

2021: 倒産の潮目の変化

アトラディウス経済調査 - 2021年3月

要約

- GDPが急減したにもかかわらず、2020年の企業倒産は引き続き減少した。この矛盾は、破産法の臨時調整措置と財政支援パッケージによるものである。
- 支援策は段階的に廃止されていくことから、世界の企業倒産は2021年に26%増加すると予測される。
- 2021年の倒産率は、2020年に政府主導で強力な措置を講じたオーストラリア、フランス、シンガポールおよびオーストラリアなどの国々で最も高くなる。上記の国では措置が段階的に廃止されるため倒産が増加する。

2020年、企業倒産は増加すると、広く予測されていたが、そうはならなかった。むしろ、2020年の世界での企業倒産は14%減少したと予測されている。しかし、2021年には倒産が26%増加に転じる可能性がある。この倒産の増加は、トルコを除く、ほとんどの主要国・地域で見られるものと予測される。この増加傾向は驚くにはあたらない。2020年に倒産を異常に低く抑えていた臨時措置（破産法の修正、財政支援）が2021年には段階的に廃止されるからだ。全市場では実質的に、2021年末の倒産レベルは、2019年よりも高くなるだろう。

2021年の景気回復ペースは国によって著しく異なる

1年間の世界的景気後退を経験した後、2021年は回復に転じることが見込まれ、新たな希望を呼んでいる。世界のGDP成長率は2020年には3.7%と鈍化したが、2021年には成長率6.0%になると予測されている。ワクチンの導入ははすでに始まっており好ましい結果が今後ワ

クチンの可用性を押し上げるだろう。新型コロナウイルスの感染者数を抑えるため、経済活動の抑制が原因となり、2021年第1四半期の世界経済の成長は低調なままである可能性が高い一方、年末までにはGDPの成長は加速すると考えられる。

しかし、この展望にはリスクもあり、主にウイルスの変異とワクチン接種キャンペーンの成功に関わっている。ブラジル、フランス、イタリアおよびトルコなどの国では、新型コロナウイルス感染件数が多いはまだ。ほとんどすべての先進国ではワクチン接種が開始されているが、第2四半期末までに人口の大多数に接種するには、接種ペースを加速する必要がある。この点ではイスラエルが先んじている。すでに新型コロナウイルスの感染者数は著しく減少し、入院患者数も明らかに減少している。英国および米国も平均より良好である。ヨーロッパの多くの国ではペースが遅い。夏までに人口のかなりの部分に接種するにはペースを加速する必要がある。

2021年のGDP回復ペースは国によって著しく異なる。ユーロ圏では2020年にGDP6.8%の縮小が見られた。しかし、同年第4四半期は前四半期比0.7%というわずかな減少だった。新型コロナウイルスの抑制策が再度課されたことを考慮すると、予測より良い数値である。ロックダウンの継続とワクチン接種の遅れにより、2021年第1四半期には景気後退の二番底となる可能性が高い一方で、明るい見通しもある。ワクチン接種プログラムが本格化し、保険医療制度への圧力が弱まるにつれ、封じ込め措置は段階的緩和に向かっている。これは第2四半期の景気回復を導き、2021年のユーロ圏のGDP成長率は4.2%になると予測される。2020年に最悪の景気後退を経験した国は、2021年には全般的に最も強力な拡大を目にするであろう。景気回復の強さを決定する要因は複数ある。第一に、ロックダウン措置の厳密さと、解除の速度である。ポルトガル、イタリア、スペインおよびアイルランドの昨年のロックダウン措置は比較的厳しく、これら各国のサービス消費は低く抑えられた。反対に、オランダ、オーストリアおよびフィンランドの措置は比較的緩かった（ただし、オランダでは、2020年末に向かつて措置は引き締められた）。封じ込め措置のリバウンドは2021年に「テクニカルリカバリー」を引き起こすであろう。スペイン、フランス、およびイタリアなどの諸国では、2021年の経済成長率は比較的高くなるのが予測されているが、オランダやオーストリアでの回復レベルは低くなるのが予測される。

第二に、業界の構成もGDP成長の強さに影響する。ポルトガル、スペイン、ギリシャ、イタリアおよびフランスでは、経済に占めるツーリズムの重要性が高いため、2020年のGDPは記録的な悪影響を受けた。ツーリズムや旅行への制限が段階的に解除されるにつれ、サービスに対する需要は増え、これら諸国の経済回復を下支えすると考えられる。しかし、感染リスクを避けるため、旅行を控える人々もいることから、ツーリズムのトレンドは2021年には完全に回復しないと見られる。さらに、ワクチン接種のペースは国ごとに異なるため、各国政府は国境を開きたがらない可能性がある。

英国は厳しいロックダウン措置とEU離脱の不確実性のため、2020年には厳しい景気後退を経験した（GDP - 9.9%）。2021年1月には、より感染力が強い変異株ウイルスによる感染の急激な増加を受けて、英国政府は3回目となる全国的なロックダウンを実施した。これにより2021年始めの経済は足場が弱くなった。良いニュースとしては、英国とEUが最終的に自由貿易協定に合意し、合意なき離脱と比較して、共通市場から離脱するコストを限定できたことだ。私たちは、2021年の英国経済は5.9%成長すると予測している。これはパンデミックによるGDP損失の半分程度しかカバーしない。ワクチン接種プログラムが順調に滑りだしていることから、ロックダウン措置が第2四半期までに緩和されると予測している。

ヨーロッパ以外では、米国での2021年に7.0%という強い景気回復が期待される。2020年9月の私たちの倒産予測レポートから、3ポイント上方修正している。7.0%の成長率は、2020年に見られた経済的損失を十分に補填する。ジョー・バイデン大統領は最近、アメリカ救済計画法といわれる1.9兆ドル（米国経済全体の8.3%）の大規模な経済刺激パッケージに署名した。さらに、米国でのワクチン接種が現在のペースで続けば、初夏までに集団免疫（成人人口の70%が接種済）が得られるであろう。こうした要因により、ウイルスへの恐怖がなくなり、活動制限の緩和が可能となり、景気回復が下支えされると考えられる。

オーストラリアはウイルスを効果的に抑え込んでおり、最も対策に成功している先進国の一つとして評価されている。一つの症例が検出されたことに反応し、パースを5日間ロックダウンしたことは、政府の対応の迅速性を示している。オーストラリアは2020年に比較的穏やかな景気後退（-2.4%）を記録したが、2021年はGDP3.5%成長となる可能性が高い。

日本は2020年にGDPの4.9%縮小を経て、2021年には部分的に2.7%回復する可能性が高い。日本は2020年末に向けて感染数が増加し、緊急事態宣言を発令した。現在、この措置は国内のほとんどの地域では解除されているが、東京とその近隣三県は3月末まで制限が課される予定である。制限は景気回復に影響するものの、ワクチン接種の開始や米国および中国の強力な景気回復が年半ば以降の経済活動を下支えすると考えられるため、全体的な影響は軽度となる。

2020年の倒産発生とGDPパフォーマンスの矛盾

2020年には、企業倒産が増加すると、広く予測されていたが、そうはならなかった。ほとんどの市場でほぼ通年に近い年間倒産データがあるが、全体的に2019年比で減少を示唆している。2020年の世界の企業倒産は14%減少したと見積もられている。特にヨーロッパとアジア圏では著しく減少し、北米では比較的緩やかな減少だった（表1参照）。

表1 2020年の倒産の見通し

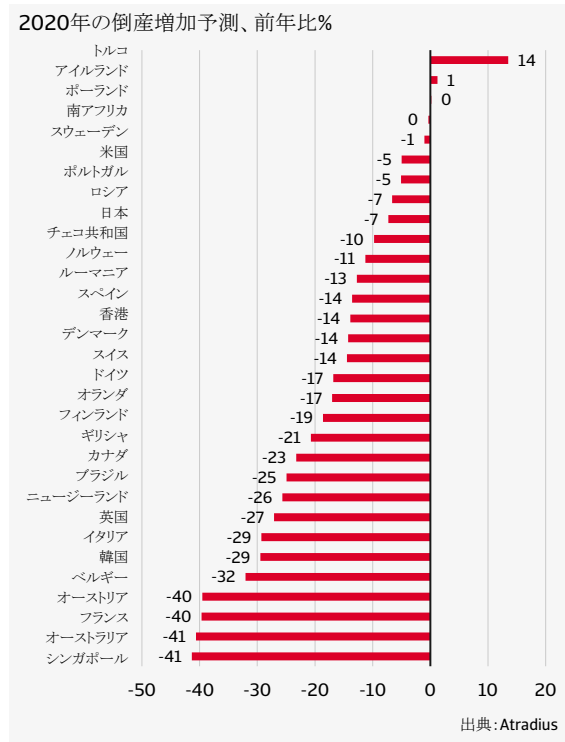
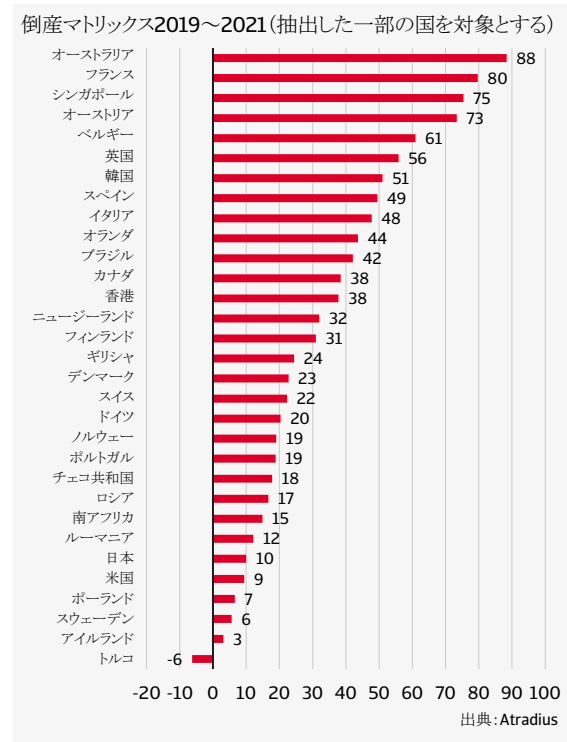


表2 2021年の倒産の見通し



前回の倒産レポートでは、倒産の増加とGDPパフォーマンスに生じる矛盾は2種類の政策に起因すると述べた。第一に、ほとんどの国が、企業を倒産から守るために破産制度を変更した。第二に、世界各国の政府は、感染による経済に対する影響を弱め、小規模事業者を支援するための対策を講じてきた。ヨーロッパのフランス、ベルギー、イタリア、スペインなどの国では、倒産手続きを一時的に凍結したり、倒産を許可しない法律を2020年に制定した。ヨーロッパ以外では、オーストラリアが企業が倒産を宣告する際の債務の基準値を引き上げた。上記すべての国々では、2020年に倒産数の急減が見られる。

スウェーデン、デンマーク、オランダ、アイルランド、日本、米国などの国々は、新型コロナウイルスへの対応として、破産制度に大きな変更を加えていないので、倒産数の減少は急激ではない。2020年11月以降、オランダでは、苦境にある企業が倒産手続きを一時的に保留し、支払い猶予を申請できる時限立法が施行された。

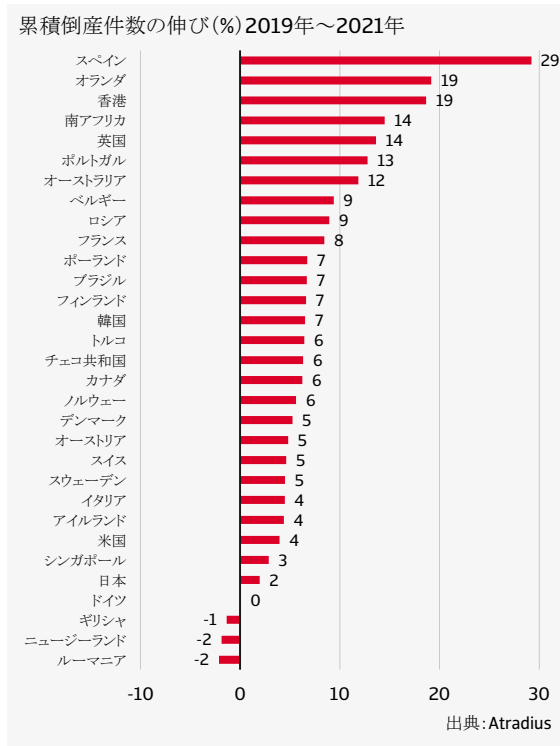
破産法の変更に加えて、財政支援策も倒産レベルを低く抑えるための重要な役割を果たしている。

この仮説は、一時的な破産猶予策を行った複数の国では、これらの政策が解除された後も、倒産レベルが低いままであるという見解に基づく(フランスやスイスなど)。さらに、スペインでは、倒産の一時猶予策が実施されているにも関わらず、2020年後半には前四半期比で倒産件数の急激な増加がみられた。最も効果的な政府施策は、直接的な財政支出と税の減免措置である(IMFが融資または株式発行による増資などの「経常費以下」に対して、「経常費以上」と分類しているもの)。大規模な財政支援策を実施しているヨーロッパの国々は、ドイツ、フランス、オーストリア、ベルギー、オランダ、英国である。ヨーロッパ以外では、米国、カナダ、オーストリア、日本が巨額の財政支援パッケージを実施し、2020年のGDP縮小と比較して、倒産レベルを非常に低く抑えることに貢献している。トルコとアイルランドは2020年に倒産の増加がみられた唯一の市場である。トルコの場合、明らかに政府支援が脆弱であった結果である。一方、アイルランドの場合は、新型コロナウイルスに関わる破産の枠組みを調整しなかったためである。

企業倒産は世界中で26%増加すると予測

2021年には、財政支援および破産法の緩和が段階的になくなることから、倒産件数の減少の様相は完全に変わると予測される。これにより、2021年には主要な地域および諸国で倒産件数が増加し、世界全体では26%の

図3 累積倒産件数の伸び(2019年～2021年)

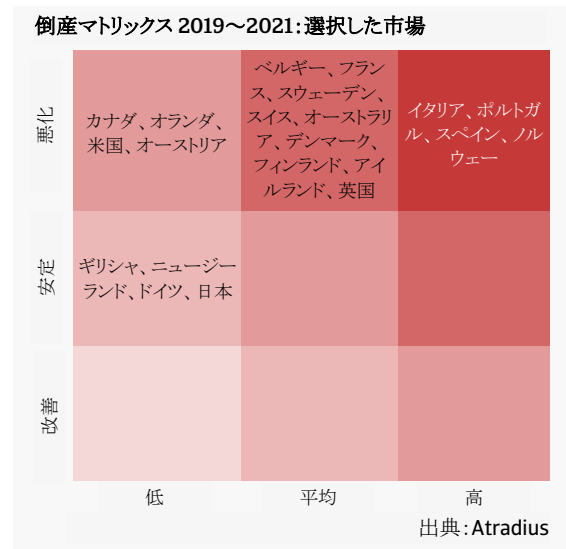


増加が予測される(表2参照)。破産法の一時猶予は2021年の上半期に終了すると予測される。オーストリアとフィンランドでは、通常の破産法の一時的な適用中止については、2021年の第1四半期には解除される。オーストラリアでは、2021年1月1日から通常の破産手続きを再施行する。オランダは一時猶予措置を2021年4月まで延長する。複数の国々では、現時点で、財政刺激策が2021年第2四半期まで延長される見通しである。2021年第2四半期以降は、封じ込め措置の大幅な緩和が予測されており、結果として財政支援の段階的終了および倒産の一時猶予の解除が予測される。

2021年倒産予測を成り立たせる3つの影響力

倒産予測を成り立たせる第一の影響力は、通常の状況下(財政支援パッケージなし、倒産の一時猶予なし)で2020年に発生していたはずの倒産の影響の遅れである。私たちは、この種類の倒産は部分的に2021年に現実になると予想する。2020年に多くの企業を倒産から「救った」国々では、倒産が2021年に持ち越されていることが、2021年の倒産の上方予想に拍車をかけることになる。ベルギー、フランス、オーストリア、イタリアなど、破産法の臨時調整と大規模な財政支援を実施した複数の市場で、こうした現象が見られると考えられる。

図4 倒産マトリックス(2019年～2021年)



ヨーロッパ以外では、昨年から今年への倒産の持ち越しが見られるオーストラリアとシンガポールが例である。スウェーデンとアイルランドでは、破産法に大きな変更を加えていないため、2020年からの倒産の持ち越しの影響は低いと予想される。

第二の影響力は、経済状況による倒産件数の増加である。これは、2021年の経済成長の強さと、GDP成長に対する倒産の感応度という2つの要因に依存する。複数の市場(オーストリア、スペイン、英国)では、回復度合いが2020年のGDP減少よりも弱く、倒産件数を押し上げる圧力になる。上記以外の国(ニュージーランド、カナダなど)では、2021年の回復は比較的力強く、倒産件数の増加を押し下げる圧力になる。GDP成長に対する倒産件数の感応度については、オランダ、スペイン、オーストリアでこの「倒産弾性」が高い。私たちは結果として、2019年から2021年にかけて、倒産件数が著しく増加していくと見ている。上記3つの市場におけるGDP成長に対する高い倒産弾性は、債権者に非常に有利な厳しい破産法の帰結である。しかし、スペインでは、難局にある企業に清算ではなく再編を選ぶことを奨励する改正が2014年に施行された。オランダとオーストラリア両国は2020年に破産法を改正している。オランダの新法により、正式な破産手続き以外での企業の再編が容易になるオーストラリアも同じことを目指す改正法を施行した。オーストラリアとオランダは双方とも、米国の連邦倒産法第11章を参考に行っている(オランダの場合、英国のスキーム・オブ・アレンジメントも参考に行っている)。これにより、将来的にGDP成長に対する倒産弾性の変化が考えられる。スペインにもある程度同じことが言えるが、スペインの場合は根本的な改正ではない。

2021年の倒産予測を成り立たせる3つめの影響力は、財政支援である。政府支援スキームについて、私たちは2021年の前半まで継続するが、先進国の人口の大部分がワクチン接種済みとなる後半には、直ちに次々に廃止されると予想している。そのため、財政支援は概して一年の前半にしか行われないと考ええている。

つまるところ、これら3つの影響力により、トルコを除くすべての市場で、2021年における倒産件数は前年比で増加することになる。トルコをみると、2020年時点ですでに倒産件数は増加しており、2021年への倒産の持ち越しが少ない。また財政支援も脆弱である。2021年に倒産件数が大幅に増加すると説明できる要因は、一時的な倒産の凍結と財政支援パッケージによって2020年の倒産件数が特に低かったことが挙げられる。これが強力な「ベース効果」を生み出す。2019年から2021年の

間の累積倒産件数の増加を見ると、2021年末における全市場の倒産レベルは2019年よりも高くなると考えられる(図3参照)。2020年には大幅に景気後退し、2021年になってもほとんどの国が完全回復できないことを考えると、これは驚くことではない。私たちは、今後数年間、倒産レベルは上昇傾向を維持すると予想する。財政支援パッケージの段階的廃止、および通常の破産手続きへの回帰により、事業環境は引き続き非常に厳しいといえる。

Theo Smid、シニアエコノミスト
theo.smid@atradius.com
+31 20 553 2169

Iulian Ciobica、エコノミスト
iulian.ciobica@atradius.com
+31 20 553 2121

表1 合計倒産率(前年比別)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f
オーストラリア	-3	21	4	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	88
オーストリア	-6	0	9	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	73
ベルギー	1	10	11	2	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	-32	61
ブラジル	-25	-34	-6	-19	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	-25	42
カナダ	10	-2	-41	-11	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	-23	38
チェコ共和国	-	-	-	-	-	-	-	-	188	-10	-15	-16	4	-10	18
デンマーク	21	54	-10	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	23
フィンランド	-1	16	25	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	31
フランス	7	7	14	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	80
ドイツ	-15	0	12	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-17	20
ギリシャ	-3	-35	68	-35	-4	19	31	-16	-43	-43	14	-32	27	-21	24
香港	7	-3	50	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	38
アイルランド	19	113	82	8	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-25	1	3
イタリア	-41	22	25	20	8	3	13	11	-6	-9	-11	-7	-1	-29	48
日本	6	11	-1	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	0	-2	2	-7	10
オランダ	-13	-14	53	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	44
ニュージーランド	-5	-35	45	-5	-12	-7	-13	-7	4	3	-22	-7	-18	-26	32
ノルウェー	-6	41	47	-17	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	-11	19
ポーランド	-	-	-	-	4	24	1	-9	-7	-19	-2	4	-5	0	7
ポルトガル	-12	39	28	21	-5	46	1	-13	12	-6	-16	-4	-8	-5	19
ルーマニア	-	-	-	-	-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	12
ロシア	0	14	80	8	-18	-6	9	18	1	-3	10	-4	-6	-7	17
シンガポール	-7	-16	-12	-25	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	-41	75
南アフリカ	4	5	25	-3	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	0	15
韓国	-9	19	-27	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-11	-5	-12	-29	51
スペイン	18	188	88	-4	15	32	10	-27	-21	-9	10	11	21	-14	49
スウェーデン	-5	7	20	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	-1	6
スイス	-	-7	24	20	6	3	-5	-10	4	7	3	3	-1	-14	22
トルコ	-	-	-	-	12	7	8	-9	-13	-10	19	-8	3	14	-6
英国	-11	35	14	-18	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-27	56
米国	42	52	41	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	9

出典: Atradius, Macrobond, national sources

表2 合計倒産指数(2007を100とする)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f
オーストラリア	100	121	125	128	139	141	144	117	135	113	104	107	111	66	124
オーストリア	100	100	110	101	93	96	87	86	82	83	81	79	80	48	84
ベルギー	100	110	123	125	133	138	153	140	127	119	130	129	138	94	151
ブラジル	100	66	61	49	43	47	50	50	56	49	63	63	62	47	66
カナダ	100	98	58	51	58	51	51	50	49	46	43	43	44	33	46
チェコ共和国	-	-	-	-	-	-	-	100	288	260	221	186	195	176	207
デンマーク	100	154	139	134	105	109	93	73	84	98	95	101	108	93	114
フィンランド	100	116	145	127	131	131	139	132	114	107	96	112	116	94	123
フランス	100	107	123	117	115	118	122	121	122	112	106	105	100	60	108
ドイツ	100	100	112	110	103	97	89	83	79	74	69	66	64	53	64
ギリシャ	100	65	109	71	68	81	106	89	51	29	33	23	29	23	29
香港	100	97	146	83	72	74	85	87	88	81	69	65	70	60	83
アイルランド	100	213	387	420	451	464	376	321	289	284	241	209	156	158	163
イタリア	100	122	152	182	197	203	229	254	239	219	195	181	180	127	188
日本	100	111	110	95	90	86	77	69	64	60	60	58	59	55	61
オランダ	100	86	132	119	120	143	157	122	92	75	58	53	55	46	66
ニュージーランド	100	65	95	89	79	73	64	59	61	63	49	46	38	28	37
ノルウェー	100	141	207	171	172	150	176	186	180	179	187	211	217	193	229
ポーランド	-	-	-	100	104	129	130	119	110	89	87	90	86	86	92
ポルトガル	100	139	179	216	205	300	303	262	294	277	233	224	207	197	234
ルーマニア	-	-	-	100	91	124	136	95	47	39	42	38	30	26	29
ロシア	100	114	205	222	183	173	188	222	223	217	238	229	215	201	234
シンガポール	100	84	74	56	55	63	72	64	64	65	59	60	59	35	61
南アフリカ	100	105	131	127	113	86	75	66	62	61	59	59	65	65	74
韓国	100	119	87	68	59	54	44	37	31	24	22	20	18	13	19
スペイン	100	288	540	520	598	791	866	635	501	458	502	558	678	586	876
スウェーデン	100	107	128	123	118	126	130	122	108	103	109	124	126	125	132
スイス	100	93	115	138	147	151	143	130	135	144	148	152	151	129	158
トルコ	-	-	-	100	112	119	129	118	102	92	109	101	105	119	111
英国	100	135	153	125	130	124	113	104	93	94	93	103	110	80	125
米国	100	152	215	199	169	142	118	95	88	85	82	79	81	77	84

出典: Atradius, Macrobond, national sources

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



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する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.2021

Atradius N.V.
David Ricardostraat 1 – 1066 JS Amsterdam
Postbus 8982 – 1006 JD Amsterdam
The Netherlands
電話: +31 20 553 9111

info@atradius.com
www.atradius.com