



18 May 2022

04
企業のリスク・
バランスの悪化

08
散在する
脆弱性に注意

12
国家支援の
復活

15
3か国に1か国で破
綻件数は2022年に
増加に転じる

アリアンツ・リサーチ

世界企業破綻レポート: 増大するリスク と不均一な国家支援

エグゼクティブ サマリー:



Maxime Lemerle, Lead Analyst for
Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com



Ano Kuhanathan, Head
of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com



Aurélien Duthoit, Sector Advisor
aurelien.duthoit@allianz-trade.com



Gaëlle Péresse, Research Assistant



Liora Saada, Research Assistant



Erik Held Jakobson, Research Assistant

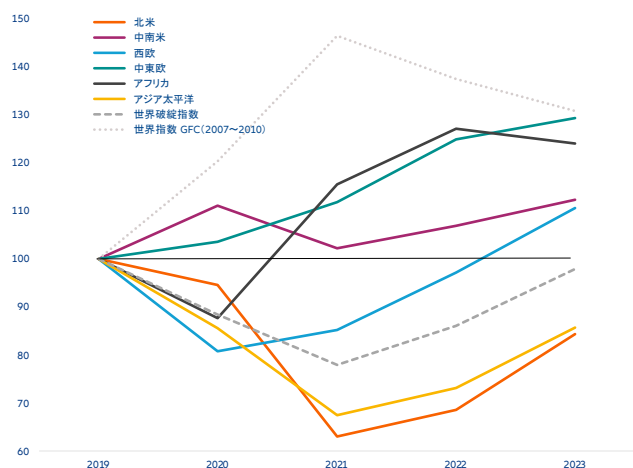
• ウクライナへのロシア侵略によって勃発した戦争と、中国の新たなロックダウンにより、企業のリスク・バランスは著しく悪化しました。これらのショックの影響は、サプライチェーンの混乱や輸送のボトルネックの長期化、さらにエネルギーやコモディティ、労働力などのインプット・コスト(投入コスト)高や不足に表れています。これに加えて、世界的なインフレの高進で金融引き締めが加速しており、企業にとって資金調達コストの上昇となるでしょう。

• ごく短期的には、3つの下支え要因が企業破綻件数の大幅な増加を防ぐのに寄与する見通しです。世界的にみると、2022年初の時点で上場企業の現金保有高は2019年比30%増となり、非金融企業(NFC)の預金はユーロ圏で29%増加、米国では57%も増加しました。また、当社独自のデータによれば、脆弱な企業¹の数は減少しており、特にイタリア(11%から7%)やフランス(15%から12%)の減少が顕著です。加えて、2022年Q1の決算シーズンでは、コスト上昇の価格への転嫁が上場企業で予想をはるかに超えて進んでいることが確認されました。

• とはいえ、脆弱な部分が散在し、足元のショックがいつまで続くのか不透明であるため、一部の国はすでに一時的支援措置を復活しています。まず、所要運転資金(回転期間)が2021年にアジア(2日増)、中東欧(2日増)、中南米(2日増)などで増加し、セクター別では家庭用機器(8日増)、電子機器(3日増)、機械設備(2日増)などで増加しました。第2に、ユーロ圏の非金融企業のGDP比債務比率が顕著に悪化しました(5.2ポイントの上昇、これに対し米国は3.5ポイントの上昇)。これを受けて、フランス、ドイツ、イタリア政府はすでに既存の部分的失業対策プログラムを延長し、新たな形の国家保証融資を開始しました。今回の危機が長期化するほど、より多くの対策が講じられると見込まれます。今回の国家支援はより対象を絞った限定的なものになるとみられますが、それでも企業破綻の完全な正常化は欧州の一部の国などで再び遅れる可能性があります。

¹ 2021年時点の収益性、資本、インタレスト・カバレッジに基づき、今後4年間で破綻するリスクのある企業

図1: 世界および地域別の破綻指数(年次水準、2019年=100)



(*) GFC: 大金融危機(リーマン・ショック)
出典: アリアンツ・リサーチ

図2: 地域別破綻指数(世界破綻指数の年次変化への寄与度)



出典: アリアンツ・リサーチ

• 全体としてみると、この2年間減少していた世界の企業破綻件数は2022年に+10%、2023年に+14%と増加に転じ、パンデミック前の水準に近づくと思われます。2022年の件数は、フランス(3万2,510件)やドイツ(1万4,600件)では国家支援により人為的に低く抑えられる一方、英国では急激に増加に転じる可能性があります(前年比37%増の2万2,305件)。2022年で3か国に1か国、2023年で2か国に1か国がパンデミック前の水準に戻るとみられます。アフリカや中東欧はともに過去最高を更新するとみられます。アジアでは、中国は企業破綻を抑制することができる見通しですが、他の国では地域や世界の状況悪化により増加する可能性があります。対照的に、米国の企業(2022年で1万5,500件)は給与保護プログラム(Paycheck Protection Program)の補助金への大幅な転換や利益の回復を受けてパンデミック以後バッファが積み上がった恩恵を受けるとみられます。

+10%

Forecast for rise in global business insolvencies in 2022.



企業のリスク バランスの悪化

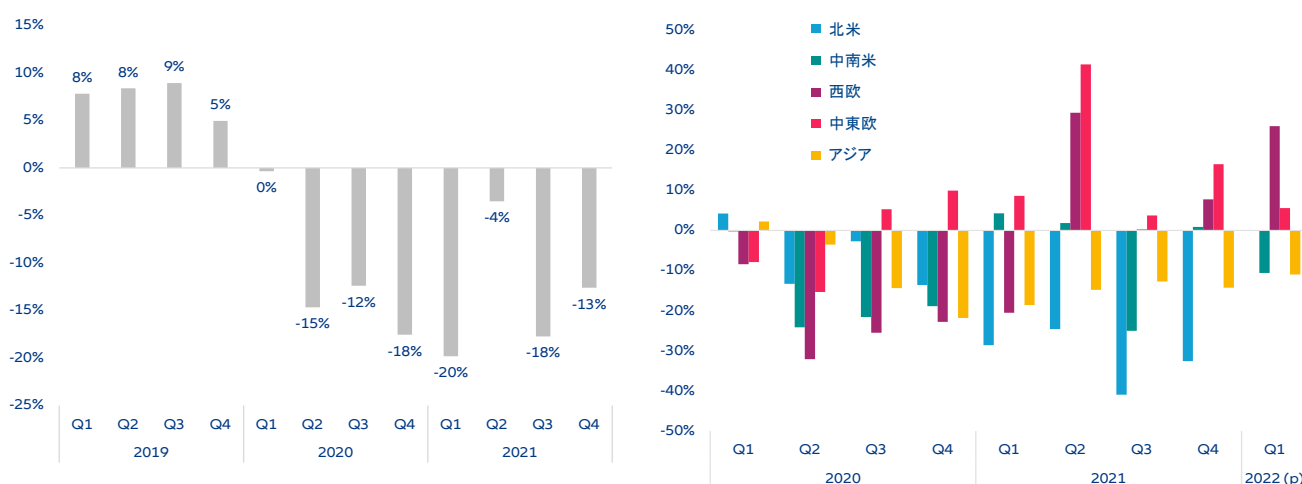
2021年、手厚い国家支援が新型コロナのパンデミックの影響から企業を守り続けた結果、世界破綻指数²は2年連続で低下し(-12%)、過去最低を更新しました。この指数に含まれる44か国のうち24か国は年間を通して低下し、米国(2020年の前年比-5%から2021年は同-34%)、日本(同-22%)、中国(同-28%)、ドイツ(同-12%)、フランス(同-12%)と主要国で大幅に低下しました。結果として、2021年末で大半の国は新型コロナ前に記録した水準を下回りました。

しかし、経済の「大々の再開」によって、一部の政府は支援措置を抑制や撤廃し始めることが可能になり、その結果、一部の国で企業破綻の「正常化」が始まりました³。パンデミック前に既に脆弱だった企業や、パンデミックによって生み出された、または拡大された構造的変化(モビリティや仕事の新たな習慣、オンライン・ショッピングなど)に事業モデルを適合させることができていないビジネスは、正常状態への回帰によってより厳しい状況に立たされています。

² 2021年の世界GDPの87%を占める44か国を対象としています。統計別表を参照。

³ 企業破綻制度の一時的な変更と一時的な財政措置によって、2020年から2021年にかけて世界的に企業破綻のほぼ35%が阻止された、と当社は推定しています。「破綻回避率」は、破綻件数の少ない状況でパンデミックに突入した2か国、米国(35%、2020年と2021年にかけて1万9,450件)とドイツ(27%、1万900件)で低く、大規模な国家介入を実施した国、特に英国(46%、2万7,000件)とフランス(52%、6万5,600件)で高くなっています。

図3:世界(左軸)、地域別(右軸)の破綻指数、四半期ごとの増減、前年同期比(%)



(p): 暫定値(報告が遅延している米国を除く各国、入手可能な過去3ヶ月間のデータ)
出典:アリアンツ・リサーチ

正常化の動きは2022年第1四半期に勢いを増しました。最新の入手可能な2022年のインフラ年次統計(図3および表4を参照)は、地域間や地域内で違いがあることを引き続き示す一方で、ますます多くの先進国や新興国で破綻件数が増加傾向に転じたことも示しています。アジアでは、中国、日本、韓国の2022年Q1の破綻件数は依然として比較的少ないですが、オーストラリア(Q1で前年同期比24%増)、インド(同26%増)、シンガポール(同30%増)では破綻件数が大幅な増加に転じ、過去12か月間で二桁台の伸びを記録しました(それぞれ21%増、55%増、39%増)。中東欧では、トルコ(Q1で前年同期比21%増)やブルガリア(同24%増)での増加ペースの加速や、4月1日から導入されたモラトリアム(一時停止措置)より前のロシアでの増加(同6%増)により、Q1での地域全体の増加率は前年同期比約6%増となりました。

しかし、地域別では西欧が突出しており、国によって違いはあるものの、同地域のQ1の破綻件数は最も大幅に増加しました(前年同期比26%増)。

- 1 オランダ、スウェーデン、ポルトガル、ドイツでは破綻件数の少ない状況が長期化。
- 2 イタリアの破綻件数は2021年に急速に増加に転じた後、小休止。
- 3 7か国が過去3か月間で増加を記録(ノルウェー、アイルランド)、またはより重要な点として過去12か月間で増加を記録(2022年Q1でオーストリアが52%増、ベルギーが20%増、フランスが8%増)。
- 4 四半期ベースでみて、英国(2019年Q1比12%増)、スペイン(同39%増)、スイス(同9%増)の3か国はすでに2019年よりも破綻件数が多い。

表4: 企業破綻 - 2022年5月現在で入手可能な数値(特定の国)

国	基準日	直近データ(前年同期比、%)					
		過去1 か月	過去3 ヶ月	過去6 か月	過去12 か月	年初来対 2021年	年初来対 2019年
U.S.	2021 Q4	na	-36%	-40%	-34%	na	na
Canada	03-2022	7%	22%	16%	5%	22%	-24%
Brazil	03-2022	1%	-1%	5%	-5%	-1%	-4%
Chile	03-2022	-40%	-37%	-41%	-29%	-37%	-25%
Germany	02-2022	-5%	-5%	-3%	-8%	-5%	-33%
France	03-2022	42%	34%	16%	8%	34%	-30%
United Kingdom	03-2022	112%	114%	81%	54%	114%	12%
Italy	03-2022	-29%	-25%	-23%	7%	-25%	-33%
Spain	03-2022	-5%	1%	-1%	21%	1%	39%
The Netherlands	03-2022	-3%	0%	-10%	-33%	-48%	-48%
Switzerland	04-2022	38%	37%	30%	17%	37%	9%
Sweden	03-2022	-10%	-9%	-5%	-9%	-9%	-14%
Norway	03-2022	13%	12%	-7%	-7%	12%	-30%
Belgium	03-2022	52%	49%	34%	20%	49%	-14%
Austria	2022 Q1	na	117%	131%	52%	117%	-17%
Denmark	03-2022	43%	-2%	8%	-6%	-2%	-7%
Finland	2022 Q1	na	-8%	18%	16%	-8%	-8%
Portugal	03-2022	-29%	-22%	-17%	-15%	-22%	-25%
Ireland	03-2022	0%	8%	-5%	-22%	8%	-38%
Luxembourg	03-2022	-9%	6%	-1%	7%	6%	-13%
Russia	03-2022	3%	6%	11%	6%	6%	-18%
Turkey	03-2022	40%	21%	29%	21%	21%	-4%
Poland	03-2022	-9%	-15%	1%	34%	-15%	61%
Romania	03-2022	4%	14%	12%	10%	14%	7%
Latvia	03-2022	6%	-5%	-24%	-24%	-5%	-64%
South Africa	03-2022	-16%	-10%	-21%	-11%	-10%	0%
China	03-2022	-19%	-23%	-29%	-30%	-23%	-32%
Japan	03-2022	-6%	-3%	-8%	-17%	-3%	-22%
India	2022 Q1	na	26%	42%	55%	26%	-19%
Australia	03-2022	19%	24%	25%	21%	24%	-42%
South Korea	03-2022	-52%	-29%	-47%	-40%	-29%	-67%
Taiwan	03-2022	53%	16%	0%	3%	16%	45%
Singapore	03-2022	29%	30%	78%	39%	30%	25%
Hong Kong	03-2022	-89%	-36%	-18%	-3%	-36%	-36%
New Zealand	03-2022	-12%	-5%	-12%	-2%	-5%	-27%

出典: 各国政府統計資料、アリアンツ・リサーチ

図5: 企業破綻 - 西欧(左軸)とアジア(右軸)の特定の国における四半期ごとの水準、2019年Q4を100とする

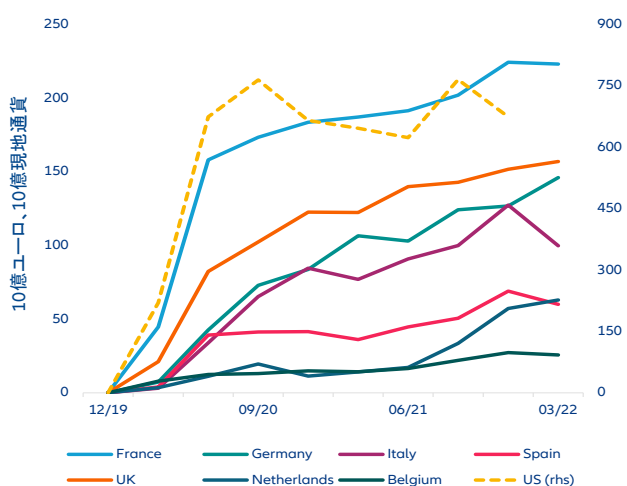


出典: 国家資料、アリアンツ・リサーチ

しかし、ウクライナでの戦争と中国の新たなロックダウンにより、企業のリスク・バランスは著しく悪化しました。この2つのショックによる世界的な逆風は、サプライチェーンの混乱や輸送のボトルネックから、エネルギーやコモディティなどの不足やインプット・コスト高まで多方面にわたります⁴。これに加えて、世界的なインフレの高進により金融引き締めが世界中で加速しており、企業はそのあおりを受けて資金調達コストの上昇に直面しています。こういった異常な状況は、すでに生じている景気循環的問題や構造変化にさらなる課題を加えています。

ごく短期的には、3つの下支え要因が、企業破綻件数の大幅な増加を防ぐのに寄与する見通しです。第1に、新たなショックが一時的である限り、企業はショックを吸収するだけの多額の現金バッファーを有しています。上場している非金融企業(NFC)の現金保有高は2021年に2020年比+13%、2019年比+30%増加しました。また、2022年初でのNFCの預金残高は2019年の水準をユーロ圏で29%、英国で35%、米国で47%上回っていました。

図6: 西欧および米国でのNFCの預金額、四半期末の残高(現地通貨建て、単位10億)



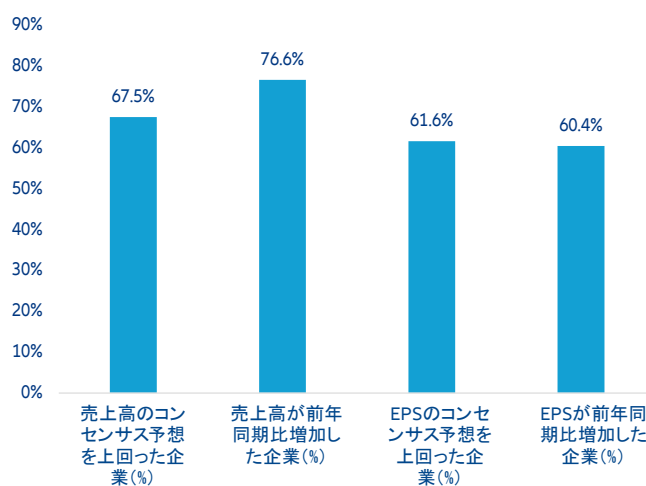
出典: ECB, BOE, Fred (FRB経済データ)、アリアンツ・リサーチ

⁴ アリアンツ・トレード・グローバル・サーベイ「Trouble trade: How will exporters adapt in 2022?」

第2に、当社独自のデータ⁵によれば、脆弱な企業数は2021年に減少し、特にイタリア(11%から7%)やフランス(15%から12%)の減少がドイツ(7%から6%)や英国(18%から17%)と比較して目立っています。

第3に、進行中のQ1決算シーズンの暫定的なまとめでは、コスト上昇の価格への転嫁が上場企業で予想をはるかに超えて進んでいることが確認されました。当社のヒアリングによると、5月上旬時点で企業の68%が売上高で、62%が一株当たり利益で予想を上回っています。加えて、企業の77%が、前年同期比売上高成長率で、60%が同一株当たり利益成長率で予想を上回っています。2022年度のガイダンスを示している企業の大半は売上高目標を維持または引き上げる一方、一株当たり利益成長率の目標を据え置いています。

図7: 2022年Q1決算シーズン、発表された決算結果



出典: トムソン・ロイター・アイコン、アリアンツ・リサーチ

5月13日現在、Q1の売上高と自己資本の推定値が入手可能な4,900社のパネル、Q1のEPSと自己資本の推定値が入手可能な4,056社のパネル

⁵ 当社レポート欧州の中小企業 (European SMEs) : 今後4年間の破綻リスク7~15%を参照。収益性[EBIT/(純金融負債+自己資本)]、資本[自己資本/総資産]、インタレスト・カバレッジ[EBIT/支払利息]に基づく方法。パネル(入手可能な財務データの数)が変更になっているため、過去の数値は完全に比較可能というわけではありません。



散在する 脆弱性に注意

企業の財務データを詳細にみると、各国が不均一なリスクにさらされ⁶、一部のセクターや企業タイプが他よりも脆弱であることがわかります。その一つとして、2021年の所要運転資金（回転期間）は、世界レベルでみると限定的な増加にとどまっていますが、アジア（2日増）、中東欧（2日増）、中南米（2日増）で一段と増加し、セクターでは家庭用機器（8日増）、電子機器（3日増）、機械設備（2日増）で増加しています。2022年は、インプット・コスト（投入コスト）高と予防的在庫の必要性により増加する可能性が高いと考えられます。

表8: 所要運転資金(WCR)、世界のセクター・地域別、回転日数

	2018	2019	2020	2021	Change
世界平均	66	66	67	68	1
世界セクター別					
農産食品	60	59	59	59	0
自動車	58	58	57	58	1
化学	78	78	79	79	0
コモディティ	48	45	46	41	-5
コンピューター・電気通信	76	78	78	82	4
建設	64	65	66	64	-2
電子機器	103	107	108	111	3
エネルギー	37	36	37	39	2
家庭用機器	72	73	72	80	8
機械設備	99	101	102	104	2
金属	75	75	76	75	-1
紙製品	69	65	66	64	-2
医薬品	103	103	104	101	-3
小売	31	32	31	32	1
サービス(金融)	48	47	47	44	-3
サービス(非金融): HoReCa+観光	12	8	8	8	0
サービス(非金融): その他BtoB	52	53	55	54	-1
サービス(非金融): その他BtoC	34	33	36	36	0
ソフトウェア・ITサービス	58	57	58	57	-2
地域別					
北米	68	70	73	72	-1
南米	58	58	60	62	2
西欧	68	66	66	68	1
東欧・中東	55	51	52	54	2
アフリカ・中東	60	65	61	61	0
アジア太平洋	72	73	73	75	2

⁶ 当社のレポート「Russian dolls: unwrapping corporate (commodity) dependencies」を参照。

現金保有高の詳細な数値からもいくつかの違いを読み取ることができ、勝者と敗者が明らかに示されています。第1に、アジアの企業が世界の現金の50%を保有しており、北米(24%)を上回っています。セクター別では、現金保有高が最も多いセクターは一般消費財・サービス(18%)で、資本財・サービス(17%)や情報技術(15%)を上回っています。第2に、フランスの生活必需品や英国・オランダの通信など特定のセクターの業績は、明らかに好ましくないものとなっています。最後に、全体的な動向がすべてのNFCの預金のペースと合致することはほとんどなく、オランダ、英国、ドイツ、スペインでは2021年に大企業が中小企業よりも多くの恩恵を受けたことを間接的に示唆しています。

キャッシュバーン(現金燃焼)に着目すると、ここでも欧州諸国の間で不均一な動きがみられます。現金増加よりも現金減少の期間が長く、平均現金減少率は過去2四半期で上昇しており、これは特に2021年Q4のドイツ、イタリア、スペイン、オランダ、2022年Q1のフランスで顕著です。

大規模な破綻⁷が2022年Q1で68件、過去4四半期で260件と長期にわたり低水準にとどまっていることも、大企業がより強靱であることをある程度示す、もう一つの指標です。もっとも、米国(直近4四半期はその前の4四半期と比較して113件減少)や西欧(同28件減少)では大幅に減少していますが、アジアや中国の件数は概ね安定的に推移し、建設セクターがその大半を占めていることを見落としてはなりません。

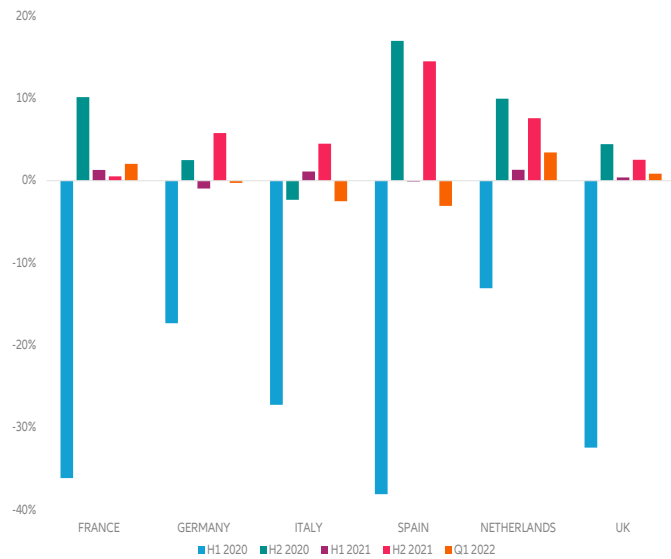
表9: セクター別、国別の現金保有高の変化

	US (23%)		China (21%)		Japan (12%)		France (4%)		Germany (4%)		UK (3%)		Italy (1%)		Netherlands (1%)		Spain (1%)		Belgium (0%)		RoW (30%)		GLOBAL (100%)	
	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19
合計	13%	44%	9%	16%	6%	17%	3%	34%	6%	29%	16%	36%	8%	59%	-6%	34%	21%	55%	9%	82%	18%	30%	11%	28%
金融	16%	55%	7%	10%	5%	15%	5%	38%	4%	22%	19%	40%	9%	66%	-17%	20%	21%	58%	11%	95%	13%	28%	10%	28%
合計(NFC)	6%	26%	13%	31%	12%	27%	-5%	20%	9%	37%	2%	16%	5%	31%	37%	87%	18%	42%	-6%	23%	27%	33%	13%	30%
公益事業	2%	42%	8%	11%	-18%	-24%	23%	26%	91%	117%	111%	129%	7%	11%	0%	0%	37%	77%	244%	147%	16%	21%	20%	27%
エネルギー	49%	56%	25%	22%	-2%	3%	-20%	0%	2%	22%	10%	43%	-3%	8%	98%	58%	24%	23%	0%	-52%	29%	30%	24%	30%
生活必需品	4%	46%	8%	24%	8%	25%	-10%	-12%	3%	30%	-12%	20%	22%	28%	-18%	22%	54%	88%	-13%	68%	14%	26%	6%	27%
資本財・サービス	-2%	32%	18%	32%	5%	8%	2%	19%	7%	35%	1%	35%	2%	41%	-5%	58%	5%	25%	-11%	20%	20%	37%	10%	29%
通信	0%	20%	28%	39%	29%	46%	16%	8%	-28%	49%	-30%	-38%	47%	117%	-14%	-18%	70%	53%	0%	0%	8%	15%	8%	21%
一般消費財・サービス	18%	81%	18%	50%	15%	32%	-18%	52%	8%	25%	16%	40%	8%	41%	111%	223%	-10%	19%	-16%	-20%	40%	60%	19%	53%
素材	6%	64%	25%	39%	5%	20%	-11%	30%	-15%	28%	25%	46%	-10%	62%	17%	15%	11%	42%	17%	96%	19%	37%	16%	37%
ヘルスケア	16%	16%	22%	62%	4%	14%	-26%	12%	-2%	62%	-9%	9%	-3%	21%	1%	56%	176%	211%	-42%	-46%	33%	57%	15%	28%
不動産	-1%	33%	-1%	6%	1%	12%	-1%	32%	13%	27%	-24%	35%	19%	18%	-31%	-11%	41%	55%	11%	52%	6%	21%	2%	13%
テクノロジー	2%	8%	13%	44%	14%	28%	8%	49%	38%	46%	2%	34%	6%	51%	22%	78%	-15%	105%	-4%	-8%	12%	29%	8%	21%

出典: ブルームバーグ(上場企業4万8,000社のパネル)、アリアンツ・リサーチ、(%)は世界の現金残高に占める当該国のシェアを示します。

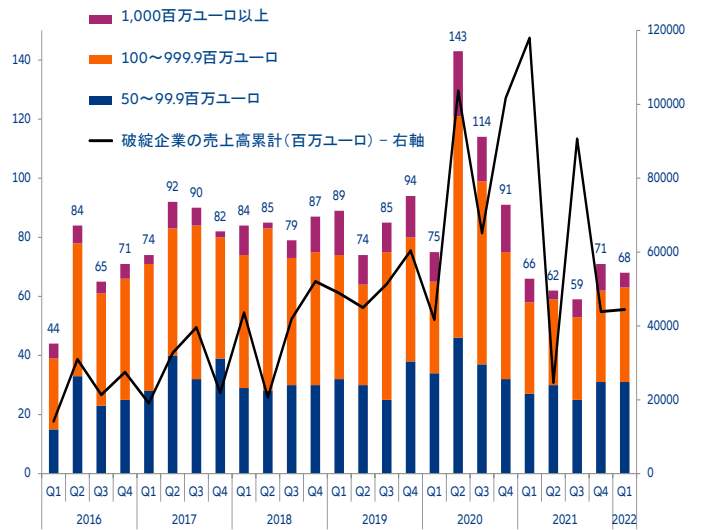
⁷ 売上高が5,000万ユーロ超の企業

図10:キャッシュバーン指標(特定の国)



出典:ブルームバーグ(上場企業のパネル)、ユーロスタット、Fred、アリアンツ・リサーチ

図11:大規模な破綻、売上高規模別(単位:百万ユーロ)四半期ごとの件数



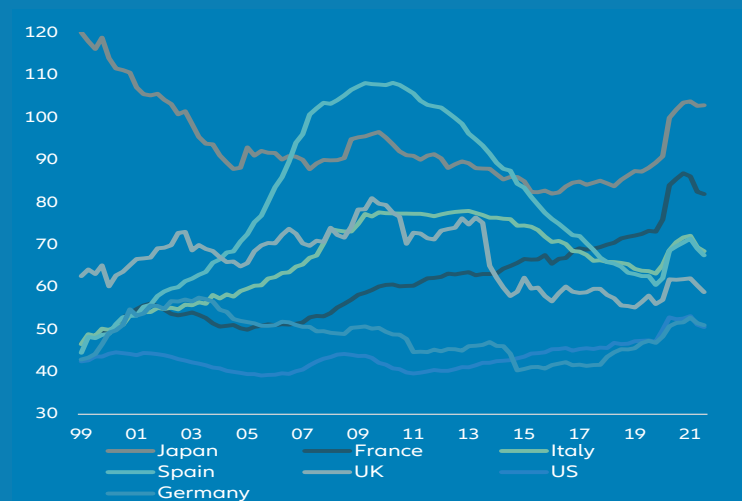
出典:アリアンツ・トレード

もう一つのリスク要因は、新型コロナ危機に起因した債務の増加であり、金利上昇に伴い債務の持続可能性問題が生じる可能性があります。日本とユーロ圏はNFCの対GDP債務比率が最も悪化(それぞれ+13.5ポイントと+5.2ポイント)し、米国の悪化幅(+3.5ポイント)を上回りました。ただし、ユーロ圏では大きなばらつきがみられます(ドイツの+4.2ポイントからフランスの+8.8ポイントまで)。また、当社独自のデータによれば、イタリアとドイツはレバレッジ比率が悪化しています(それぞれ0.4ポイント増の7.9%、0.9ポイント増の3.9%)。パネル・データを用いた最近の研究⁸によると、コスト・インフレの上昇と需要の減速で今後数四半期の内に企業の価格設定力が弱まるおそれがあり、企業は利益率の低下を吸収することが次第に難しくなります。政策金利が100bp上昇するとNFCの利益率がフランスで2.3ポイント、ドイツで1ポイント、英国で1.5ポイント、米国で1.4ポイントそれぞれ低下する、と当社は計算しています。

+5.2pp
Deterioration of NFC debt-to-GDP ratio in the Eurozone.

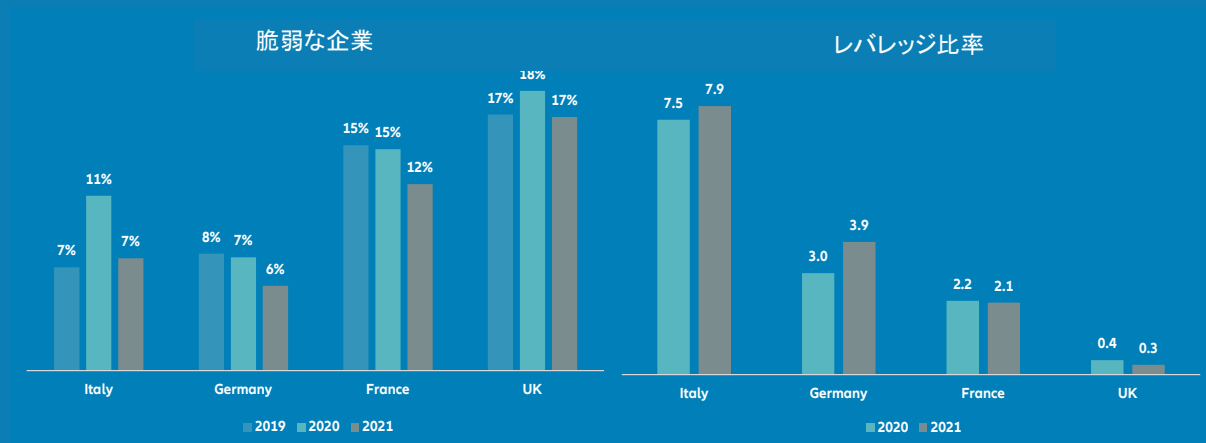
⁸ 当社のレポートFrance:Turn the music off to hear the bells tollingを参照

図12: 非金融企業(NFC)の債務比率、対GDP比率(%)、特定の国



出典: フランス中央銀行、アリアンツ・リサーチ

図13: 欧州: 脆弱な企業の割合、レバレッジ比率、特定の国



出典: アリアンツ・リサーチ

国家支援の 復活

ウクライナでの戦争と中国のロックダウンの再開が引き起こした世界的なショックによって、支援措置がまた実施される可能性があり、そうなれば企業破綻の正常化は遅れることとなります。財政余力がある欧州ではそうなる可能性が高く、欧州委員会が2022年3月23日に新たな一時的危機枠組み(Temporary Crisis Framework(TCF))を正式に採択し、2021年末に定めた一時的枠組みの様々な措置の延長を完了して以降は特にそう言えるでしょう。TCFは2022年12月まで継続する予定で、これにより加盟国はEUの国家支援ルールを遵守しつつ、協調的かつ経済的な方法で、企業の流動性と資金調達手段を確保することができます。

フランスとドイツは既に3月に第1回支援パッケージを開始し、イタリアも5月に続けました。これらのパッケージでは、ドイツの部分的失業対策制度や一時的支援プログラムなど既存の支援形態の延長と、フランスの「PGEレジリエンス」など新たな国家保証付き融資の導入とが混在しています。フランスの例をとれば、新たなパッケージによって、2022年に予想される破綻件数は30%増から15%増に減少する可能性があります。ドイツに関しては、7%増から4%増に減少する可能性があります。

現段階では、不均一な初期条件(企業の財務状況や足元の逆風から受ける影響)と不均一な(財政的)対応余力のため、支援パッケージはより小規模でより対象を絞ったものになるとみられます。ロシアの特別な状況についても言及すると、ロシア政府は債権者の要請により、4月1日から6か月間、より幅広い業界を対象に破産手続き開始のモラトリアム(一時停止措置)を導入しました。これに対し、2020年のモラトリアムはパンデミックで最も大きな影響を被っていた企業や戦略的企業を対象を絞っていました。新たな状況は新興国の中小企業に最も大きな打撃を与え、破綻件数の非対称的な回復が早くも顕著に表れています。

9 2021年11月、欧州委員会は新型コロナの新たな感染が拡大する中で一時的枠組み(TF)の適用を2022年6月末まで6か月間延長し、特に、返済義務のある金融商品を他の支援形態に転換できる期限を12か月間延長し2023年6月までとしました。

コラム:EUの一時的危機枠組み – 主要なポイント¹⁰

4つの原則:

- ¹ **限定的な支援額。**農業、漁業、養殖業で活動し危機の影響を受ける企業に対し、最大3万5,000ユーロ。その他すべてのセクターで活動し危機の影響を受ける企業に対し、1社当たり最大40万ユーロ。
- ² **限定的な期間。**現在、2022年12月まで。
- ³ **形式は問わない。**直接的な補助金、税金・支払面での優遇から、返済する必要のある貸付金、保証、融資、出資まで。
- ⁴ **制裁対象であるロシア支配下の事業体の排除**

支援の具体的な3つのタイプ:

- ¹ **政府保証による流動性支援。**保証額は、受益者の直近の決算期における平均年間売上高の最大15%、または支援申請が提出された月に先立つ12か月間のエネルギー・コストの最大50%。保証期間は例外が適用される場合を除き、最長6年。
- ² **補助金付き融資による流動性支援。**条件は保証の場合と同じ。
- ³ **エネルギー価格の上昇を補填する支援。**エネルギー消費量の多い企業などに対し、ガス・電気料金の異常な値上がりによるコスト高の一部を補填。形態を問わない。受益者一人当たりの支援総額は、対象となるコストの30%を限度とし、いかなる時点でも最大200万ユーロまで。営業損失を被っている企業に対する事業の継続を確保するための追加支援。エネルギー消費量の多いユーザーに対する支援の程度はより大きく、加盟国は上記の上限を越えて最大2,500万ユーロの支援を供与することができ、特に影響の大きいセクターやサブ・セクターで活動する企業に対しては最大5,000万ユーロの支援を供与可能。

セーフガード(安全措置)の3つのタイプ:

- ¹ **比例的方法。**企業に供与することができる支援額と、当該企業の経済活動の規模および今回の危機の経済的影響を受ける程度とがリンクしている必要がある。
- ² **適格性の条件。**例えば、エネルギー消費量の多いユーザーの定義を、エネルギー製品の購入額が当該ユーザーの生産額の少なくとも3%に達している企業とするなど。
- ³ **持続可能性の要件。**加盟国は、異常に高いガス・電気料金によるコスト高に対し支援を供与する際に、環境保護または供給の確保に関する要件を差別のない方法で設定することを検討するよう奨励される。

¹⁰ 国別パッケージのすべての詳細およびモニタリングについては欧州委員会の一時的危機枠組みを参照してください。また、欧州システミック・リスク理事会在が欧州各国に対して行ったモニタリング (ESRB monitoring) やIMFがすべての国に対して行ったモニタリング (IMF policy tracker) も参照してください。

図14: ECによって承認済み(承認予定)の最新の国別企業向け支援策

ドイツ	<p>2022年5月: TCFに基づく「ドイツのアンブレラ・スキーム」(TCF予算110億ユーロ)。(i)融資保証(融資金額の最大90%)および(ii)金利減免での助成融資により、ロシアによるウクライナ侵攻に関してすべてのセクターを支援。受益者あたり最大限度額は、(i)所定期間における当該受益者の平均年間総売上高の15%、または(ii)所定の12か月間で当該受益者が負担するエネルギー・コストの50%。特定の例外に該当する場合、中小企業で12か月間、大企業で6か月間、上記を上回る額の支援が可能。</p> <p>2022年4月: 企業の規模、セクター(金融を除く)を問わず、現在の地政学的危機および関連の制裁によって影響を受ける企業に対し、TCFに基づく様々な措置を通じた200億ユーロの支援スキーム。当該措置としては、(i)ドイツ復興金融公庫(KfW)の特定の融資プログラム、(ii)受益者あたり最大25億ユーロ、80%をカバーする保証プログラム、(iii)エネルギー価格の上昇で影響を被る企業への一時補助金、(iv)対象を絞ったエクイティおよびハイブリッド資本の支援。</p> <p>2022年2月: 経済安定化基金(ESF)を延長し、(i)信用供与枠を含む融資や資本市場金融商品に対する連邦保証や(ii)直接的な資本強化策としての資本増強措置、を提供。対象企業: 破綻すればドイツ経済が著しい悪影響を受ける企業。</p> <p>2022年6月30日までの期間限定で、部分的失業給付の受給期間の上限を28か月に延長。</p> <p>本来は2022年1月から2022年3月までだった一時扶助IVプログラムを2022年6月まで延長(30%以上売上が減少した企業は固定費をカバーするための補助金を取得できる)</p>
イタリア	<p>2022年5月(ECの承認待ち): これまでの約200億ユーロの景気刺激策を完遂するため、予算140億ユーロで新たな景気刺激策を導入。特に、(i)銀行融資の公的保証および数千社に対する最大40万ユーロの補助金供与、(ii)燃料価格に対する物品税を1リットルあたり25セント引き下げる措置を5月から7月まで延長、(iii)エネルギー価格の高騰で利益を得ているエネルギー会社に対する課税強化、4か所の石炭火力発電所の稼働を最長2年間延長および再生可能エネルギー源の配備促進の諸対策、を実施。</p>
フランス	<p>2022年4月: 新たな国家保証融資制度、すなわち「Prêt Garanti par l'Etat Resilience」(PGEレジリエンス)を、新型コロナ危機の間に制定された既存のPGEに加えて制定。同制度は流動性ファシリティによって置き換えられる予定。ただし、国家による保証は2022年6月30日から2022年12月31日まで存続。企業の法的形態、規模、活動セクターに基づく適格性基準はなく、過去3年間の平均年間売上高の最大15%をカバー。期限は2022年6月末としているが、2022年12月末まで延長される可能性あり。</p> <p>エネルギー価格高を補填するための様々な措置として、(i)ガス関連エネルギー価格の一時的な上限の設定、および規定で定められた関税引き上げの上限を4%に制限、(ii)ガソリンとディーゼルにつき、1リットルあたり0.18ユーロを一時的に還元、(iii)エネルギー多消費型企業を支援するため30億ユーロのエネルギー補助金を供与。</p> <p>Bpifrance(公的投資銀行)と提携した「工業成長融資」。3年以上事業を行っている工業セクター企業向けに5万ユーロから500万ユーロの範囲で融資。融資期間は10年のみ、融資の24か月後から元本返済開始。</p> <p>「PGE」を受けておらず(または部分的にしか受けておらず)、かつ破産手続きの対象となっていない中小・中堅企業に対する助成融資。</p>
スペイン	<p>2022年4月: TCFに基づく予算規模1億6,900万ユーロのスペインの制度。原材料コスト高の影響を被るミルク(牛、羊、山羊)生産業者に対し、受益者あたり最大3万5,000ユーロの直接補助金を遅くとも2022年12月までに供与。エネルギー価格高を補填するための様々な措置として、(i)エネルギー企業に対しオークションで卸売市場価格より安く一定のエネルギー量を供給するよう強制、(ii)電気税の引き下げ、(iii)エネルギー企業の超過利益に対する課税。</p>

出典:アリアンツ・リサーチ



3か国に1か国で破綻件数は2022年に増加に転じる

全体としてみると、この2年間減少していた世界の企業破綻件数は2022年に+10%、2023年に+14%と増加に転じ、パンデミック前の水準に近づくとみられます。現在のところ、西欧の企業破綻件数はまちまちな動きがみられるものの2022年までにパンデミック前の水準に近づくと見通しです。2022年の件数は、フランス(3万2,510件)やドイツ(1万4,600件)では国家支援により人為的に低く抑えられる一方、英国では急激に増加に転じる可能性があります(前年比37%増の2万2,305件)。イタリアやスペインでは、2021年よりも勢いが弱まるものの一段の増加が予想されます(破綻件数は、それぞれ6%増の8,990件、8%増の5,550件)。ポルトガル(2%増)とスウェーデン(6%増)では緩やかな増加に転じる見通しです。

アフリカや中東欧はともに、2022年に企業破綻件数の過去最高を更新する模様で、中でもモロッコ(12%増の1万1,800件)とトルコ(12%増の1万9,200件)の増加が顕著です。一方、ロシアの破綻件数はモラトリアムの終了後に、こうした増加トレンドに追い付いてくる可能性があります(2023年に1万4,200件)。ブラジルが2022年に増加に転じるもの(+15%)、中南米の企業破綻件数は2023年までに新型コロナ前の水準を上回ることはないとみられます。

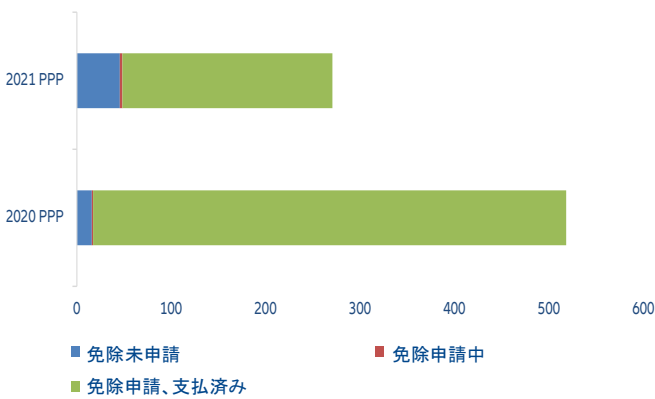
パンデミックから比較的早く脱出し経済回復の恩恵を受けたアジアにおいても格差が生じる見込みです。中国については、国際貿易の影響を最も受けやすい企業の苦境が深まっているものの、年初の企業破綻件数が少なかったおかげで、2022年の年間破綻件数は抑制された水準を維持するとみられま

す(1%増の8,750件)。この地域の他の国では地域や世界の状況悪化に伴い企業破綻が増える見通しですが、増加する国をみると企業破綻が少ない国(オーストラリア、台湾)や非常に少ない国(日本、韓国、香港、ニュージーランド)がほとんどです。シンガポールとインドが突出するとみられ、前者は高水準を回復し(2022年に240件)、後者は裁判所の長期停止の後、一気に追い付きつつあります(同1,150件)。

この点で、米国は例外的な存在であり、同国の企業破綻件数は2022年に緩やかな増加に転じる程度で、破綻件数の少ない状況が続きます(1万5,500件)。米国企業は、利益の回復や2020年から2021年にかけて実施された給与保護プログラム(PPP)の政府保証融資などでパンデミック以降に蓄積されたバッファの恩恵を受けるとみられます。実際に、PPP融資総額の92%は全額または一部の返済を免除され(2022年5月上旬現在、7,270億米ドル)、次第に補助金に転換された結果、財務上の純負債比率は低下し(2021年Q4に付けた18.6%は10年ぶりの低水準)、自己資本比率は上昇に転じました(同40.9%は2014年以来の高水準)。それでもなお、金融引き締めと経済の減速により、2023年までに破綻件数は大幅な増加に転じる見通しです(23%増の1万9,130件)。

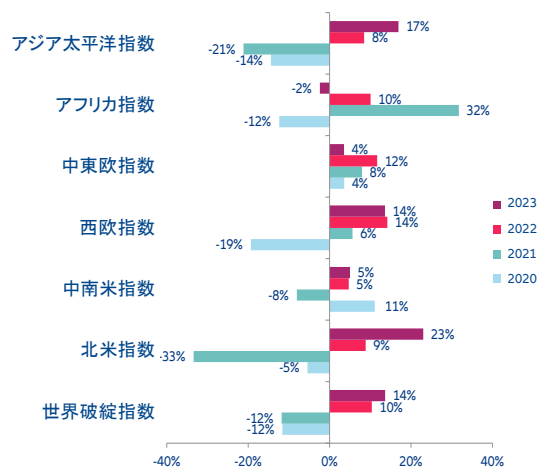
当社が予測する基本シナリオによれば、企業破綻は、2022年末まで、さらに2023年に入っても大半の国で低い水準にとどまる可能性が高く、2022年には3か国に1か国のみ(15か国)、2023年には2か国に1か国が新型コロナ前の水準に戻る見込みです。悪化した「ブラックアウト」シナリオの場合、国家支援措置の延長または追加がなければ、2022年と2023年の破綻件数はユーロ圏でそれぞれ19%増、30%増(西欧全体では21%増、28%増)、米国でそれぞれ16%増、40%増になる見込みです。

図15: 米国の給与保護プログラム(PPP)、10億米ドル



出典: SBA、アリアンツ・リサーチ

図16: 世界および地域別の破綻指数、前年比増減(%)



出典: アリアンツ・リサーチ

統計別表

	世界 GDP比 (%)**	世界 指数比 (%)	企業破綻件数					企業破綻増加率					2019年比		
			2019	2020	2021	2022f	2023f	2019	2020	2021	2022f	2023f	2021	2022	2023
世界指数	86.6	100	122	108	95	105	120	8%	-12%	-12%	10%	14%	-22%	-14%	-2%
北米指数*	26.7	30.8	62	58	39	42	52	3%	-5%	-33%	9%	23%	-37%	-31%	-16%
U.S.	24.3	28.0	22 720	21 591	14 290	15 503	19 126	3%	-5%	-34%	8%	23%	-37%	-32%	-16%
Canada	2.1	2.5	2 746	2 108	1 942	2 292	2 635	3%	-23%	-8%	18%	15%	-29%	-17%	-4%
中南米指数*	2.3	2.7	212	236	217	227	238	12%	11%	-8%	5%	5%	2%	7%	12%
Brazil	1.7	2.0	2 887	2 078	1 962	2 260	2 600	5%	-28%	-6%	15%	15%	-32%	-22%	-10%
Colombia	0.3	0.4	1 272	1 292	1 300	1 350	1 400	2%	2%	1%	4%	4%	2%	6%	10%
Chile	0.4	0.4	1 701	1 885	1 506	1 550	1 600	23%	11%	-20%	3%	3%	-11%	-9%	-6%
欧州指数*	25.0	28.9	155	135	143	162	178	1%	-13%	6%	13%	10%	-7%	5%	15%
EU+英国+ノルウェー指数*	22.4	25.9	138	113	120	137	155	2%	-18%	6%	14%	13%	-13%	-1%	12%
EU27か国指数*	18.8	21.7	148	123	131	147	168	2%	-17%	7%	12%	14%	-11%	-1%	14%
ユーロ圏指数*	15.2	17.5	147	119	128	143	165	1%	-19%	7%	12%	16%	-13%	-3%	13%
西欧指数*	20.6	23.8	135	109	115	131	149	1%	-19%	6%	14%	14%	-15%	-3%	11%
Germany	4.5	5.2	18 749	15 840	13 993	14 600	16 130	-3%	-16%	-12%	4%	10%	-25%	-22%	-14%
France	3.1	3.6	51 434	31 992	28 184	32 510	43 300	-5%	-38%	-12%	15%	33%	-45%	-37%	-16%
United Kingdom	3.3	3.8	22 083	15 658	16 310	22 305	23 100	4%	-29%	4%	37%	4%	-26%	1%	5%
Italy	2.2	2.6	10 542	7 160	8 498	8 990	10 850	0%	-32%	19%	6%	21%	-19%	-15%	3%
Spain	1.5	1.8	4 162	3 945	5 125	5 550	6 250	6%	-5%	30%	8%	13%	23%	33%	50%
The Netherlands	1.1	1.2	3 792	3 177	1 818	2 250	3 130	4%	-16%	-43%	24%	39%	-52%	-41%	-17%
Switzerland	0.9	1.0	6 004	4 888	5 124	6 170	6 450	-4%	-19%	5%	20%	5%	-15%	3%	7%
Sweden	0.7	0.8	7 358	7 296	6 463	6 850	7 350	2%	-1%	-11%	6%	7%	-12%	-7%	0%
Norway	0.5	0.5	5 013	4 101	3 325	3 740	4 280	0%	-18%	-19%	12%	14%	-34%	-25%	-15%
Belgium	0.6	0.7	10 598	7 203	6 533	9 100	10 000	7%	-32%	-9%	39%	10%	-38%	-14%	-6%
Austria	0.5	0.6	5 018	3 034	3 034	4 950	5 500	1%	-40%	0%	63%	11%	-40%	-1%	10%
Denmark	0.4	0.5	2 590	2 221	2 175	2 530	2 700	6%	-14%	-2%	16%	7%	-16%	-2%	4%
Finland	0.3	0.4	2 989	2 471	2 804	3 100	3 250	1%	-17%	13%	11%	5%	-6%	4%	9%
Greece	0.2	0.3	63	57	57	70	85	-23%	-10%	0%	23%	21%	-10%	11%	35%
Portugal	0.3	0.3	2 560	2 464	2 195	2 230	2 580	-5%	-4%	-11%	2%	16%	-14%	-13%	1%
Ireland	0.5	0.6	568	575	401	560	650	-26%	1%	-30%	40%	16%	-29%	-1%	14%
Luxembourg	0.1	0.1	1 236	1 179	1 181	1 300	1 375	7%	-5%	0%	10%	6%	-4%	5%	11%
中東欧指数*	4.4	5.1	245	254	274	306	317	1%	4%	8%	12%	4%	12%	25%	29%
Russia	1.7	2.0	12 401	9 930	10 319	10 938	14 220	-5%	-20%	4%	6%	30%	-17%	-12%	15%
Turkey	0.8	1.0	14 050	15 946	17 184	19 200	18 500	3%	13%	8%	12%	-4%	22%	37%	32%
Poland	0.7	0.8	977	1 293	2 187	2 450	2 650	-1%	32%	69%	12%	8%	124%	151%	171%
Czech Republic	0.3	0.3	8 521	7 918	7 028	7 650	8 200	41%	-7%	-11%	9%	7%	-18%	-10%	-4%
Romania	0.3	0.4	6 524	5 694	6 144	7 150	7 900	-21%	-13%	8%	16%	10%	-6%	10%	21%
Hungary	0.2	0.2	5 176	4 293	5 005	6 300	6 800	-9%	-17%	17%	26%	8%	-3%	22%	31%
Slovakia	0.1	0.1	2 447	1 889	1 692	1 877	1 995	25%	-23%	-10%	11%	6%	-31%	-23%	-18%
Bulgaria	0.1	0.1	506	524	527	610	650	6%	4%	1%	16%	7%	4%	21%	28%
Lithuania	0.1	0.1	1 609	789	795	1 000	1 350	-23%	-51%	1%	26%	35%	-51%	-38%	-16%
Latvia	0.0	0.0	557	374	241	320	410	-6%	-33%	-36%	33%	28%	-57%	-43%	-26%
Estonia	0.0	0.0	271	341	308	360	380	-1%	26%	-10%	17%	6%	14%	33%	40%
アフリカ指数*	0.5	0.6	157	137	181	199	194	31%	-12%	32%	10%	-2%	15%	27%	24%
South Africa	0.4	0.5	2 042	2 035	1 932	2 000	2 100	11%	0%	-5%	4%	5%	-5%	-2%	3%
Morocco	0.1	0.2	8 477	6 620	10 550	11 800	11 300	35%	-22%	59%	12%	-4%	24%	39%	33%
アジア太平洋指数*	32.1	37.1	139	119	94	102	119	19%	-14%	-21%	9%	17%	-33%	-27%	-14%
China	17.8	20.6	11 826	11 999	8 691	8 750	9 700	12%	1%	-28%	1%	11%	-27%	-26%	-18%
Japan	5.4	6.2	8 385	7 773	6 030	6 500	7 830	2%	-7%	-22%	8%	20%	-28%	-22%	-7%
India	3.1	3.6	1 924	736	770	1 150	1 600		-62%	5%	49%	39%	-60%	-40%	-17%
Australia	1.7	2.0	6 405	3 582	3 408	4 400	5 900	1%	-44%	-5%	29%	34%	-47%	-31%	-8%
South Korea	1.9	2.2	414	292	183	230	280	-12%	-29%	-37%	26%	22%	-56%	-44%	-32%
Taiwan	0.8	1.0	205	200	204	220	230	-6%	-2%	2%	8%	5%	0%	7%	12%
Singapore	0.4	0.5	287	200	191	240	250	39%	-30%	-5%	26%	4%	-33%	-16%	-13%
Hong Kong	0.4	0.5	244	234	299	299	330	-4%	-4%	28%	0%	10%	23%	23%	35%
New Zealand	0.3	0.3	1 907	1 619	1 500	1 600	1 700	-11%	-15%	-7%	7%	6%	-21%	-16%	-11%
世界企業破綻件数	86.6	100	106	85	80	92	105	1%	-19%	-6%	15%	14%	-24%	-13%	-1%
世界の相対的企業数**	86.6	100	179	163	169	188	204	8%	-9%	3%	11%	8%	-6%	5%	14%

(*)世界(または地域)破綻指数はウェイト付けした各国指数の合計です。各国のウェイトは、サンプルで使用された国(2021年で世界のGDPの87%を占める44か国)全体のGDPに
対して当該国のGDPが占める割合です。国別指数は国家統計または企業破綻に関するアリアンツ・トレードの内部データに基づいており、2000年を100としています。予測は四半
期ごとに見直されます。

(**)GDPの2021年のウェイト付けは現在の為替レートに基づきます。

(***)2015年時点で活動している国別企業数(OECDおよび国家資料の数値)でウェイト付け

(***)2015年時点で活動している国別企業数でウェイト付け

出典:国家資料、OECD、ユーロスタット、アリアンツ・リサーチ(e:推定、f:予測)

データはウェブアプリ MindYourReceivablesで入手できます。



Our team

**Chief Economist
Allianz SE**



Ludovic Subran
ludovic.subran@allianz.com

**Head of
Economic Research
Allianz Trade**



Ana Boata
ana.boata@allianz-trade.com

**Head of Macro and
Capital Markets Research
Allianz SE**



Andreas Jobst
andreas.jobst@allianz.com

**Head of Insurance, Wealth
and Trends Research
Allianz SE**



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Macroeconomic Research



Françoise Huang
Senior Economist for Asia Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com



Katharina Utermöhl
Senior Economist for Europe
katharina.uterhoehl@allianz.com



Roberta Fortes
Economist for Ibero-Latin America
roberta.fortes@allianz-trade.com



Manfred Stamer
Senior Economist for Middle East and
Emerging Europe
manfred.stamer@allianz-trade.com



Maxime Darmet-Cucchiari
Senior Economist for US and France
maxime.darmet-cucchiari@allianz-trade.com

Corporate Research



Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com



Maxime Lemerle
Lead analyst for insolvency research
maxime.lemrle@allianz-trade.com



Aurélien Duthoit
Senior Sector Advisor
aurelien.duthoit@allianz-trade.com



Maria Latorre
Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

Capital Markets Research



Eric Barthalon
Head of Capital Markets Research
eric.barthalon@allianz.com



Jordi Basco-Carrera
Senior Investment Expert
jordi.basco-carrera@allianz.com



Patrick Krizan
Senior Economist , Fixed Income
patrick.krizan@allianz.com



Pablo Espinosa Uriel
Capital Market Research Analyst
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Insurance, Wealth and Trends Research



Michaela Grimm
Senior Expert demographics
michaela.grimm@allianz.com



Patricia Pelayo-Romero
Expert Insurance
patricia.pelayo-romero@allianz.com



Kathrin Stoffel
Expert Wealth
kathrin.stoffel@allianz.com



Markus Zimmer
Senior Expert ESG
markus.zimmer@allianz.com

Recent Publications

- 16/05/2022 | [TGIF? Allianz survey on job attitudes](#)
- 11/05/2022 | [Who should be afraid of a stop in Russian energy supply?](#)
- 10/05/2022 | [US and European EV outlook: Driving the energy transition](#)
- 04/05/2022 | [Eurozone inflation: How bad can it get?](#)
- 02/05/2022 | [Germany's Easter package: Great green intentions](#)
- 28/04/2022 | [France: Turn the music off to hear the bells tolling](#)
- 26/04/2022 | [Forget earnings yield, embrace "expected" capital gains?](#)
- 21/04/2022 | [Allianz Trade Global Survey 2022](#)
- 21/04/2022 | [Corporate credit: straddle or struggle?](#)
- 20/04/2022 | [The cost of the zero-Covid policy for China and the world](#)
- 13/04/2022 | [200bps more - Will the Fed hike the economy into recession?](#)
- 08/04/2022 | [Emerging market sovereigns: turbulent times ahead?](#)
- 06/04/2022 | [French presidential elections: "Don't panique!"](#)
- 01/04/2022 | [How green is the French Presidential Campaign?](#)
- 30/03/2022 | [Is fashion retail falling out of fashion?](#)
- 25/03/2022 | [Global Trade: Battling out of demand and price shocks](#)
- 25/03/2022 | [Germany: Limiting economic pain from going cold turkey on Russian gas](#)
- 22/03/2022 | [Russian dolls: unwrapping corporate \(commodity\) dependencies](#)
- 18/03/2022 | [Economic Outlook: Energy, trade and financial shockwaves](#)
- 15/03/2022 | [The \(energy\) price of war: When inflation bites US savings](#)
- 09/03/2022 | [Not so hawkish after all: Is the ECB past the peak or just on pause?](#)
- 08/03/2022 | [#IWD2022: break the gender pay gap!](#)
- 04/03/2022 | [The \(energy\) price of war for European households](#)
- 03/03/2022 | [Can Europe do without Russian gas?](#)
- 24/02/2022 | [Russia-Ukraine crisis: Conflict escalation](#)
- 17/02/2022 | [Is the wealth middle class shrinking?](#)
- 15/02/2022 | [Who's afraid of inflation? A corporate view](#)
- 10/02/2022 | [Carbon farming: a transition path for agriculture & forestry](#)
- 09/02/2022 | [China: Putting the tiger on a stronger footing in 2022](#)
- 03/02/2022 | [Can 5G reignite the smartphone industry?](#)
- 02/02/2022 | [European Central Bank: Last dove standing?](#)
- 28/01/2022 | [Allianz Pension Report: Latam special 2022](#)
- 25/01/2022 | [US Fed: A fata morgana hiking cycle?](#)
- 13/01/2022 | [Economic Outlook: Don't Look Up!](#)

Discover all our publications on our websites: [Allianz Research](#) and [Allianz Trade Economic Research](#)

Director of Publications

Ludovic Subran, Chief Economist
Allianz Research
Phone +49 89 3800 7859

Allianz Group Economic Research

https://www.allianz.com/en/economic_research
<http://www.allianz-trade.com/economic-research>
Königinstraße 28 | 80802 Munich | Germany
allianz.research@allianz.com

 @allianz

 allianz

Allianz Trade Economic Research

<http://www.allianz-trade.com/economic-research>
1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense Cedex | France
research@eulerhermes.com

 @allianz-trade

 allianz-trade

About Allianz Research

Allianz Research encompasses Allianz Group Economic Research and the Economic Research department of Allianz Trade.

Forward looking statements

The statements contained herein may include prospects, statements of future expectations and other forward-looking statements that are based on management's current views and assumptions and involve known and unknown risks and uncertainties. Actual results, performance or events may differ materially from those expressed or implied in such forward-looking statements.

Such deviations may arise due to, without limitation, (i) changes of the general economic conditions and competitive situation, particularly in the Allianz Group's core business and core markets, (ii) performance of financial markets (particularly market volatility, liquidity and credit events), (iii) frequency and severity of insured loss events, including from natural catastrophes, and the development of loss expenses, (iv) mortality and morbidity levels and trends, (v) persistency levels, (vi) particularly in the banking business, the extent of credit defaults, (vii) interest rate levels, (viii) currency exchange rates including the EUR/USD exchange rate, (ix) changes in laws and regulations, including tax regulations, (x) the impact of acquisitions, including related integration issues, and reorganization measures, and (xi) general competitive factors, in each case on a local, regional, national and/or global basis. Many of these factors

No duty to update

The company assumes no obligation to update any information or forward-looking statement contained herein, save for any information required to be disclosed by law. may be more likely to occur, or more pronounced, as a result of terrorist activities and their consequences.

Allianz Trade is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.