

12064

## スロベニア共和国

チーフアナリスト 堀田 正人  
シニアアナリスト 佐伯 春奈

長期格付	AA-
見通し*	安定的
短期格付	—

(長期格付は、原則として長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

中東欧の小規模経済。人口は約210万人（22年時点）、23年の名目GDPは約640億ユーロである。90年代初頭にユーゴスラビアから独立した後、民主化・市場経済化に向けた改革を進め、04年にNATO・EU加盟、07年にユーロ導入を果たした。購買力平価でみた一人当たりGDPはスペインに近い水準となっており、中東欧諸国の中では最も発展した経済の一つである。国際金融危機や欧州債務危機を経て13年に銀行危機を経験し、これらを機に銀行部門の健全性向上や企業の負債圧縮、対外ポジションの改善が進み、より安定した経済成長の基盤が構築されている。銀行危機の際に公的資金による銀行支援が行われた結果、政府債務が膨らんだが、その後は一貫した財政健全化努力が続けられ、政府債務/GDP比はコロナ前の19年にかけて大きく低下した。22年6月に発足したゴロブ政権は、「復興・強靭化計画（RRP）」を軸に様々な構造改革に取り組むとともに、堅実な財政政策を推進し、政府債務のさらなる抑制を図っている。

## 2. 政治社会情勢・経済政策

EU基準に適合した制度が構築されており、社会政治基盤は安定している。政治面では中道右派、中道左派の諸政党が存在するが、単独で過半数を占めるような強力な政党はなく、連立政権が政権を担ってきた。22年4月の総選挙ではロベルト・ゴロブ氏率いる新党の自由運動党が圧勝し、同年6月に同党と社会民主党、左派党による連立政権が発足した。スロベニア民主党が主導したヤンシャ前政権は右派

のポピュリスト政権で、報道の自由や法の支配を弱めるような法案を可決するなどして論争を招いた経緯がある。これに対してゴロブ政権は左派寄りで、親EUの稳健なスタンスを明確にしている。連立与党が下院で90議席中52議席を確保しており、政権基盤の安定度は高い。極右政党の台頭などの混乱もみられず、ゴロブ政権が26年の次期選挙まで任期を全うする公算が高い。

基本的にEUの経済・財政ガバナンスの枠組み沿った政策運営が行われており、政策の安定性は高い。ゴロブ政権は、エネルギー価格高騰の影響緩和とインフレ抑制という喫緊の課題への対応を優先し、電気・ガス価格の上限設定やエネルギー価格に係る付加価値税率の引き下げ等、GDP比2.6%規模（2024年および2025年の予算案に基づく）の支援策を導入してきた。インフレ収束に伴いこれらの対応はほぼ終了し、目下は23年8月に発生した洪水による被害の復旧および復興支援が政策の焦点となっている。復旧・復興支援策の規模は23年、24年の合計でGDP比2.3%程度であるが、政府は企業や銀行への臨時課税により財源を一部確保しているほか、EU連帯基金からも資金が拠出されており、財政インパクトはこれよりも抑えられる見通しである。

より構造的かつ中期的な観点では、デジタル化やグリーントランジションを通じて生産性の向上を図っているほか、高齢化に伴って生じる財政面の課題に対処すべく、年金制度や医療制度の改革にも取り組んでいる。これらの改革は、RRP（EUの復興基金の受給条件となる改革・投資を定めたもの）におけるマイルストーンとも結びついており、RRPの実施期限である26年末に向けて一定の前進が期待できる。現状、長期介護法が23年に議会で可決されてい

るほか、年金改革については26年の導入を目標に議論が進められている。政府はまた、労働力不足への対応をはじめとした労働市場政策も積極的に推進している。

### 3. 経済基盤

スロベニアは旧ユーゴスラビア内で最も工業化が進んでいた国であり、製造業を中心に多様化した産業基盤を有する。自動車や医薬品などの主要産業はドイツやイタリア、スイスのこれら産業に統合されており、輸出志向の強い経済構造となっている。23年時点で財・サービス輸出がGDPに占める割合（実質ベース）は約90%に達し、財・サービス輸出の75%（国際収支統計ベース）がEU加盟国向けである。スロベニアはEU加盟国として貿易や金融を通じた域内諸国との結びつきを深めるとともに、EU基金からの補助金受給などの恩恵も受けて経済のキャッチアップを図ってきた。23年の一人当たりGDP（購買力平価ベース）は5万米ドルを超え、中東欧諸国では最も高い水準となっている。一方で、雇用率はEU平均を上回る77.5%（23年末）へ上昇し、失業率は3%台（24年8月）と国際金融危機後の最低水準となっており、労働市場はひっ迫した状況にある。

国際金融危機以前は、銀行部門が相対的に金利の低い国外からの借入を増やして国内企業への融資を拡大し、内需主導の高成長を実現した。こうした成長モデルは企業部門の負債増加や経常赤字の拡大につながった。国際金融危機や欧州債務危機を経て企業向け貸出金の多くが不良債権化し、銀行・企業のデレバレッジングや建設部門のストック調整が進む過程で経済は低迷を余儀なくされることとなった。その後は政府主導のリストラを通じて金融システムの健全性が向上し、企業部門ではバランスシートが大きく改善した。資金循環統計における非金融企業の負債残高（連結）をみると、ピークとなった10年はGDP比85.7%に達していたが、23年には34.7%まで低下している。成長モデルの転換によりISバランスが改善し、対外ポジションも改善した。対外ショックに対する経済の耐性が向上し、より安定した経済成長の基盤が構築されている。

### 4. 経済動向

コロナショックや世界的なエネルギー危機に伴う環境悪化に対して、スロベニア経済は総じて耐性を示している。移動制限等の影響で20年の実質GDP

成長率は4.1%のマイナス成長となつたが、落ち込みはEU平均対比で小幅にとどまった。当局が迅速に実施した雇用維持策や所得補助、流動性供給などの大規模な企業・家計向け支援策が感染拡大による影響を緩和し、21年には個人消費や投資の回復にけん引されて8.4%成長となつた。22年半ばからは、エネルギー価格の上昇を背景とするインフレ高騰や欧州中央銀行（ECB）による金融引き締め、外需の鈍化が個人消費や投資を下押しし、成長が減速している。しかし、堅調な労働市場やEU基金を原資とする公共投資が経済を下支えしていることもあり、成長率は22年が2.7%、23年が2.1%と依然底堅い。実質GDP（季節・日数調整済）は24年7-9月の時点でコロナ前の19年10-12月の109%の水準にあり、EU内でも比較的良好な回復状況となっている。

輸出志向の強い小規模経済として、経済活動は主要貿易相手である欧州諸国の需要動向に影響されやすい。足元は、外需の不振により輸出は弱い状況で、民間投資も停滞している。しかし、インフレ率の低下により実質賃金が増加し、個人消費が回復しているほか、EU基金の流入による公共投資の拡大や洪水被害の復旧・復興支援に伴う政府消費や投資の伸びが成長を下支えしている。外需の回復に伴い成長は徐々に上向く見通しで、成長率は25年にかけて2%台へ高まると予想される。EU基金については、復興基金から20年のGDPの5.7%（REPowerEUからの資金を含む）に相当する資金が補助金およびローンの形で割り当てられており、21～27年期の多年次財政枠組みでもGDP比7%相当の補助金の受給が可能となっている。

### 5. 金融システム

13年に銀行危機を経験したが、政府の介入により構造改革が行われ、金融システムは大きく改善した。急増した不良債権は新設された資産管理会社に移管され、不良債権処理費用の負担で多額の赤字を計上した大手銀行に対しては、公的資金による資本増強が実施された。銀行の資金調達はそれまで国外市場に依存していたが、対外借入の圧縮とともに国内預金による調達が拡大し、08年のピーク時に160%に達していた預貸率は近年60%台で推移している。銀行が抱える信用リスクや流動性リスクが構造的に低下してきたことで、経済環境の悪化や国際金融市场の混乱に対する金融システムの耐性は高まっていると考えられる。

金融システムの安定性はコロナ禍後も維持されている。銀行部門の不良債権比率は目立った上昇は

みられず、24年3月末時点で1.5%に抑えられている。業績についても、与信費用が増加した20年でも利益が底堅く推移するなど安定した状況にある。自己資本比率も20.2%（24年6月末）と高く、リスクに対するバッファーは十分である。13年に国有化された大手銀行の民営化（NLBは株式の75%マイナス1株、NKBMおよびAbankaは同100%）が完了していることも踏まえれば、銀行支援などで大きな財政負担が生じるリスクは限定的と考えられる。

## 6. 対外ショックに対する耐性

経常収支は12年以降、黒字が定着している。22年は例外で、消費の回復に伴う輸入増加やエネルギー価格の上昇による交易条件悪化で貿易収支が赤字化し、経常収支はGDP比1%の赤字へ転じた。23年には輸入が輸出以上に減少したことで貿易収支が再び黒字となり、経常収支はGDP比4.5%の黒字へ回帰している。エネルギー価格の下落を受けて、2年連続で悪化していた交易条件が改善した。先行きは、輸出が足元弱含む中で投資拡大に伴う輸入の増加が見込まれるため、経常黒字はこれまでに比べて低い水準で推移する可能性がある。

恒常的な経常黒字を背景に、IIPベースの対外ポジションは13年以降改善傾向にある。ネットIIPは、12年末時点ではGDP比44%の対外純負債であったが、23年末には小幅な純対外資産へ転じている。この間の対外債務の推移を部門別にみると、銀行部門での減少が顕著である。

## 7. 財政基盤

構造的財政収支を中期的に均衡させることができ財政ルールで規定されており、これに基づいて堅実な財政運営を行ってきた実績がある。コロナ前の5年間は基礎的財政収支が黒字を計上し、政府債務/GDP比は銀行危機後のピーク時の83.4%（15年末）から19年末の66%へと大幅に低下した。この期間における政府債務/GDP比の低下幅はEU加盟国の中でも大きく、このことは政府債務抑制に対するコミットメントの強さを示すものとJCRでは考えている。

20年以降はコロナ対応をはじめとする様々な支援策の実施が財政負担となっているが、大枠としての財政健全化の方向性は維持されている。一般政府財政収支/GDP比（ESA2010）は20年に7.7%の赤字へ転じた後、経済の回復やコロナ関連支出の縮小により着実に改善し、22年には赤字がEU基準値であ

る3%へ収束した。23年については、エネルギー危機対策の支出が増加し、洪水被害の復旧・復興支援策にかかる支出も新たに生じたが、社会保障費がGDP比で縮小したため財政赤字は2.6%へとさらに改善している。24年からは、コロナ禍で停止されていたEUの財政ガバナンスの枠組みが復活するとともに、国内の財政ルールも運用再開となっており、慎重な政策運営の下で中期的に財政健全化が進むと期待される。長期介護法の施行を受けて新たな保険料が25年7月から徴収されることとなっており、こうした構造改革の効果や支援策の終了が財政赤字の縮小に寄与すると考えられる。先般公表された中期財政構造計画では、財政赤字は24年にGDP比2.9%となった後、26年には同1.9%へ縮小する見通しなっている。

20年末に80.2%へ上昇した政府債務/GDP比は、21年以降は再び改善傾向となり、23年末には68.4%まで低下した。JCRがAAレンジに格付けしている国の平均と比べると、政府債務水準は依然として高い。ただ、利払い費/歳入比は14年の7.2%から23年には2.7%まで低下しており、債務負担は抑制されている。また、国債の平均償還期間が10年近くまで長期化していること、残存する国債のほとんどが固定金利で発行されていることにより、金利上昇に伴う利払い費への影響が抑えられている。加えて一般政府部門の現金・預金はGDP比18%（23年末）にのぼっており、政府債務の返済に充当可能な流動資産も潤沢である。財政赤字の縮小や名目GDPの増加に支えられ、政府債務/GDP比は中期的にさらに低下していくとJCRはみている。

## 8. 総合判断・格付の見通し

格付は、比較的発展した経済基盤、対外ショックへの耐性の向上、EU・ユーロ圏の堅固な支援体制などを評価している。一方、比較的高い政府債務/GDP比などが格付の制約要因である。インフレやECBによる金融引き締め、外需の低迷が重石となり経済成長は減速していたが、中期的には成長が上向く見通しである。コロナ禍の終結に伴って、財政収支と政府債務のGDP比は着実に改善してきた。23年8月に発生した洪水でインフラなどに大きな被害が出ており、その復旧・復興支援が目下の政策の焦点となっている。これに伴い一時的な財政負担が生じているものの、大枠としてはEUの財政規律の枠組みの下で慎重な政策運営が維持される見通しで、中期的に財政健全化が進むとJCRはみている。財政面の潤沢なバッファーも保たれている。

JCR

## 12064 スロベニア共和国

## ●主要経済財務指標

(単位：百万円)

		2019	2020	2021	2022	2023
名目GDP	10億ユーロ	48.2	46.7	52.0	56.9	64.0
人口(1月1日時点)	百万人	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
一人当たりGDP(購買力平価)	米ドル	41,780	40,313	43,629	48,110	50,800
実質GDP成長率	%	3.5	-4.1	8.4	2.7	2.1
消費者物価上昇率(HICP)	%	1.7	-0.3	2.0	9.3	7.2
失業率(年平均)	%	4.5	5.0	4.7	4.0	3.6
一般政府歳入/GDP	%	44.5	44.1	45.3	44.6	43.9
一般政府歳出/GDP	%	43.8	51.8	49.9	47.7	46.5
一般政府財政収支/GDP	%	0.7	-7.7	-4.6	-3.0	-2.6
基礎的財政収支/GDP	%	2.3	-6.1	-3.4	-1.9	-1.4
利払い費/歳入	%	3.6	3.6	2.6	2.5	2.7
一般政府債務/GDP	%	66.0	80.2	74.8	72.7	68.4
経常収支/GDP	%	6.4	7.7	3.8	-1.1	4.5
対外債務/GDP	%	90.9	102.3	97.7	91.0	89.2
対外債務/財・サ輸出	%	107.7	130.6	116.2	96.8	107.0
対外純資産負債残高/GDP	%	-16.4	-15.8	-7.7	-1.6	2.3

※直近期は、速報値をもとに指標などを掲載する場合があります。

(出所) スロベニア統計局、財務省、スロベニア銀行、欧州統計局

## ●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	AA-	安定的	-	-	-	-	-	2024.08.13
自国通貨建長期発行体格付	AA-	安定的	-	-	-	-	-	2024.08.13
第1回円貨債券(2024)(ソーシャルボンド)	AA-	-	45,100	JPY	0.75	2024.09.05	2027.09.03	2024.08.29
第2回円貨債券(2024)(ソーシャルボンド)	AA-	-	4,900	JPY	0.89	2024.09.05	2029.09.05	2024.08.29

## ●長期格付推移

(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
2005.04.11	AA-	ポジティブ	スロベニア共和国
2006.12.15	AA	安定的	スロベニア共和国
2012.06.13	AA-	ネガティブ	スロベニア共和国
2013.05.24	A+	ネガティブ	スロベニア共和国
2015.10.29	A+	安定的	スロベニア共和国
2017.11.10	A+	ポジティブ	スロベニア共和国
2019.01.18	AA-	安定的	スロベニア共和国

\*「見通し」は、長期発行体格付の見通し。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、遗漏、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はありません。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行っております。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、改変等をすることは禁じられています。