

先進国の一部で政府支援の打ち切り とともに倒産件数が急増

アトラディウス経済調査 - 2022年10月

要約

- 一部の先進国で、2022年と2023年の倒産件数が急増しています。
- この原因として、高止まりするインフレ率とエネルギー価格、金融引締め政策、政府支援の打ち切りが挙げられます。
- 2022年は英国（59%）、フランス（58%）、オーストリア（78%）、ベルギー、カナダ、オーストラリア（それぞれ49%）で、経営破綻件数が急増すると見込まれています。
- 2023年は米国（81%）、オランダ（77%）、シンガポール（76%）、イタリア（51%）で大幅な倒産増加が見込まれます。
- 2023年は、多くの市場で、いわゆる「ゾンビ企業」の債務不履行の増加で倒産件数の通常レベルを超えると予測されています。

グローバル経済の苦難は続く

高いインフレ率と高止まりするエネルギー価格を主因として、景気観測は過去6か月にわたり弱含みが続いています。現時点で2022年のグローバルな経済成長率は2.9%と予測していますが、2023年は1.7%に落ち込む模様です。この結果、2022年4月の当社の倒産予測レポートと比較して、2023年までに合計2.0ポイント下がることになります。

ロシアが天然ガスの輸出量を削減したため、エネルギー価格の上げ幅は予測を超えるものとなりました。サプライチェーンのプレッシャーについては、緩和に向かう徴候がいくつか見られます。それを阻害する情勢が今後も経済活動に悪影響を与えるものの、生産活動の制約は緩やかに軽減されるでしょう。高いインフレ率のため、各国中央銀行は緊縮財政に舵を切らざるを得なくなっています。2022年は世界のインフレ率を平均で7.8%、2023年は4.8%

と予測されます。景気後退への警戒感が増しつつあるものの、根強いインフレ傾向のため各国中央銀行は金融引締政策をすぐに緩和することに対しては引き続き慎重でしょう。

新興国市場の成長率は、2022年は3.5%、2023年は3.4%になる見込みです。COVID-19の大流行および長引くロックダウンは、アジアの新興国市場にとって押下げ要因となっています。加えて、各国中央銀行が今後のインフレ対策として金利を引き上げると、新興市場経済諸国の財政事情はさらに引締めに向かうこととなります。アジアの新興国市場の経済成長率は2022年で世界最速（3.8%）でしたが、今後はやや減速に向かいます。

中国の経済活動は、2021年の8.1%から、2022年は3.2%、2023年は4.9%に減速すると予測されています。政府はロックダウンに起因するサプライサイドの混乱を収めるためにこれまでゼロコロナ政策を微調整してきましたが、コロナの制約下にある環境は引き続き経済活動に影響をおよぼします。中国では存在感のある不動産は下降傾向にあり、デベロッパーの債務不履行が経済予測の最大リスクとなっています。

東ヨーロッパでは、短期的にはロシア対ウクライナ戦争に引き続き大きく左右されます。西ヨーロッパ各国がロシアに対して大規模な制裁措置を科しているため、同国経済は2022年、2023年とも後退傾向にあります。トルコではインフレが急速に進み、経済成長率は鈍化することとなり、消費者の購買意欲に悪影響がおよんでいます。これに世界情勢が拍車をかけています。

先進国市場の経済成長率は、2021年の5.2%から、2022年は2.3%、2023年は0.3%に減速すると予測されています。米国経済は年初から四半期ベースで2期連続でGDPが落ち込み、低調なスタートとなりました。インフレの進行で消費者の実質所得は目減りし、内需も縮小しました。当社では、米国の経済成長率について、2022年は1.7%、2023年は0.0%と予測しています。ユーロ圏のGDP成長率は、サービス

業の営業再開や観光業の活況で第1四半期および第2四半期で回復しました。本年下期および2023年初で、ユーロ圏の経済は高騰するエネルギー価格の影響で後退傾向に入ると予測されています。ロシアウクライナ紛争で今後受ける大きなインパクトの原因としては、物価高騰や、ロシアおよびウクライナの天然ガスに代表される重要輸入品目の供給の混乱が挙げられます。2022年のユーロ圏の経済成長率は3.0%と予測していますが、2023年は0.0%に落ち込む模様です。この結果、2022年4月の当社の倒産予測レポートと比較して、2023年は2.7ポイント下がることとなります。

対2021年比で、2022年は政府によるパンデミック対策としての財政支援が縮小されるものの、ほとんどの先進国市場では、財政規模は全体的に引き続き拡大傾向にあります。高いインフレ率を受けて、各国中央銀行はさらに財政引締め政策を強めています。

- 米国連邦準備制度は2022年初から政策金利を累積で300ベースポイント引き上げています。そのうち、6月、7月、9月はそれぞれ75ベースポイントと記録的な引き上げ幅となりました。
- イングランド銀行も同様に、今年は数回にわたって政策金利を引き上げています。
- 欧州中央銀行（ECB）は7月に政策金利を50ベースポイント引き上げました。また9月にも75ベースポイント引き上げました。この結果、預金金利は0.75%と、過去10年間で最高レベルに達しました。

主要先進国市場の中央銀行は次期四半期には政策金利をさらに引き上げると予測されています。財政引締め傾向は、先進国市場および新興市場経済諸国に共通しています。ほとんどの新興市場経済諸国では、従来の基準に照らして制限を強化する傾向にあって、これが企業の負債比率の高い市場（トルコなど）の足かせになる恐れがあります。

倒産件数レベルは2020年に減少したものの、部分的にパンデミック前のレベルに回帰傾向

新型コロナウイルスのパンデミック時は、世界的に倒産件数が大幅に減少しました（2020年～2021年の世界の倒産件数は累計で29%減少）。このような状況になったのは、2つの政策が原因であることは以前にも論じました。まず、ほとんどの国が、企業を倒産から守るために、破産法を（その多くが時限措置）修正したことが挙げられます。次に、世界各国政府は、感染拡大による影響への経済対策として、小規模事業者を支援するための対策を講じてきました。

2020年は、厳しい景気後退局面にもかかわらず、ほぼすべての市場で倒産件数が減少しました。これは、政府の手厚い政府支援が事業継続能力のある企業だけでなく、ゾンビ企業、つまり平時であっても債務不履行状態にあったはずの企業まで救済した結果によるものでした。2021年は、部分的ではあるものの、倒産件数のレベルはパンデミック前に戻り、その傾向は2022年上期も継続しています。これは、政府支援プログラムの打ち切りと時を同じくして起こっています。政府支援プログラムはニュージーランドと香港を除き、2022年第3四半期初には世界全体で打ち切られました。

図1：パンデミック前と比較した年初来の倒産件数累計値

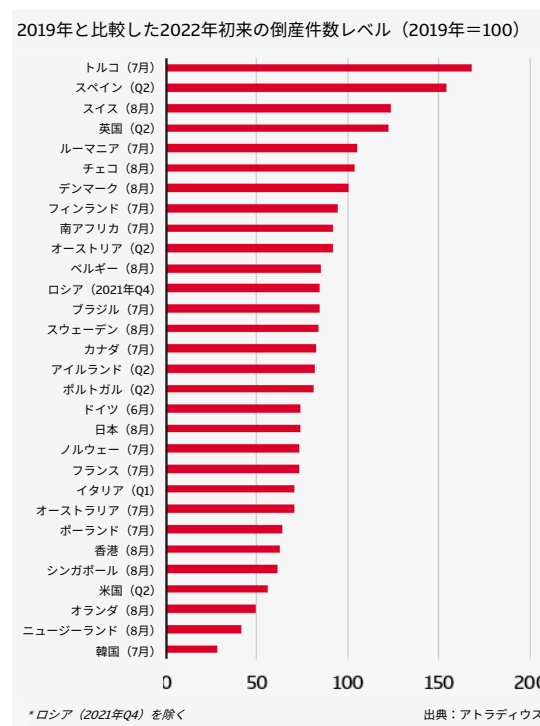


図1は、2022年初来の倒産件数の指標（2019年同期比）を示しています。この図から、現在の倒産件数レベルの傾向がパンデミック前の環境と比較して把握できます。指標からは、倒産件数が国によって大きな隔たりがあることがわかります。すでに2019年のレベルに戻った国もあれば、依然として低いレベルにとどまっている国もあります。

倒産件数がパンデミック前に完全に戻った国やパンデミック前を上回った国は、トルコ、スペイン、スイス、英国、チェコ、ルーマニア、デンマークでした。

スペインは、2021年には平時のレベルに戻りました。景気回復が期待どおりに進まなかった原因として、企業の再編や倒産に関わる法整備が不十分であったことも挙げられます。スペイン議会は2022年6月に企業倒産に関するEU指令に基づき、新たな倒産法を成立させましたが、この効果は未知数です。

英国では、倒産件数レベルはパンデミック前を上回りました。これは、政府支援対策の打ち切り、およびEU離脱以降の景気回復の動きが鈍いことに起因すると考えられます。

一方、オランダ、米国、韓国、日本では、まだ平時のレベルには戻っていません。直近の各四半期では、倒産件数レベルは依然として低いままです。こうした国では政府支援プログラムが相対的に手厚いため、企業の流動性ポジションが向上しています。米国の場合は、2021年初まで利用可能な給与保護プログラム（PPP）や2021年末まで受けられるCOVID-19対応の経済的損害災害融資（EIDL）など、企業の流動性支援プログラムがあります。

オランダは企業支援パッケージ（NOW、TVL、Tozoなど）をいくつか実施し、企業の流動性を強化しました。さらに、2021年1月1日付で、新たな倒産法を施行しました。しかし、データによれば、この新法は倒産件数を下げる物的貢献になっていません。日本政府も、支援策を惜しみませんでした。そのエビデンスとして、非金融企業の現預金残高が大幅に増加しており、これが倒産件数の伸びを抑える結果となりました。韓国の倒産件数レベルも相対的には依然として低いレベルで、これは低金利融資の活用などの対コロナ支援策に起因します。

2022年および2023年の通年予測：平時への回帰が続く

当社では、政府支援策が打ち切られれば、ほとんどの国で倒産件数レベルが平時に戻ると確信をもって予測しています。当社は、2019年の倒産件数をベンチマークとし、これを対2019年比でGDPからの偏差の動きを考慮、調整して、予測期間のいずれかの時点の倒産件数の通常レベルを定量化しました。

この「ノーマリゼーション」が起こる速度は、当社のこれまでの倒産予測レポートよりも緩やかなものになると想定されます。当社では、政府支援策の打ち切りから倒産件数レベルが通常に戻るまで、四半期ベースで最長8期かかると予測しています。当社のこれまでのレポートでは、四半期ベースでおおよそ2期と想定されていました。

「ノーマリゼーション」に加えて、ゾンビ企業のさらなるデフォルトを予測期間に割り振りました。パンデミック時の倒産件数レベルがパンデミック前よ

り大幅に減少したためにゾンビ企業が発生することがあります。ゾンビ企業は、政府の財政支援が打ち切られると、債務不履行に陥ると当社では考えています。

それでは、当社の2022年および2023年の倒産件数予測の対前年比の変動幅（対2021年比の2022年の件数）を見てみましょう。大多数の国では、政府支援策は2022年上期で打ち切られました。その結果、平時の倒産件数レベルに回帰し始めるのは2022年下期になると見えています。

2022年の対前年比経済成長率は一般に、平時への回帰が始まって、なおかつゾンビ企業の債務不履行が発生した国で高くなります。2021年に倒産件数レベルが低かった国では平時への回帰の到来が速まり、2022年予測に対する上昇圧力が強くなります。2022年の経済成長率が高い国は一般に、2023年の経済成長率は低くなります。その逆もまたしかりです。

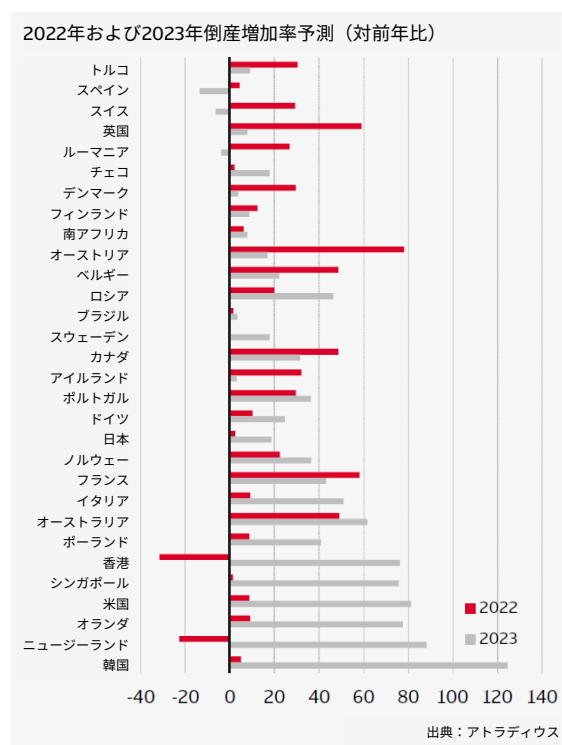
政府支援打ち切りがおよぼす影響とともに、倒産件数増加の原動力となるのがGDPの変動です。当社はこれを勘案して、高いインフレ率、サプライサイドの混乱、ロシアウクライナ紛争など、景気予測に間接的に影響するさまざまな要因を加味しました。

倒産件数の統計値を入手できないウクライナは別として、ロシアは2022年および2023年に景気後退局面に突入することによって、今回の戦争の最大のインパクトを感じるようになるでしょう。他の市場では、この紛争が間接的にせよ、当然のように物価高騰と高いインフレ率は消費者の購買意欲を低下させ、GDP成長率を鈍化させていると受け取られています。エネルギー輸入のロシア依存度が相対的に高いユーロ圏では、ロシアウクライナ戦争がGDPに与えるインパクトは重大です。しかし、中南米などヨーロッパ以外の多くの国では、ロシアウクライナ戦争がGDPと倒産件数に与えるインパクトは比較的小さくとどまっています。

図2に、すべての市場の2022年と2023年の対前年比倒産増加率の分析結果を図1と同じ国順で示しています。

2022年でもっとも高い倒産増加率を見せているのは、オーストリア、英国、フランス、オーストラリア、カナダ、ベルギーでしたが、これらの国では倒産件数レベルが部分的か、または完全に平時に戻りました。これらの国の財政支援は2022年上期には打ち切れ、平時への回帰がすでに始まっており、2022年下期もその傾向が続くでしょう。

図2：倒産件数は、2021年に低レベルだった国でもっとも増加すると予測される



こうした領域に達した国がある一方で、ニュージーランドと香港では2022年の倒産件数が大幅に減少しました。この原因は、財政支援が2022年末まで延長される見込みになったことにあります。このほかに、倒産件数に小幅の減少が見られた国（スウェーデン）や、緩やかな増加がみられた国（シンガポール、韓国、日本、米国、チェコ、スペイン）の相当数からなる集団がありました。

スウェーデンでは例外的な動きとしてパンデミック時も倒産件数は大きく減少しませんでした。このため、2022年は倒産増加率がプラスの数字になりま

せんでした。シンガポールでは、2020年には倒産件数が減少し、2021年に高いレベルに戻りました。2022年第3四半期の倒産件数は驚くべきことに、2022年通年増加率の足を引っ張る結果となっています。スイスおよびチェコでは、2021年の平時に戻りましたが、2022年の増加は限定的です。

米国、オランダ、日本、韓国では、政府支援策が相対的に手厚いものであったため、企業の流動性が向上し、支援策は打ち切り後も緩やかにする役割を果たしています。

2023年の増加率が最大だったのは韓国、ニュージーランド、米国、香港、シンガポール、オランダでした。いずれも、2022年の倒産増加率がマイナスか微増の国です。これらの国では、平時への回帰は主に2023年になります。

ニュージーランドと香港に関しては、財政支援策は2022年末までに打ち切られる模様です。この結果、2023年にはすべて平時に戻り、倒産件数の増加率は上昇に転じるでしょう。米国、オランダ、韓国、シンガポールに関してはすでに政府支援が打ち切られています。議論の余地はあるものの、その手厚い支援で、2022年に多くの企業が倒産から救済されたことは前段で解説したとおりです。これらの国については、倒産件数レベルが平時に戻るのには主に2023年になると予測しています。調査対象の市場の多くは、2023年に倒産件数が平時のレベルをオーバーシュートすると予測されます。これは、ゾンビ企業による債務不履行が増加した結果です。

2023年を過ぎると、倒産件数は再び減少に転じるか、ほぼ横ばいの見込みです。これは、倒産水準がほぼ正常に戻り、財政支援がなければ生き残れないゾンビ企業はすでに淘汰されているからです。今後数年間、企業は、政府の財政支援が受けられない環境に適応していかなければなりません。パンデミック時に多額の負債を抱えた企業にとっては、これは課題になるかもしれません。

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

表1 合計倒産率（対前年比）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
オーストラリア	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	-9	49	62
オーストリア	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	0	78	17
ベルギー	2	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	-32	-9	49	22
ブラジル	-19	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	-25	-10	2	3
カナダ	-11	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	-23	-10	49	31
チェコ	-	-	-	-	-	-	-10	-15	-16	4	-10	21	2	18
デンマーク	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	-2	30	4
フィンランド	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	16	12	9
フランス	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	-11	58	43
ドイツ	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-16	-12	10	25
香港	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	6	-32	76
アイルランド	8	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-25	1	-30	32	3
イタリア	20	8	3	13	11	-6	-9	-11	-8	0	-32	19	9	51
日本	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	0	-2	2	-7	-22	3	19
オランダ	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	-41	9	77
ニュージーランド	-5	-12	-7	-13	-7	4	3	-22	-7	-18	-26	-32	-23	88
ノルウェー	-17	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	-11	-24	22	36
ポーランド	-	4	24	1	-9	-7	-19	-2	4	-5	0	-30	9	41
ポルトガル	23	63	53	7	-6	-4	-12	-8	-9	-5	-18	-3	30	36
ルーマニア	-	-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	8	27	-4
ロシア	8	-18	-6	9	18	1	-3	7	-3	-6	-19	4	20	46
シンガポール	-25	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	-41	21	1	76
南アフリカ	-3	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	0	-5	6	8
韓国	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-11	-5	-12	-29	-37	5	124
スペイン	-4	18	37	13	-28	-22	-16	-1	2	11	-10	64	4	-14
スウェーデン	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	-1	-10	-1	18
スイス	20	6	3	-5	-10	4	7	3	22	-3	-14	9	29	-6
トルコ	-	12	7	8	-9	-13	-10	19	-8	3	14	8	30	9
英国	-19	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-26	11	59	8
米国	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	-34	9	81

出典：アトラディウス、Macrobond、各国の情報源

表2 合計倒産指標（2010年=100）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
オーストラリア	100	109	111	113	92	106	89	81	84	87	51	47	70	113
オーストリア	100	92	95	86	85	81	82	80	78	79	48	48	85	99
ベルギー	100	107	111	123	112	102	96	104	103	111	75	68	101	124
ブラジル	100	88	94	102	101	113	98	127	127	126	94	85	86	89
カナダ	100	113	100	98	96	95	89	83	83	85	65	59	88	115
チェコ	-	-	-	-	-	100	90	77	65	68	61	74	76	89
デンマーク	100	78	81	69	54	62	73	70	75	80	69	67	87	91
フィンランド	100	103	103	109	104	90	84	76	89	92	75	86	97	105
フランス	100	99	101	105	104	104	96	91	90	85	52	46	72	103
ドイツ	100	94	88	81	75	72	67	63	60	59	50	44	48	60
香港	100	87	89	102	106	106	97	83	78	85	73	78	53	94
アイルランド	100	107	110	90	76	69	68	57	50	37	38	26	35	36
イタリア	100	108	112	126	140	131	120	107	99	99	67	80	88	132
日本	100	96	91	81	73	67	63	63	62	63	58	45	46	55
オランダ	100	100	120	131	102	77	63	49	45	46	38	22	24	43
ニュージーランド	100	88	82	71	66	69	71	55	51	42	31	21	17	31
ノルウェー	100	100	87	103	109	105	105	109	123	127	112	85	104	142
ポーランド	-	104	129	130	119	110	89	87	90	86	86	60	66	93
ポルトガル	100	163	249	267	250	239	210	194	176	167	137	133	172	234
ルーマニア	-	91	124	136	95	47	39	42	38	30	26	28	36	35
ロシア	100	82	78	85	100	101	97	105	102	95	78	80	97	141
シンガポール	100	99	114	130	114	116	117	107	108	107	63	76	77	136
南アフリカ	100	89	68	59	52	49	48	47	46	51	51	48	51	55
韓国	100	87	78	64	54	46	35	31	30	26	19	12	12	28
スペイン	100	118	162	183	132	102	86	85	87	96	86	142	148	128
スウェーデン	100	96	103	106	99	88	84	89	101	103	102	91	91	107
スイス	100	106	109	104	94	97	104	107	131	127	109	118	153	143
トルコ	-	112	119	129	118	102	92	109	101	105	119	128	167	182
英国	100	104	99	90	83	74	75	75	82	88	65	72	114	123
米国	100	85	71	59	48	44	43	41	40	41	39	25	28	50

出典：アトラディウス、Macrobond、各国の情報源

この経済調査が有益だと思われた場合は、当社ウェブサイト (www.atradius.com) をご覧ください。国別レポート、業界分析、与信管理に関するヒント、現在のビジネスに関するエッセイなど、豊富な資料を用意しています。

アトラディウスの公式
アカウントをフォロー



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 Atradius N.V. 2022

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