

12034

ルーマニア

チーフアナリスト 増田 篤
シニアアナリスト 佐伯 春奈

長期格付

BBB

見通し*

安定的

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

1. 概要

ルーマニアは、人口1,905万人（22年1月時点）、23年の名目GDPが3,231億ユーロと、中東欧諸国ではポーランドに次ぐ経済規模を有する。89年の体制転換後から民主化・市場経済化に向けた改革を進め、04年にNATO加盟、07年にEU加盟を果たした。22年時点の一人当たりGDP（購買力平価ベース）はEU内で6番目に低く、キャッチアップの過程にある加盟国として相対的に高い成長ポテンシャルを有する。一方で、経常収支と財政収支の双子の赤字を抱えており、これらの是正が課題である。国民民主党(PNL)と社会民主党(PSD)からなる連立政権は、EU「復興・強靱化ファシリティ」の受給条件となっている改革を推進するとともに、財政赤字の削減に取り組む方針を掲げている。

2. 政治社会情勢・経済政策

21年10月に発足した現政権は、2大政党のPNLとPSDによる大連立である。PNLは中道右派、PSDは左派で両者は本来ライバル関係にあるが、景気対策の実施をはじめとした政策の大枠で両党の方針が一致していることもあり、政権基盤は比較的安定している。24年末に次期総選挙が予定されているが、それまで現政権が任期を全うするとの見方が大勢である。前回選挙以来、親ロシアの極右政党、ルーマニア統一連合(AUR)が支持を伸ばしている。23年10月に実施された世論調査では、PSDが首位で30%の支持率を獲得し、続いてPNLとAURが支持率19%で並んでいる。AURを除く全主要政党が親EU、親NATOのスタンスを採るため、選挙の結果として大

幅な政策転換が起こる可能性は低いとJCRはみているが、AURを取り巻く動向を注視していく必要がある。

政権発足時の合意に基づき、23年6月に首相がPNLのチウカ氏からPSDのショラク氏へ交代した。主要閣僚ポストもPSDが占めている。PSDは、12年の第一次ポンタ政権以降、与党として政権を担ってきた。12年から15年にかけてはIMFのスタンプ取極の下で財政健全化に実績を上げたが、15年半頃からは拡張的財政政策を推進し、大規模な減税策や公務員給与の引き上げ、社会保障拡充策を実施してきた経緯がある。財政赤字の拡大を受けて、ルーマニアは20年より欧州委員会の「過剰財政赤字是正手続」(EDP)の対象となっている。

EUは、コロナ後の経済の立て直しを図るため、「復興・強靱化ファシリティ」(RRF)を創設した。多年次財政枠組み(MFF)の中で継続的に設定される結束基金と異なり、RRFは26年末までの時限的なものである。EUの政策課題に沿って各国は「復興・強靱化計画」(RRP)を策定し、26年末までに実施する投資・改革を定めている。それらの達成状況に応じて資金が拠出されるため、RRFは改革を前進させるインセンティブとして機能している。ルーマニアに対して承認された割当額(23年11月改定)は285億ユーロ(補助金が149億ユーロ、ローンが136億ユーロ)で、20年のGDPの13%にのぼる。資金の多くがGreen transitionとDigital transformationの分野に振り向けられているが、司法改革・汚職対策、年金制度や税制の改革などもマイルストーンに含まれており、復興基金は政治・経済・財政面の広範な改革を促すものとなっている。改革の進展を背景に、これまでに第2次支払いまでが終了し、政府

は23年12月に第3次支払い依頼を欧州委員会へ提出している。ルーマニアの資金消化率は30%超に達し、中東欧諸国の中で比較的順調な進捗となっている。26年にかけて、引き続きRRPが政策運営の軸となる見通しである。

3. 経済基盤・経済動向

EUの後発加盟国としてキャッチアップの過程にあり、貿易・金融面での統合、EU予算からの補助金受給などの恩恵を受けて経済の取れんが図られている。西欧諸国からの直接投資が製造業の集積につながり、輸出の7割以上がドイツをはじめとしたEU加盟国向けとなっている。購買力平価でみた一人当たりGDPはEU加盟後の15年間で約3倍に増加し、22年時点で約4万米ドルと、JCRが格付けしているBBBレンジの国の中で最も高い水準にある。ガバナンス指標（世界銀行）についても、他のBBBレンジの国と比較すると「法の支配」や「汚職の抑制」の数値が高い。ルーマニアは長年にわたって司法改革や汚職対策に取り組んでおり、EU基準に即した法制度の整備が進んでいることを示すものと考えられる。構造的な課題としては高齢化に伴う労働力の減少や高技能労働者の国外流出があり、対策が講じられなければ中長期的な成長の足かせとなり得る。

エネルギーバランスをみると、天然ガスはエネルギーミックスの30%程度を占める。ただ、ルーマニアは国内の天然ガス消費量の大半を国内生産でまかなっており、従来、ロシア産ガスへの依存度はEU加盟国の中で相対的に低かった。Eurostatによると、国内消費量に対する国内生産量の比率は、21年の73.9%から23年には97.2%まで上昇している。一方で、ロシアからの天然ガス輸入量は22年時点で大きく減少しており、代替調達が進んでいる模様である。加えて黒海でのガス田開発プロジェクト（Neptun Deep）が進行中で、26年の生産開始を予定している。この操業開始後には、天然ガスの完全自給を達成する見込みである。

足元では、ロシアのウクライナ侵攻に端を発するエネルギー危機の影響を受けて、22年後半より経済成長が減速している。しかし、成長率は22年通年で4.1%、23年には2.1%（速報値）を達成し、中東欧諸国の中では比較的高い伸びを維持している。物価高騰や外需の低迷により個人消費と輸出の伸びが鈍化しているが、これを埋め合わせる形で投資が拡大し、成長を下支えしている。EU基金を原資とした公共投資が大きく伸びている。また、雇用が増加傾向を維持しており、実質賃金も23年3月には前年

比プラスに転じるなど他の中東欧諸国よりも早いペースで回復している。こうした状況を反映し、個人消費も減速しているとはいえ底堅く推移している。

EU基金については、21～27年期のMFFにおいて約310億ユーロが割り当てられており、23年9月時点で285億ユーロが依然として利用可能である。RRFでは、約200億ユーロが残存している。残存資金の全額受給を前提とすれば、MFFとRRFから今後数年間に流入する資金は年平均でGDP比3%程度となる。加えて14～20年期のMFFも24年が最終受給年となっており、23年9月時点で残存する資金が23年のGDPの1.6%ある。今後中期的にも、これらの資金の流入が経済成長をサポートしていく見通しである。

消費者物価上昇率（HICP）は、22年11月の前年同月比14.6%上昇をピークに低下傾向で推移してきた。ただ、24年2月時点でも同7.1%上昇（EU平均：2.8%）に高止まりしており、エネルギーおよび未加工食品を除いたコアインフレは、同8.1%上昇（EU平均：3.7%）とさらに高い水準となっている。インフレ抑制のため、ルーマニア国立銀行は政策金利を22年10月から23年1月にかけて計575ベースポイント引き上げ、それ以降は7%に据え置いている。先行きはインフレがさらに緩和していく見通しで、それとともに購買力が好転していくとみられる。EU経済の回復も見込まれることから、24年、25年には成長率が3%台へ高まるとJCRは予想している。

4. 金融システム

金融システムは安定している。国際金融危機や欧州債務危機を経て、銀行部門では重要な構造改革が進んだ。とりわけ資金調達構造の改善は顕著で、従来は親銀行からの借入を中心とした国外調達への依存度が高かったが、現在では国内預金を中心となっている。一方で、不良債権増加の主因となった外貨建貸出が抑制され、貸出残高に占める外貨建貸出の割合は、13年の60%超から30%程度まで低下した。流動性リスクや為替リスク、信用リスクが大きく低減し、外的ショックに対する金融システムの耐性は高まっているとJCRは判断している。不良債権比率（EBAの定義による）は14年から一貫して低下傾向をたどっており、コロナ禍やエネルギー危機を経た23年9月末時点でも2.61%と低く抑えられている。収益性は高水準で推移しており、自己資本比率も23年9月末で22.3%と十分な水準に保たれている。

5. 対外ポジション

経常収支は貿易赤字を背景として恒常的に赤字を計上しており、22年には赤字幅が09年以降で最大のGDP比9.1%となった。内需の伸びに伴う輸入増加で経常赤字/GDP比が上昇傾向にあったところへ、エネルギー価格の高騰による影響が加わった。中長期的な要因としては、労働生産性の伸びを上回る賃金引き上げにより単位労働コストが上昇し、競争力が低下してきたことも影響していると考えられる。23年にはエネルギー価格の沈静化を背景とするエネルギー収支の改善を主因に経常赤字はGDP比7%へと縮小しているが、中東欧諸国の中では依然高い水準である。構造的要因の解消は短期間では難しく、経済成長に伴う資金流入の裏返しとして経常赤字が拡大している側面もあることから、経常赤字/GDP比は中期的にも高水準で推移するとJCRはみている。

対外ファイナンスニーズは大きいですが、近年は経常赤字のファイナンスの大半（23年は6割程度）が直接投資とEU基金の流入によってカバーされている。これらは非負債性資金であるため、その流入は対外債務の増加につながらない。今後中期的にもEU基金から高水準の資金流入が見込まれることから、同様の傾向が続くと予想される。

23年末の対外債務/GDP比は52.3%と17年末とほぼ同水準となっており、近年の高水準の経常赤字継続にもかかわらず、対外債務ポジションの悪化は見られない。一方で、純対外負債残高/GDP比（IIPベース）は39.9%と、ここ10年程度で最も低い水準となった。純対外負債残高の大半が直接投資で占められており、直接投資を除いた純対外負債残高/GDP比は5%にとどまっている。ポートフォリオ投資やその他投資は国際金融市場の状況に影響を受けやすい性質をもつため、これらが少ない対外債務構造は、対外面の安定につながる。資金流入を背景に、外貨準備高は近年増加傾向で推移してきた。23年12月末の外貨準備高は598億ユーロにのぼり、短期対外債務の1.3倍、23年の月間輸入の5.1倍を確保している。

6. 財政基盤

一般政府財政赤字/GDP比（EU基準）は、コロナ禍の影響を受けて20年に9.3%へ拡大したが、経済回復に伴う税収増加やコロナ関連支出の縮小、歳出抑制が寄与し、22年に6.3%まで改善した。EDPの下、政府は当初、財政赤字/GDP比を23年に4.4%、24年に3%へと改善させる計画を示していた。しかし、23年の実際の財政赤字/GDP比は、22年とほぼ

同水準になったとみられる。景気減速により税収が想定ほどに伸びなかったことに加えて、投資の大幅増加やエネルギー危機関連の支援策の実施、教師・医療従事者・軍人などについて給与増額が行われたことなどが影響した。コロナ禍収束後も財政赤字は高水準にとどまっているが、その要因として過去に実施された施策の影響が挙げられる。ルーマニアでは16年以降に大規模な減税措置や公務員給与および社会保障給付を中心とした支出拡大策が実施され、財政赤字/GDP比は19年時点で4.3%とEUの上限3%を上回る状況であった。

政府は財政健全化に対するコミットメントを明確にしており、23年9月に緊縮パッケージを決定している。同パッケージの規模はGDP比約1.1%で、そのうち0.9%が歳入面の施策である。最大の効果が見込まれているのが所得税および健康保険料の見直しで、農業や建設業、IT業界の従事者について、納付が免除される対象者が制限される。また、VATの軽減税率の適用対象品目が減らされたほか、一部セクターの零細企業に適用される法人税率の引き上げなども行われている。政府はまた、RRPに基づいて、徴税強化や税法遵守向上を図るための改革にも取り組んでいる。長年課題となってきた徴税効率の低さに対処するもので、その効果による歳入増加も中期的に期待される。公共投資の拡大や防衛予算の増額、年金改革の短期的なコストが歳出増加につながるものの、エネルギー危機対策の負担も中期的に解消することから、財政健全化が緩やかに進んでいくとJCRはみている。財政赤字を中期的にGDP比3%以下とするためには、大幅な追加是正措置が必要と考えられる。なお、24年末の総選挙に向けて歳出増加圧力が高まる可能性は否定できないが、EDPおよびRRPが政策運営の軸となり、大枠としては財政規律が維持される公算が大きいとJCRはみている。

23年末の一般政府債務/GDP比は、22年末から若干上昇して48.9%となった。これはEU内でみると低い水準で、JCRが格付けしているBBBレンジの国の平均も下回っている。財政赤字の縮小と名目GDPの伸びが寄与し、政府債務/GDP比率は中期的に50%程度で安定化するとJCRは予想している。利払い費/歳入比は5%前後で推移しており、債務負担は管理可能な水準にある。

7. 総合判断・格付の見通し

格付は、比較的発展した経済基盤、低水準の政府債務、EU加盟国として享受している補助金受給

や制度整備面での恩恵を主に評価している。一方、恒常的な経常赤字および構造的要因による高水準の財政赤字が格付の制約要因である。格付の見通しは安定的。政府はEUのEDPの下、過去の緩和的財政政策やコロナ禍の影響で拡大した財政赤字の削減に取り組んでいる。RRPを軸として積極的に構造改革を推進するなど財政健全化の方針は明確で、中期的に成果が出てくるとJCRはみている。経常赤字は当面高水準で推移するものの、対外ファイナンスにかかるリスクはEU基金からの安定した資金流入などで一部緩和されている。

JCR

12034 ルーマニア

●主要経済財政指標

| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 名目GDP | 10億ユーロ | 224 | 220 | 241 | 284 | 323 |
| 人口 | 百万人 | 19.4 | 19.2 | 19.0 | 19.1 | - |
| 一人当り実質GDP(購買力平価) | 米ドル | 32,680 | 33,072 | 35,620 | 39,828 | 41,580 |
| 実質GDP成長率 | % | 3.8 | -3.7 | 5.9 | 4.1 | 2.1 |
| 消費者物価上昇率 | % | 3.9 | 2.3 | 4.1 | 12.0 | 9.7 |
| 失業率 | % | 4.9 | 6.1 | 5.6 | 5.6 | 5.6 |
| 一般政府歳入/GDP | % | 32.0 | 32.5 | 32.9 | 33.7 | 33.5 |
| 一般政府歳出/GDP | % | 36.3 | 41.8 | 40.0 | 40.0 | 47.3 |
| 一般政府財政収支/GDP | % | -4.3 | -9.3 | -7.2 | -6.3 | -6.3 |
| 一般政府債務/GDP | % | 35.1 | 46.8 | 48.5 | 47.2 | 48.9 |
| 経常収支/GDP | % | -4.9 | -4.9 | -7.2 | -9.2 | -7.0 |
| 対外債務/GDP | % | 49.0 | 57.5 | 56.6 | 50.6 | 52.3 |
| 対外債務/財・サ輸出 | % | 121.8 | 155.9 | 139.3 | 117.0 | 133.9 |
| 外貨準備高/月間輸入 | 倍 | 4.0 | 4.9 | 4.3 | 3.9 | 5.1 |
| 外貨準備高/短期対外債務 | 倍 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.3 |

(注) 23年の財政収支は23年10月時点での欧州委員会の見通し
(出所) ルーマニア国家統計局、財務省、ルーマニア国立銀行

●格付明細

| 対象 | 格付 | 見通し* | 発行額 (百万単位) | 通貨 | 利率 (%) | 発行日 | 償還期限 | 公表日 |
|--------------|------|------|---------------|----|-----------|-----|------|------------|
| 外貨建長期発行体格付 | BBB | 安定的 | - | - | - | - | - | 2023.11.27 |
| 自国通貨建長期発行体格付 | BBB+ | 安定的 | - | - | - | - | - | 2023.11.27 |

●長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

| 日付 | 格付 | 見通し* | 発行体名 |
|------------|------|-------|-------|
| 1996.03.05 | BB+ | - | ルーマニア |
| 1998.09.28 | #BB+ | - | ルーマニア |
| 1998.12.15 | #BB- | - | ルーマニア |
| 1999.04.14 | BB- | - | ルーマニア |
| 2000.05.29 | BB- | - | ルーマニア |
| 2001.12.12 | BB- | ポジティブ | ルーマニア |
| 2002.12.18 | BB | 安定的 | ルーマニア |
| 2003.12.17 | BB | ポジティブ | ルーマニア |
| 2004.11.15 | BB+ | ポジティブ | ルーマニア |
| 2005.09.09 | BBB- | 安定的 | ルーマニア |
| 2006.11.29 | BBB | 安定的 | ルーマニア |
| 2008.12.18 | BBB- | ネガティブ | ルーマニア |
| 2010.12.17 | BBB- | 安定的 | ルーマニア |
| 2015.04.23 | BBB- | ポジティブ | ルーマニア |

| | | | |
|------------|-----|-------|-------|
| 2016.03.18 | BBB | 安定的 | ルーマニア |
| 2020.06.22 | BBB | ネガティブ | ルーマニア |
| 2023.02.01 | BBB | 安定的 | ルーマニア |

*「見直し」は、外貨建長期発行体格付の見直し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。