3 | -2.0 | -4.5 | -3.3 | 66.3 | 77.3 | 76.3 | -0.8 | -2.8 | -2.4 | 6.0 | -6.5 | 5.8 | 5.1 | -1.3 | 6.0 | 15.3 | -7.1 | 6.9 | 1.7 | 1.6 | 1.3 | 6.2 | -0.4 | 5.6 | 5.3 | -11.9 | 11.1 |
| Ireland | 5.5 | -4.8 | 7.5 | 0.9 | 0.2 | 1.5 | 0.4 | -7.4 | -2.3 | 51.0 | 59.6 | 58.2 | -9.3 | -1.2 | 5.9 | 11.2 | -4.0 | 4.9 | 2.8 | -9.2 | 10.6 | 90.9 | -31.4 | -23.5 | 5.6 | 5.6 | 2.4 | 4.4 | -3.3 | 8.5 | 2.9 | -3.5 | 5.1 |
| Italy | 0.3 | -9.3 | 5.7 | 0.6 | 0.1 | 1.0 | -1.6 | -11.5 | -5.4 | 148.8 | 173.7 | 167.9 | 3.1 | 3.4 | 3.1 | 1.4 | -14.9 | 15.7 | 0.4 | -10.9 | 7.0 | 1.4 | -13.6 | 11.8 | -0.4 | 0.1 | 0.7 | 0.8 | -15.0 | 10.5 | -1.1 | -16.2 | 12.5 |
| Japan | 0.7 | -6.0 | 2.7 | 0.5 | -0.3 | 0.0 | -2.7 | -12.8 | -8.8 | 226.1 | 253.5 | 257.0 | 3.6 | 2.6 | 3.6 | -1.6 | -18.1 | 11.0 | 0.2 | -5.8 | 1.8 | 1.3 | -6.6 | 2.8 | 1.9 | 1.9 | 1.3 | -0.2 | -7.4 | 1.9 | -2.7 | -9.4 | 4.2 |
| Luxembourg | 2.3 | -6.2 | 9.6 | 1.6 | 0.2 | 1.8 | 2.2 | -3.7 | -0.3 | 22.1 | 26.9 | 24.4 | 4.5 | 5.6 | 5.2 | 0.8 | -9.9 | 15.0 | 2.8 | -5.9 | 9.3 | 4.0 | -5.8 | 4.9 | 4.8 | 4.8 | 0.1 | 4.0 | 0.1 | 2.9 | -3.6 | -10.5 | 6.9 |
| Netherlands | 1.8 | -4.4 | 4.1 | 2.6 | 0.9 | 1.5 | 1.7 | -6.3 | -1.1 | 62.6 | 70.2 | 67.3 | 10.2 | 9.7 | 9.2 | 2.3 | -7.9 | 5.5 | 1.4 | -6.6 | 3.7 | 5.2 | -5.0 | 3.8 | 1.6 | 0.1 | 1.5 | 2.0 | -1.8 | 2.9 | -0.9 | -3.5 | 3.7 |
| New Zealand | 2.2 | -5.6 | 7.3 | 1.6 | 1.4 | 1.6 | 0.5 | -10.4 | -5.6 | 27.4 | 36.8 | 38.9 | -3.0 | -1.0 | -1.4 | 2.3 | -13.0 | 11.2 | 2.7 | -5.2 | 8.3 | 2.7 | -12.2 | 11.0 | 4.4 | 4.3 | -0.3 | 3.5 | -4.3 | 8.5 | 2.2 | -5.5 | 6.1 |
| Norway | 1.2 | -4.6 | 4.3 | 2.2 | 1.3 | 2.8 | 8.7 | 2.0 | 1.3 | 44.7 | 52.3 | 53.5 | 3.9 | 0.9 | 2.4 | 1.5 | -5.0 | 6.4 | 1.6 | -7.5 | 4.9 | 6.2 | -5.7 | 3.5 | 1.7 | 3.0 | 2.8 | 0.1 | 0.9 | 4.4 | -5.0 | 1.4 | 2.6 |
| Poland | 4.2 | -3.5 | 5.6 | 2.2 | 3.1 | 2.5 | -0.8 | -8.5 | -4.8 | 46.8 | 55.8 | 55.6 | 0.5 | 0.9 | -0.6 | 4.7 | -4.3 | 4.5 | 4.0 | -4.8 | 5.4 | 7.4 | -2.8 | 5.9 | 4.9 | 3.3 | 4.4 | 4.7 | -6.1 | 5.9 | 4.4 | -5.0 | 6.4 |
| Portugal | 2.2 | -8.6 | 6.0 | 0.3 | -0.3 | 0.7 | 0.2 | -10.1 | -3.6 | 134.8 | 155.5 | 148.2 | -0.1 | -1.2 | -0.5 | 3.7 | -15.5 | 12.2 | 2.2 | -7.4 | 6.1 | 6.6 | -6.0 | 6.2 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 4.4 | -6.6 | 6.6 | -2.5 | -8.7 | 8.4 |
| Singapore | 0.7 | -6.0 | 7.1 | 0.6 | -0.5 | 1.6 | -0.1 | -9.6 | -1.0 | 115.4 | 135.5 | 131.6 | 17.0 | 13.0 | 16.2 | -1.6 | -11.0 | 10.2 | 3.7 | -6.3 | 10.0 | -0.2 | -6.5 | 9.6 | 2.8 | 17.8 | -7.5 | -3.5 | -16.8 | 20.2 | -1.6 | -1.9 | 4.6 |
| Spain | 2.0 | -10.6 | 7.6 | 0.7 | -0.2 | 1.2 | -2.8 | -13.4 | -6.6 | 114.0 | 138.9 | 133.7 | 2.0 | 2.0 | 1.5 | 2.6 | -17.6 | 9.4 | 1.1 | -15.1 | 9.2 | 1.8 | -14.1 | 10.5 | 2.3 | 4.8 | 1.8 | 2.3 | -13.6 | 9.8 | 0.7 | -11.6 | 9.1 |
| South Korea | 2.0 | -0.7 | 3.2 | 0.4 | 0.2 | 1.2 | -0.6 | -4.5 | -0.4 | 45.1 | 50.4 | 51.1 | 3.6 | 4.0 | 4.6 | 1.7 | -7.7 | 8.3 | 1.7 | -3.0 | 5.3 | -2.8 | 0.9 | 2.9 | 6.6 | 17.5 | -5.8 | 2.3 | -2.5 | 5.2 | -0.5 | -1.5 | 4.0 |
| Sweden | 1.2 | -3.6 | 2.7 | 1.8 | 0.5 | 1.4 | 0.5 | -3.5 | -3.4 | 47.6 | 51.5 | 52.6 | 3.9 | 4.4 | 3.5 | 3.3 | -4.8 | 1.9 | 1.2 | -4.3 | 2.6 | -1.2 | -3.0 | 3.6 | 0.3 | 0.8 | 2.5 | 2.4 | -1.1 | 2.1 | 1.6 | -6.0 | 4.9 |
| Switzerland | 1.0 | -5.8 | 6.0 | 0.4 | -0.7 | 0.1 | 1.5 | -4.4 | -2.0 | 25.6 | 31.7 | 31.8 | 8.0 | 8.5 | 9.3 | 2.6 | -7.4 | 7.4 | 1.2 | -6.1 | 6.2 | 0.8 | -6.6 | 6.3 | 1.3 | 2.8 | 1.3 | 0.3 | -3.9 | 3.8 | 4.5 | -6.4 | 5.7 |
| United Kingdom | 1.4 | -10.8 | 10.2 | 1.8 | 0.7 | 1.2 | -2.1 | -15.5 | -3.4 | 85.4 | 107.1 | 99.0 | -3.8 | -3.0 | -3.7 | 5.1 | -22.7 | 17.2 | 1.1 | -15.0 | 13.2 | 0.6 | -9.4 | 11.0 | 3.5 | 1.5 | 6.8 | 3.0 | -6.0 | 5.1 | -1.4 | -12.0 | 7.1 |
| United States | 2.3 | -6.1 | 6.3 | 1.8 | 0.9 | 1.5 | -7.2 | -15.2 | -9.4 | 135.3 | 157.1 | 154.3 | -2.3 | -2.5 | -2.3 | 0.0 | -15.1 | 11.4 | 2.6 | -7.4 | 6.8 | 1.8 | -4.9 | 4.4 | 1.8 | 3.9 | -2.1 | 3.8 | -9.2 | 9.0 | 0.9 | -7.8 | 4.9 |
| Eurozone | 1.2 | -8.0 | 6.3 | 1.2 | 0.5 | 1.3 | -0.7 | -9.5 | -4.5 | - | - | - | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 2.5 | -11.2 | 8.5 | 1.3 | -9.6 | 7.6 | 5.8 | -10.9 | 7.6 | 1.8 | 0.6 | 2.2 | 2.3 | -7.6 | 7.6 | -1.3 | -9.9 | 8.5 |

Sources: Oxford Economics, Atradius

Table A2: Macroeconomic headline figures - emerging markets

| | GDP growth (% change p.a.) | | | Inflation (% change p.a.) | | | Budget balance (% of GDP) | | | Gross government debt (% of GDP) | | | Current account (% of GDP) | | | Export growth (% change p.a.) | | | Private cons. (% change p.a.) | | | Fixed investment (% change p.a.) | | | Government consumption (% change p.a.) | | | Retail sales (% change p.a.) | | | Industrial prod. (% change p.a.) | | |
|----------------------|-------------------------------|-------|------|------------------------------|--------|-------|------------------------------|-------|-------|-------------------------------------|-------|-------|-------------------------------|-------|------|----------------------------------|-------|-------|----------------------------------|-------|------|-------------------------------------|-------|------|--|-------|------|---------------------------------|-------|------|-------------------------------------|-------|------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| China | 6.1 | 2.0 | 8.1 | 2.9 | 2.6 | 1.6 | -4.7 | -6.6 | -4.3 | 17.6 | 21.5 | 22.6 | 1.0 | 1.5 | 1.4 | 2.5 | -7.1 | 8.7 | 5.9 | -0.6 | 11.1 | 4.7 | 2.6 | 5.6 | 7.6 | 8.7 | 4.6 | 6.2 | -0.5 | 11.7 | 5.7 | 1.6 | 7.1 |
| India | 4.9 | -5.7 | 10.8 | 3.7 | 3.9 | 3.3 | -4.4 | -9.1 | -5.4 | 47.0 | 58.0 | 56.6 | -1.0 | -0.2 | -1.1 | 1.4 | -12.8 | 6.5 | 6.2 | -3.9 | 9.5 | 0.0 | -7.7 | 10.8 | 11.8 | 12.2 | 6.8 | 8.0 | -2.3 | 11.3 | 0.7 | -11.8 | 14.5 |
| Indonesia | 5.0 | -2.7 | 7.0 | 2.8 | 2.6 | 3.3 | -2.2 | -7.6 | -4.6 | 35.8 | 42.6 | 43.4 | -2.7 | -2.3 | -2.4 | -0.9 | -8.7 | 5.3 | 5.2 | -2.3 | 7.4 | 4.4 | -4.7 | 10.4 | 3.2 | 11.3 | 3.4 | 3.9 | -8.8 | 13.2 | 4.0 | -5.2 | 7.8 |
| Malaysia | 4.3 | -3.2 | 7.6 | 0.7 | -1.9 | 3.1 | -3.4 | -7.5 | -3.6 | 52.5 | 61.7 | 57.8 | 3.4 | -1.4 | 1.2 | -1.3 | -12.7 | 8.9 | 7.6 | -1.1 | 6.8 | -2.1 | -9.9 | 12.1 | 2.0 | 8.0 | -2.4 | 8.6 | -0.2 | 7.4 | 2.3 | -5.1 | 6.3 |
| Thailand | 2.4 | -5.7 | 7.4 | 0.7 | -2.1 | 1.4 | -1.6 | -5.9 | -2.9 | 34.0 | 42.6 | 39.4 | 7.0 | 2.8 | 4.7 | -2.6 | -16.7 | 13.0 | 4.5 | -2.6 | 5.6 | 2.1 | -9.5 | 11.3 | 1.4 | 2.8 | 1.4 | 3.1 | -6.7 | 5.5 | -3.8 | -10.6 | 9.7 |
| Argentina | -2.2 | -8.8 | 6.7 | 53.5 | 44.8 | 34.5 | -3.6 | -6.9 | -4.0 | 89.4 | 96.4 | 85.1 | -0.7 | 0.3 | 0.1 | 9.4 | -12.4 | 14.3 | -6.4 | -11.3 | 7.6 | -15.9 | -18.6 | 1.5 | -1.5 | 0.0 | 2.3 | -3.8 | -8.6 | 10.6 | -4.8 | -10.2 | 7.0 |
| Brazil | 1.1 | -7.5 | 5.0 | 3.7 | 2.4 | 2.6 | -5.9 | -15.6 | -8.3 | 75.8 | 91.0 | 92.3 | -2.7 | -0.6 | -2.4 | -2.5 | -4.2 | 3.0 | 1.8 | -10.3 | 6.2 | 2.3 | -10.0 | 11.6 | -0.4 | 12.2 | -8.6 | 1.8 | -9.6 | 6.2 | -1.1 | -12.8 | 11.0 |
| Colombia | 3.3 | -5.2 | 5.5 | 3.5 | 3.3 | 3.0 | -2.2 | -5.5 | -3.4 | 50.3 | 58.1 | 56.9 | -4.3 | -5.6 | -5.2 | 2.6 | -6.4 | 5.3 | 4.5 | -7.3 | 6.6 | 4.3 | -3.4 | 4.9 | 4.3 | 2.3 | 0.1 | - | - | - | 1.5 | -1.6 | 4.2 |
| Mexico | -0.3 | -5.2 | 3.4 | 3.6 | 3.0 | 3.4 | -1.7 | -3.7 | -4.1 | 47.1 | 56.3 | 56.2 | -0.4 | 0.9 | 1.9 | 1.2 | -7.3 | 4.9 | 0.6 | -7.5 | 3.2 | -5.0 | -9.7 | 0.4 | -1.5 | 0.5 | 1.4 | 1.9 | -6.3 | 3.2 | -1.7 | -9.2 | 5.8 |
| Peru | 2.2 | -12.5 | 13.6 | 2.1 | 1.6 | 1.8 | -1.6 | -9.5 | -3.4 | 26.9 | 39.7 | 37.7 | -1.5 | -3.4 | -2.2 | 0.8 | -19.6 | 20.0 | 3.0 | -10.3 | 11.6 | 3.0 | -21.5 | 22.2 | 1.9 | 6.7 | 4.4 | - | - | - | -0.9 | -4.2 | 6.7 |
| Venezuela | -33.8 | -33.0 | -0.8 | 8412.7 | 2869.2 | 624.0 | -14.0 | -17.3 | -10.5 | 280.3 | 337.1 | 318.3 | 27.9 | 2.3 | 5.9 | -29.3 | -42.2 | -6.5 | -35.3 | -39.1 | 8.8 | -43.6 | -31.6 | 7.0 | -37.4 | -15.5 | 2.1 | -32.8 | -34.4 | 15.0 | -33.5 | -33.1 | -1.6 |
| Bulgaria | 3.4 | -6.3 | 6.9 | 3.1 | 2.1 | 1.9 | -0.9 | -5.2 | -1.1 | 19.6 | 20.3 | 19.9 | 10.3 | 4.6 | 4.8 | 2.0 | -11.1 | 10.4 | 5.6 | -7.4 | 8.8 | 2.0 | -4.8 | 8.3 | 5.5 | 4.0 | 0.4 | 3.4 | -8.0 | 12.1 | 0.6 | -2.5 | 4.6 |
| CIS | 2.2 | -5.5 | 4.4 | 5.5 | 4.6 | 4.8 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 2.2 | -7.1 | 3.6 |
| Romania | 4.1 | -4.4 | 3.6 | 3.8 | 3.1 | 2.9 | -4.5 | -11.5 | -7.3 | 36.4 | 47.6 | 51.2 | -4.6 | -5.4 | -5.3 | 3.5 | -8.2 | 4.3 | 6.0 | -4.1 | 4.3 | 15.8 | -3.7 | 2.9 | 7.3 | -1.9 | 4.0 | 7.1 | 1.4 | 3.5 | -3.6 | -8.6 | 7.7 |
| Russia | 1.3 | -6.4 | 3.5 | 4.5 | 3.5 | 4.1 | 2.2 | -5.2 | -3.9 | 13.6 | 22.1 | 26.8 | 4.0 | -1.4 | -0.9 | -2.3 | -11.2 | 9.9 | 2.5 | -7.3 | 7.3 | 1.5 | -13.6 | 6.3 | 2.2 | -2.7 | 1.0 | 1.9 | -4.8 | 7.0 | 2.3 | -7.6 | 2.9 |
| Turkey | 0.9 | -4.9 | 6.7 | 15.2 | 10.9 | 9.6 | -3.0 | -5.6 | -3.0 | 31.0 | 40.0 | 37.7 | 1.1 | -2.3 | -2.6 | 6.4 | -14.1 | 14.2 | 0.7 | -4.0 | 6.2 | -12.4 | -2.4 | 7.7 | 4.4 | 9.5 | -0.6 | -0.5 | -3.5 | 5.9 | -0.6 | -4.1 | 5.5 |
| Ukraine | 3.2 | -5.2 | 3.6 | 7.9 | 4.9 | 3.9 | -2.5 | -6.9 | -3.2 | 56.4 | 60.9 | 56.7 | -0.9 | -3.5 | -2.2 | 6.7 | 1.0 | 3.7 | 11.9 | -13.0 | 0.0 | 14.2 | -18.1 | 3.7 | -4.9 | -0.6 | 1.3 | - | - | - | -0.5 | -6.5 | 5.7 |
| Egypt | 5.6 | 0.4 | -4.0 | 9.2 | 5.5 | 8.9 | -8.0 | -11.2 | -15.1 | 91.7 | 102.4 | 121.0 | -3.1 | -3.8 | -3.7 | -1.8 | -12.5 | -16.4 | 0.9 | -5.2 | -3.4 | 13.1 | 6.4 | 2.2 | 3.0 | 10.4 | 10.1 | 0.9 | -5.2 | -3.4 | 1.7 | -3.0 | 5.2 |
| Morocco | 2.2 | -6.0 | 7.4 | 0.3 | -0.9 | 1.2 | -4.0 | -10.4 | -7.1 | 82.7 | 98.0 | 97.6 | -4.1 | -7.7 | -5.0 | 2.7 | -20.6 | 13.7 | 2.9 | -4.9 | 7.7 | 2.1 | -7.2 | 3.8 | 2.7 | 11.9 | 1.7 | 2.9 | -4.9 | 7.7 | 1.7 | -5.0 | 5.9 |
| Qatar | -0.3 | -4.4 | 4.3 | -0.7 | -2.5 | 1.1 | 0.9 | -6.2 | -1.5 | 57.6 | 77.7 | 80.2 | 0.3 | -3.0 | 2.5 | 0.5 | -4.3 | 5.2 | 2.7 | -5.3 | 5.8 | -0.3 | -6.2 | 2.6 | 5.1 | -2.3 | 3.1 | 3.3 | -4.8 | 6.3 | -1.9 | -3.2 | 3.9 |
| Saudi Arabia | 0.3 | -7.5 | 5.2 | -2.1 | 2.2 | 4.7 | -4.5 | -11.3 | -6.4 | 22.8 | 35.9 | 36.2 | 6.3 | -2.5 | 0.3 | -4.6 | -13.0 | 8.3 | 4.5 | -5.5 | 3.7 | 4.0 | -8.3 | 7.2 | -3.5 | -3.8 | 1.2 | - | - | - | -1.0 | -4.8 | 3.9 |
| Tunisia | 1.0 | -7.7 | 6.8 | 6.7 | 6.2 | 6.0 | -3.1 | -8.7 | -6.3 | 72.7 | 86.3 | 85.3 | -9.1 | -10.4 | -9.5 | 1.8 | -11.5 | 9.1 | 0.6 | -10.8 | 8.2 | 1.0 | -12.3 | 9.9 | 2.5 | 4.0 | 1.8 | - | - | - | -3.2 | -6.5 | 6.6 |
| United Arab Emirates | 1.7 | -7.8 | 4.5 | -1.9 | -0.1 | 1.4 | 5.5 | -7.8 | -5.1 | 19.4 | 30.6 | 33.1 | 7.0 | -2.2 | -2.6 | 0.4 | -11.7 | 8.6 | 13.4 | -1.5 | 7.3 | 0.0 | -4.8 | 8.8 | 14.3 | 5.7 | 1.7 | 13.4 | -1.5 | 7.3 | 3.1 | -8.4 | 1.5 |
| MENA | 0.2 | -7.3 | 4.2 | 11.7 | 10.1 | 10.6 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | -0.1 | -5.7 | 3.0 |
| Ghana | 6.5 | -1.5 | 8.2 | 8.7 | 7.3 | 8.6 | -4.4 | -8.4 | -6.4 | 61.9 | 71.6 | 70.6 | -2.5 | -5.4 | -4.9 | 6.7 | -12.2 | 19.2 | 4.2 | -4.6 | 7.7 | -10.0 | -6.3 | 6.8 | 5.4 | 11.2 | 7.4 | - | - | - | 0.6 | -5.7 | 7.4 |
| Kenya | 5.4 | -2.0 | 6.7 | 5.2 | 5.5 | 5.8 | -6.9 | -8.6 | -7.2 | 62.1 | 68.6 | 66.4 | -5.8 | -6.0 | -5.7 | -0.2 | -12.9 | 11.5 | 7.3 | -0.8 | 5.3 | 2.4 | -5.1 | 16.0 | 4.9 | 6.0 | 6.0 | - | - | - | 5.5 | -4.2 | 6.3 |
| Nigeria | 2.2 | -3.7 | 1.9 | 11.4 | 12.8 | 14.9 | -4.8 | -6.9 | -5.7 | 18.8 | 23.0 | 24.8 | -4.2 | -2.1 | -0.9 | 15.0 | -8.5 | -3.6 | -2.4 | -5.9 | 2.5 | 8.1 | -4.6 | 2.9 | 15.0 | 1.1 | 3.6 | -2.4 | -5.9 | 2.5 | 2.2 | -4.0 | 2.4 |
| South Africa | 0.2 | -9.1 | 6.5 | 4.1 | 3.9 | 4.6 | -6.6 | -14.1 | -9.8 | 62.2 | 83.1 | 83.3 | -3.0 | -1.2 | -2.3 | -2.5 | -14.3 | 10.2 | 1.0 | -15.0 | 11.3 | -0.9 | -14.3 | 10.2 | 1.5 | 14.6 | -5.4 | 1.0 | -15.1 | 11.4 | -1.3 | -6.7 | 3.3 |

このエコノミック・アップデートが貴社にとって有益な情報でしたら、当社のウェブサイト www.atradius.com をぜひご覧ください。国別レポート、業界分析、信用管理に関するアドバイス、最新のビジネスピックに関するエッセイなど、世界経済に焦点を当てたアトラディウスの公表資料が数多く掲載されています。

ソーシャルメディアで
アトラディウスとつながる

信用保険 | 債権回収 | ビジネス情報



Atradius Crédito y Caución S.A. de Seguros y Reaseguros

Shiroyama Trust Tower 30F

4-3-1 Toranomom, Minato-ku

Tokyo

105-6030

電話 : +81 3 5776 7300

info.jp@atradius.com

www.atradius.jp