

# 倒産見通し：パンデミック後の調整か、それとも不利な新常态か？

アトラディウス経済調査 - 2024 年 3 月

## 概要

- 2023年には倒産件数が急増し、グローバル・インデックスは32%の増加を示した。ほとんどの市場において、この増加は3年間続いた低水準の後、パンデミック後の調整が続いていることを反映している。その他の市場については、倒産件数はパンデミック発生前を上回る水準で安定しており、企業が金利上昇と需要減少に直面するという不利な新常态の出現を示唆している。
- 2024年と2025年の予測は、正常化がまだ進行中の市場ではパンデミック以前の水準への調整の度合いによって、また、ニューノーマルへの安定化がすでに起こっている市場では純粋に経済的要因によって左右される。
- 全体として、2024年には世界全体で16%の増加が見込まれ、次いで2025年には1%のわずかな減少が見込まれる。
- しかし、市場によって成長率には大きなばらつきがある。低水準からの調整がまだ必要な市場（シンガポール、イタリア、オランダ、ポーランド、米国など）では高い伸びを予想する。
- 逆に、倒産件数がすでにパンデミック前の水準を上回っている市場（韓国、アイルランド、カナダ、フィンランドなど）では、高い減少率を予想する。
- 最後に、倒産件数が安定していると思われる市場（チェコ共和国、オーストリア、ベルギー、ルーマニア、ノルウェー、英国など）では、変動が小さくなると予想する。

## 厳しい経済状況が企業の「正常化」を曇らせる

経済活動の低迷とパンデミック時代の支援策の段階的廃止という二重苦に企業が取り組む中、世界の倒産件数は急増している。2023年に32%という驚異的な伸びを示した倒産件数は、事実上2019年の水準に戻っている。しかし、破産件数が安定するのはまだ先のことだ。それどころか、2024年にはさらに16%もの大幅な増加が見込まれ、その後2025年には安定すると予想される。

ほとんどの市場では、パンデミック後の倒産件数の急増がまだ続いており、これがパンデミック後の調整なのか、それとも不利な新常态への安定化につながるのかを評価するのは難しい。

パンデミック時には、政府支援の結果、ほとんどすべての市場で倒産件数が大幅に減少した。したがって、直近のデータにおける倒産件数の増加は、パンデミック後の調整によるところが大きいと思われる。しかし、ごく一部の市場では、倒産件数がパンデミック前よりも高い水準で安定していることが確認されており、現在の経済環境もまた、不利な新常态の形成に寄与していると考えられる。

パンデミック後の景気回復はほぼ一巡し、世界経済は勢いを失いつつある。インフレ率は緩和しているが、まだ目標金利まで自信を持って到達していない。そのため、中央銀行はまだ政策緩和に慎重で、少なくとも今春後半までは高金利を維持している。したがって、金利上昇による企業のプレッシャーは今年も続き、金融政策の遅効性を考えると、緩和されるのは2025年になってからかもしれない。例えば、米国とユーロ圏の最新の銀行貸出調査では、今後数カ月間に企業の貸出基準がさらに厳しくなるとの見通しが示された。パンデミック（世界的大流行）時に多くの企業が蓄えた資金バッファーは、今やほとんど使い果たされているため、企業にとってはさらに大きなプレッシャーとなる。より広範な景気減速の影響を緩和する余力が少なくなっているため、今後数年間は倒産件数が増加すると予想される。

## 2023年は全体的に倒産件数が増加するが、市場によってばらつきが大きい

本レポートでモニターしている 29 市場のうち、24 市場が倒産件数の増加を記録した。2023 年の倒産件数のスナップショットをより見やすくするため、2 つの側面から市場を分類した。まず、2023 年の倒産件数の伸び率によって「安定」と「悪化」に分類する。成長率が-15%/+15%の範囲にある場合は「安定」、15%を超える場合は「悪化」とする。成長率が-15%より低い国は存在しないので、「安定」グループと「悪化」グループはサンプルに含まれるすべての国をカバーしている。

第二に、パンデミック発生前と比較した2022年の平均支払不能水準によってグループ分けを行う。このことは、2023年の動態がパンデミックに関連した調整によるものか、高金利や需要の低下といった経済環境の追加的要因によるものかを解釈する上で重要である。パンデミックの期間中、政府の強力な支援の結果、ほぼすべての市場で倒産件数が減少した。したがって、パンデミック前と比較して2022年の倒産件数が依然として低水準であることは、2023年のプラス成長率がパンデミック前の水準への調整に寄与していることを示している。

2019年の平均支払不能水準を基準とする。ある市場の倒産件数がこの基準水準の少なくとも95%に達している場合、その市場の倒産件数を「平年を上回る」と分類し、逆の場合は「平年を下回る」と分類する。

この2つの分類を適用すると、各国を4つの象限に分類することができる。さらに、パンデミック前と比較した特定市場の全体的なリスク度を評価するために、2019年の平均支払不能水準に対する2023年の平均支払不能水準を図2で計算する。

図1 2023年に債務超過が悪化するのは、パンデミック前と比較して債務超過レベルが低い状態で始まった市場がほとんどである。

債務超過マトリックス 2023年

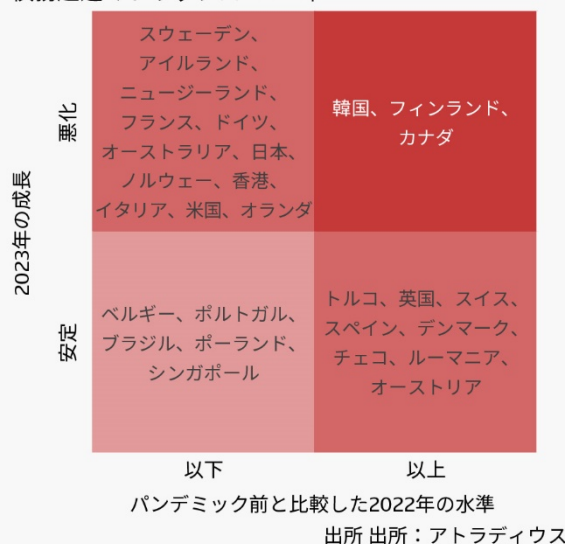


図1からの主なメッセージは、パンデミック前と比較して債務超過水準がまだ低い市場の大部分で、2023年に債務超過が悪化したということである。言い換えれば、全体として見られる支払不能の悪化は、パンデミック前の水準への正常化に依然として大きく関係している。このことは、「悪化」とマークされた市場の大半が北西の四分円に集まっていることからわかる。ここで最大の調整を経験したのは、オランダ、米国、香港、日本、フランスで、いずれも2023年初頭の倒産件数が非常に少なかった国である。図2は、これらの市場のほとんどで、2023年になっても倒産件数がパンデミック前の水準を下回るか、わずかに上回ったことを示している。したがって、デフォルト・リスクはパンデミック前と同程度にとどまった。それでも、スウェーデン、アイルランド、オーストラリアといったいくつかのケースでは、支払不能件数がパンデミック前の水準を大幅に上回り、デフォルト・リスクが高まっていることを示している。

図2 パンデミック前と比較した2023年の平均支払不能水準は、依然として市場によってかなり異なる

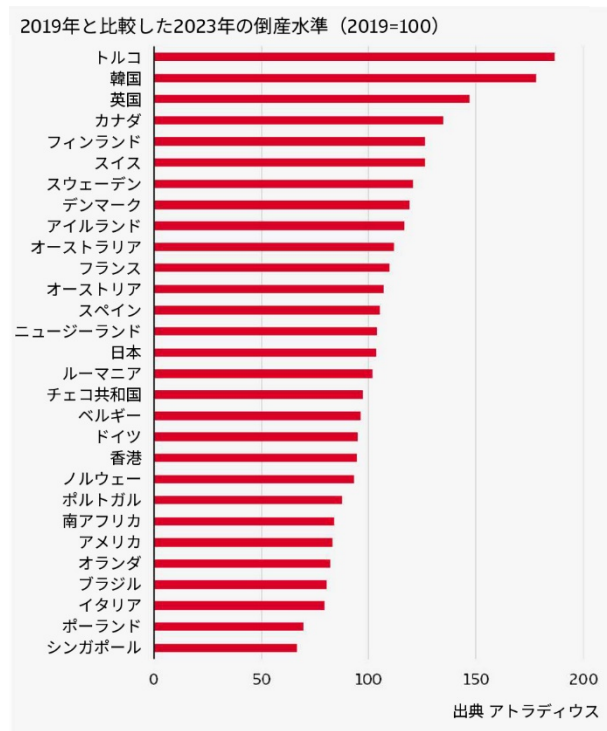


図1はまた、2023年の倒産水準がすでにパンデミック前の水準を上回り、2023年にさらに上昇した市場が少数派であることを示している。このグループには、韓国、フィンランド、カナダの3カ国しか入っていない。図2は、これらの市場が2023年の全体的なデフォルト・リスクで上位にランクされ、パンデミック前に比べてかなり高くなっていることを示している。われわれの解釈では、これらの国々における債務超過の急増は、パンデミック期を通じて存続したゾンビ企業の債務不履行によるものであるため、比較的短期間である。ゾンビ企業とは、平時であればデフォルトに陥っていたが、パンデミックに関連した政府の支援によって救われた企業と定義する。次に図1を見ると、倒産が安定しているように見える国がかなりあることがわかる。南東の四分円には、パンデミック前の基準値前後またはそれ以上の水準で債務超過が安定した国々をまとめた。ここでは、トルコ、英国、スイス、スペインが、2019年と比較して2023年の倒産件数が特に高い水準にあることに注目する。我々は、これらの国の倒産件数は、パンデミック前よりも高い新常态に達したと解釈しているが、これはこれらの国が直面している不利な経済状況によるものである。

逆に、南西の四分円には、倒産件数がパンデミック前と比較して低水準で比較的安定していた5カ国のグループが見られる。私たちの解釈では、パンデミック中に企業が獲得した流動性をより適切に管理することができたと考えられる。ベルギー、シンガポール、ポーランドでは、倒産件数は増加したが、そのペースは緩やかであった。ブラジルでは、パンデミックの初期に倒産が安定した。

## 2024年と2025年の展望：パンデミック後に残る調整と新常态への安定化

次に、2024年と2025年の倒産予測について、前年比増減率（例：2024年の倒産総額と2023年の倒産総額の比較）で示す。

図3は、全市場および地域レベルで集計した予測である。世界全体では、2024年の倒産件数は前年比16%増加すると予測している。北米の倒産件数は比較的大幅に増加すると予想され（25%）、これは事実上米国が牽引している。欧州については、大半の欧州諸国における倒産正常化のプロセスがより進んでいるため、12%増とやや小幅な増加を予想している。アジア太平洋地域については、一部の市場（韓国など）での高水準からの正常化と、他の市場（シンガポールなど）での低水準からの正常化がほぼ相殺されるため、全体としては2%の減少にとどまり、比較的安定した展開が予想される。2025年には、北米を除く全地域で倒産件数が減少し、1%の微減となる。

図3 地域別では、2024年に倒産件数が最も増加するのは北米である。

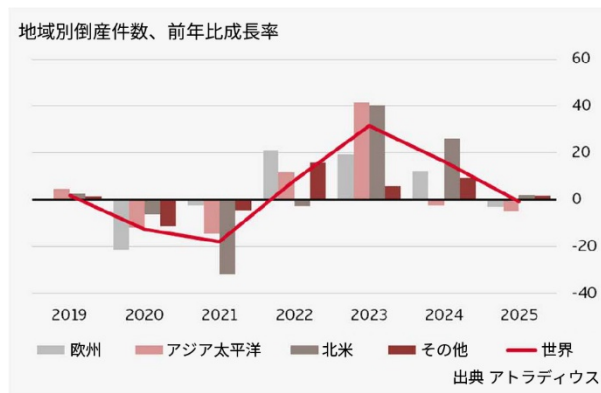
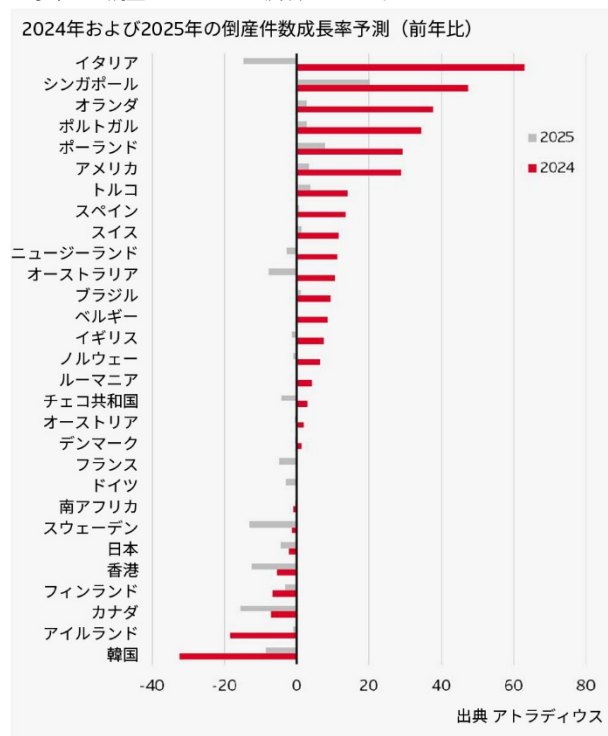


図4は、2024年と2025年の倒産予測を国別に示したものである。2024年の成長率がより大きな変動を示すため、成長率の高い順に市場を並べている。これは、パンデミック関連の調整の大半が2024年に起こると想定しているためである。したがって、2025年の予測は、そのほとんどが正常化された環境に関連したものであり、市場全体のGDPの動態によって与えられる。

図4 2024年から2025年にかけても、倒産件数の動きは市場によって大きく異なると予想されるが、これは主に2023年末のコロナ前の水準への調整のばらつきを反映している。



2024年の倒産増加率が最も高いのは、イタリア、シンガポール、オランダ、ポルトガル、ポーランド、米国である。これらすべての国の倒産件数は、図2ですでに示したように、2024年の開始時点ではまだ正常水準を下回っている。従って、これらの市場では2024年に倒産件数が大幅に増加し、正常化が達成されると予想される。イタリアは、2023Q3までの最新データで正常化の兆候が見られなかった唯一の国であり、このグループでは例外である。しかし、2023Q4から正常化が始まらないとする理由は見当たらない。

一方、2024年に倒産件数が最も減少する国は、韓国、アイルランド、カナダ、フィンランドである。これらの国は2023年に倒産件数が急増し、パンデミック前よりも高い水準に達した。従って、2024年には正常化すると予想される。

最後に、図4の中間に位置する市場については、2024～2025年の倒産件数の伸び率は比較的小さい。これらのうちいくつかは倒産件数がピークに達しているようであり、2024年から2025年にかけて倒産件数が正常化すると予想される（日本、スウェーデン、フランス、ドイツ、デンマーク）。その他については、倒産件数はパンデミック後の平年並みに安定しているようであり（チェコ共和国、オーストリア、ベルギー、ルーマニア、ノルウェー、英国）、その推移はほとんど経済環境のダイナミクスに左右される。

**Iulian Ciobica**, エコノミスト  
[iulian.ciobica@atradius.com](mailto:iulian.ciobica@atradius.com)  
 +31 20 553 2121

**Dana Bodnar**, エコノミスト  
[dana.bodnar@atradius.com](mailto:dana.bodnar@atradius.com)  
 +31 20 553 3165

表1 総倒産件数-年間増減率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024f	2025f
オーストラリア	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	-9	43	45	11	-8
オーストリア	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	0	57	13	2	-1
ベルギー	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	-32	-9	42	11	9	0
ブラジル	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	-25	-10	8	10	9	1
カナダ	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	-23	-10	38	41	-7	-15
チェコ共和国	-	-	-	-	-	-10	-15	-16	4	-10	21	-6	-6	3	-4
デンマーク	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	-2	30	9	1	0
フィンランド	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	16	7	25	-7	-3
フランス	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	-11	50	37	0	-5
ドイツ	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-16	-12	4	22	0	-3
香港	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	6	-25	38	-5	-12
アイルランド	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-25	1	-30	25	33	-18	-1
イタリア	2	-1	22	12	-5	-9	-11	-6	0	-32	18	-20	23	63	-15
日本	-4	-5	-10	-10	-9	-4	0	-2	2	-7	-22	7	35	-2	-4
オランダ	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	-41	14	48	38	3
ニュージーランド	-12	-4	-5	-2	-10	-6	-9	3	-10	-17	-7	11	21	11	-3
ノルウェー	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	-11	-24	13	22	6	-1
ポーランド	4	24	1	-9	-7	-19	-2	4	-5	0	-30	-13	13	29	8
ポルトガル	63	53	7	-6	-4	-12	-8	-9	-5	-18	-3	7	3	34	3
ルーマニア	-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	8	8	-1	4	0
シンガポール	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	-41	4	-4	14	47	20
南アフリカ	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	0	-5	-1	-11	-1	0
韓国	-	-	-	17	9	26	-6	15	16	15	-11	5	65	-32	-8
スペイン	20	37	14	-28	-23	-17	-2	-1	10	-13	30	6	-14	13	1
スウェーデン	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	-1	-10	6	30	-1	-13
スイス	6	3	-5	-10	4	7	3	22	-3	-14	9	37	-1	12	1
トルコ	12	7	8	-9	-13	-10	19	-8	3	14	8	41	6	14	4
イギリス	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-26	11	57	14	7	-1
アメリカ	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	-34	-6	40	29	3

出典 アトラディウス、マクロボンド、各国資料

表2 総倒産件数-指数、2019年=100

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024f	2025f
オーストラリア	126	128	130	106	122	102	94	97	100	59	54	77	112	124	115
オーストリア	117	120	109	108	103	104	101	99	100	60	60	95	107	109	108
ベルギー	96	100	111	101	92	87	94	93	100	68	62	87	97	105	105
ブラジル	70	75	81	81	90	78	101	101	100	75	68	73	80	87	88
カナダ	133	118	116	113	112	105	98	97	100	77	69	95	135	125	106
チェコ共和国	-	-	-	-	148	134	114	96	100	90	109	103	97	100	95
デンマーク	97	101	86	68	78	91	88	94	100	86	84	109	119	120	120
フィンランド	112	113	119	114	98	92	83	97	100	81	94	101	126	118	114
フランス	116	119	122	122	122	113	106	105	100	60	53	80	110	110	105
ドイツ	161	151	139	128	123	115	107	103	100	84	75	78	95	95	92
香港	103	105	121	125	126	115	98	92	100	86	92	68	95	90	78
アイルランド	288	296	240	205	185	182	154	133	100	101	71	88	117	95	94
イタリア	103	102	125	139	133	121	107	100	100	68	81	64	80	130	110
日本	152	145	129	116	105	101	100	98	100	93	72	77	104	101	97
オランダ	218	259	284	221	168	136	106	97	100	83	49	56	82	113	116
ニュージーランド	159	153	145	141	127	119	108	111	100	83	77	86	104	116	112
ノルウェー	79	69	81	86	83	83	86	97	100	89	67	76	93	99	98
ポーランド	121	150	152	138	128	103	101	105	100	100	70	61	70	90	97
ポルトガル	97	149	160	150	143	126	116	106	100	82	79	85	87	117	121
ルーマニア	301	411	454	317	157	128	140	127	100	87	94	102	101	105	105
シンガポール	93	106	121	107	108	109	100	101	100	59	61	58	67	98	118
南アフリカ	174	133	116	101	96	95	91	90	100	100	95	93	83	82	82
韓国	-	-	-	58	63	79	75	87	100	115	103	108	178	120	110
スペイン	131	180	206	148	114	94	92	91	100	87	113	120	104	118	119
スウェーデン	93	99	103	96	86	82	86	98	100	99	89	94	122	120	104
スイス	84	86	82	74	77	82	84	103	100	86	94	128	126	141	143
トルコ	107	114	124	113	98	88	105	97	100	114	122	173	183	209	217
イギリス	118	113	103	95	85	85	85	94	100	74	82	129	147	157	155
アメリカ	209	175	146	118	108	106	102	98	100	95	63	59	83	107	111

出典 アトラディウス、マクロボンド、各国資料

#### 免責事項

本誌は情報提供のみを目的としたものであり、投資助言、法的助言、あるいは特定の取引、投資、戦略に関する読者への推奨を意図したものではありません。読者は、提供された情報に関して、商業的か否かを問わず、各自で独立した判断を下す必要があります。アトラディウスは、本出版物に含まれる情報が信頼できる情報源から入手されたものであることを保証するためにあらゆる努力を尽くしていますが、誤謬や脱漏、あるいは本情報の利用から得られる結果について責任を負うものではありません。本書中の情報はすべて「現状のまま」提供されるものであり、完全性、正確性、適時性、またはその使用から得られる結果について、明示または黙示を問わず、いかなる保証も行うものではありません。いかなる場合においても、アトラディウス、その関連パートナーシップ、企業、またはそのパートナー、代理人、従業員は、本書の情報に依存して行われた意思決定や行動、または機会の損失、利益の損失、生産の損失、事業の損失、間接的な損失、特別損害、または類似の損害について、たとえそのような損失や損害の可能性を知らされていたとしても、お客様またはその他のいかなる人に対しても責任を負いません。

著作権 Atradius N.V. 2024

Atradius N.V.  
David Ricardostraat 1 - 1066 JS アムステルダム  
ポストバス 8982 - 1006 JD アムステルダム  
オランダ  
電話番号: +31 20 553 9111

[info@atradius.com](mailto:info@atradius.com)  
[www.atradius.com](http://www.atradius.com)