

2025 年 6 月 12 日

12034
ルーマニア

長期格付	BBB
見通し*	ネガティブ
短期格付	—

※長期格付は、原則として長期発行体格付を表示

▼概要

ルーマニアは、約 1,902 万人（24 年 1 月時点推定）の人口を擁し、24 年の名目 GDP が 3,538 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。外国資本の流入や補助金受給といった EU 加盟の恩恵を受けて経済のキャッチアップが進み、一人当たり GDP（購買力平価ベース）は 24 年時点で 4.7 万米超ドルまで上昇している。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。近年は復興・強靱化計画（RRP）および過剰財政赤字是正手続（EDP）を軸とした政策運営が行われているが、政治的混乱により改革や財政赤字削減の進展は不透明な状況である。

▼政治社会情勢・経済政策

5 月 5 日にチョラク首相が辞任し、政治的混乱が深まっている。ルーマニアでは、24 年 12 月に実施された議会選挙で PSD が第一党を維持し、12 月末に PSD、PNL、ハンガリー人民民主同盟による親 EU の新連立政権が発足していた。連立の構成は前政権時と大きく変わらなかった一方で、今回の選挙では極右のルーマニア統一連合（AUR）が第二党となったほか、同じく極右の SOS ルーマニア党と若者の党もそれぞれ 6～7% の得票率を得て議席を獲得した。24 年 11 月に行われた大統領選挙の第一回投票でも極右・親ロシア派のカリン・ジョルジュスク氏が首位となり、政治的分極化が顕在化している。当該大統領選挙の結果については不正行為などを理由に憲法裁判所が無効とする判断を下し、25 年 5 月 4 日にやり直しの第一回投票が実施されたが、ここでも AUR を率いるシミオン候補が首位となった。5 月 18 日に行われた決選投票では中道派でブカレスト市長のダ

ン候補がシオミン氏に勝利したものの、第一回目投票の結果を受けてチョラク首相が辞任し、同氏が率いる PSD も連立政権から離脱する事態となっている。政治的混乱により今後の政策運営は難しさを増すと考えられ、改革の進展も不透明な状況となっている。

EU 加盟国であることで、EU の経済財政ガバナンスの枠組みに沿った政策運営が求められる。近年は、RRP と EDP が重要な政策の柱となっている。RRP は、EU がコロナ後の経済の立て直しを図るために創設した「復興・強靱化ファシリティ」（RRF）の下、各国が 26 年までに実施する改革・投資を定めたものである。RRF はこれらの投資・改革の達成状況に応じて資金が拠出されるため、投資の拡大などを通じて経済成長をサポートするとともに、改革を前進させるインセンティブとしても機能している。ルーマニアについては資金の多くが 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、RRF 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。

EU 加盟により政策がある程度予見可能であることは、引き続きルーマニアの信用力を支える重要な要素である。ただ、複数の選挙が重なった 24 年は、公務員給与の引き上げや年金増額などが実施されたほか、公共投資も拡大し、財政が政府の計画から乖離して大きく悪化した。政府は現状、財政赤字を EU 基準値の GDP 比 3% 以下へ縮小させる目標時期を 31 年としており、財政健全化計画は EDP が発動された 20 年時点から大幅に遅延している。こうした動きから、JCR は政策の信頼性や実効性が従前に比べて低下していると考えている。

▼経済基盤

ルーマニアは EU の後発加盟国としてキャッチアップの過程にあり、EU の標準に沿った制度の整備、貿易・金融面を通じた域内国との統合深化、EU 予算からの補助金受給などの恩恵を受けて経済の収れんが進んでいる。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、24 年時点で約 4.7 万米ドル超と、JCR が格付けしている BBB レンジの国の中で最も高い水準となっている。「法の支配」や「汚職の抑制」といったガバナンス指標（世界銀行）も、他の BBB レンジの国と比較すると高い。経済構造をみると、西欧諸国からの直接投資が製造業の集積につながっており、輸出の 7 割以上がドイツをはじめとした EU 加盟国向けである。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については、天然ガスが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、ロシア以外の国からの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。

▼経済動向

ルーマニア経済は、エネルギー価格の高騰に伴うインフレ高進や外需の減速にもかかわらず、個人消費と投資のけん引により 22 年、23 年と CEE 諸国の中で比較的高い成長を維持してきた。24 年は経済の減速が鮮明となり、実質 GDP 成長率は 0.8%（23 年：2.4%）へ低下した。最低賃金・公務員給与の引き上げや年金の大幅増額で可処分所得が増加し、個人消費は好調であったが、純輸出が大幅なマイナス寄与となりこれを打ち消した。外需低迷の影響を受けて輸出が減少する中で、内需の伸びに伴い輸入が増加したためである。総固定資本形成も 23 年対比でマイナスとなったが、これは設備投資の不振に加え、14～20 年期の EU 基金を利

用した投資のサイクルが終了して建設投資が落ち込んだことが要因となった。中期的には財政引き締めの影響により個人消費の伸びは鈍化する一方で、RRF を中心とした EU 基金からの資金流入が加速し、それによる投資の伸びが成長をサポートしていくと期待される。外需の回復にも支えられ、25～26 年の成長率は 2%前後になると予想している。経済のダウンサイドリスクとしては、地政学的緊張の高まりやドイツ経済の低迷、トランプ関税の影響といった外部環境の不確実性、緊縮財政に伴う内需への影響などがある。

EU 基金については、21～27 年期の多年次財政枠組み（MFF）で約 310 億ユーロが割り当てられており、25 年 2 月時点で約 280 億ユーロ（24 年の GDP の約 8%）が利用可能である。他方、RRF の割当額（23 年 11 月改定）は補助金 136 億ユーロ、ローン 149 億ユーロの計 285 億ユーロで、20 年の GDP の 13%に上る。このうち約 195 億ユーロ（24 年の GDP の約 6%）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 24 年の GDP の 3%程度となる。

消費者物価上昇率（HICP）は、ピークとなった 22 年 11 月の前年同月比 14.6%上昇から 25 年 3 月の同 5.1%上昇（EU 平均：2.5%）へと低下した。しかし、賃金の伸びや消費の好調、労働市場の逼迫を背景にインフレ圧力は引き続き強く、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 5.4%上昇（EU 平均：2.8%）と EU 内でも高い水準となっている。ルーマニア国立銀行は 23 年 1 月以降 7%としていた政策金利を 24 年 7 月と 8 月に計 50 ベーシスポイント引き下げ、その後は 6.5%に据え置いている。

▼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。特に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。また、不良債権が急増する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 年の約 60%から 30%程度まで大きく低下している。JCR では、流動性リスクや為替リスク、信用リスクが低減し、外的ショックに対する金融システムの耐性が高まっていると判断している。

銀行部門の不良債権比率（EBA の定義による）は、14 年から低下傾向をたどってきた。近年の景気減速や金利上昇にもかかわらず、同比率は 24 年末時点で 2.46%と低く抑えられている。収益性も安定しており、自己資本比率は 24 年末で 23.7%と十分な水準に保たれている。

▼対外ショックに対する耐性

経常収支は恒常的に赤字を計上している。経常赤字はエネルギー価格高騰の影響が薄れた 23 年でも GDP 比 6.6%と大きかったが、24 年には貿易赤字の増加を主因に同 8.4%へ拡大した。干ばつによる農産物輸出の減少やエネルギー輸入の増加といった一時的要因に加えて、EU 経済の低迷による輸出の不振や内需の伸びに伴う輸入の増加が影響した模様である。高水準の経常赤字を引き起こしている中長期的な要因としては、プロシクリカルな財政政策や、単位労働コストの上昇による競争力低下などがあると考えられる。こうした構造的要因の解消は短期間では難しく、経常赤字/GDP 比は財政健全化に伴って縮小はするものの、高い水準で推移すると JCR はみている。

近年は、経常赤字の大半（21～23 年平均：68%）が、直接投資および EU 基金を中心とする資本移転等収支によりファイナンスされてきた。これらは対外債務の増加につながらず、対外ファイナンスの資金源としては安定性の高いものである。ただ、経常赤字が拡大する中で、対外ファイナンスの構造は足元でやや変化している。24 年は国外からの直接投資と EU 基金の流入額が減少し、経常赤字に対する直接投資および資本移転等収支の比率は 32%へ低下した。対外ファイナンスは今後中期的にも EU 基金からの資金流入が下支えする構造が続くと想定されるが、証券投資などへの依存度が増せば、その安定性は外国人投資家の心理変化に影響を受けやすくなる。

24 年末の対外債務/GDP 比は 57.9%、IIP ベースの純対外負債残高/GDP 比は 42.5%と、いずれも 23 年末の 56.5%、41.2%から上昇した。ただ、5 年程度の期間で見ると、対外債務ポジションは大きく悪化していない。また、純対外負債残高の大半が直接投資で占められており、直接投資を除くと純対外負債残高/GDP 比は 9.1%（24 年末）にとどまっている。24 年末の外貨準備高は 23 年末の 598 億ユーロから 621 億ユーロへと増加

し、外貨準備高による短期対外債務と月間輸入のカバー率はそれぞれ 1.3 倍、5.1 倍を確保している。

▼財政基盤

24 年の一般政府財政赤字（EU 基準、発生主義ベース）は、23 年の GDP 比 6.6%から 9.3%へと大幅に拡大した。現金主義ベースの財政統計をみると、23 年 9 月に決定された健全化策の効果もあって、歳入は前年から 10%増加している。しかし、給与支出や社会保障費用、資本支出を中心に歳出が前年比で 19%増加し、歳入/GDP 比は 3pp 近く上昇した。社会保障費用については、年金がインデクセーションによる増加分に加えて年金改革の一環で行われた再計算に伴う増加もあり、そのコストが相応に大きかった。

ルーマニアは 16 年頃からコロナ禍前の時期にかけて、大規模な減税措置を導入するとともに、公務員給与や年金の引き上げを相次いで実施してきた。この結果、財政赤字/GDP 比は 19 年時点で 4.3%と EU 基準値の 3%を上回り、EU 内でも財政赤字の大きさが目立つ状況であった。政府は 23 年に GDP 比 1%規模の緊縮策を導入するなど財政赤字の抑制を図ってきたが、経済成長の下振れや歳出の予算超過で財政赤字目標は近年繰り返し修正されており、コロナ後の財政健全化は計画通りに進んでいない。特に 24 年の財政赤字の上振れは、JCR の想定を大きく上回るものとなった。

EDP の定めるところに従って、25 年には財政健全化に向けた取り組みが本格化するとみられる。実際に、政府は政権発足直後に緊急令で緊縮策を決定するなど、財政健全化へのコミットメントを明確にしている。緊縮策は公務員の給与水準や年金のインデクセーションの凍結、政府部門の新規採用停止など歳出の伸び抑制を主眼としており、歳入面の施策を含めて GDP 比 2%規模となっている。この一部は年金再計算の影響で相殺されるため、25 年の財政赤字/GDP 比は政府計画では 7%となっている。EU の新財政ルールでは調整期間を最長 7 年まで延長することが認められており、ルーマニアは財政赤字/GDP 比を 3%以下とする目標時期を 31 年に後ろ倒ししている。追加の是正措置がなければ、財政赤字は中期的に高水準で推移する見通しである。

政府は RRP の下で大規模な税制改革の実施にコミットし、徴税強化や税法遵守向上に向けた税務行政の改革にも取り組んでいる。年金改革や公務員の給与改革も進めていく方針で、予測不能な支出増加につながっ

てきた要因に対処していく意向とみられる。こういった改革が実現すれば、財政赤字の縮小ペースが加速する可能性があるほか、より長期的に財政の持続可能性を高めることにもつながる。しかし、分極化した政治環境下で政策の舵取りは難しさを増しており、改革や赤字削減策の実施が政府の計画通りに進まないリスクが高まっていると JCR は考えている。

24 年末の政府債務/GDP 比は 23 年末の 48.9%から 54.8%へと上昇した。この水準自体は JCR が格付けする BBB レンジの国の平均に比べるとまだ幾分抑えられており、EU 内でみても相対的に低い。ただ、24 年は大幅な財政赤字の計上と名目 GDP の伸びが鈍化したことにより、政府債務/GDP 比の上昇幅は近年のトレンドと比べると大きくなっている。同比率は中期的にも上昇が続き、数年内には EU 基準値の 60%を超える可能性がある。利払い費/歳入比は 20～22 年の 4%台から 24 年の 6.4%へと上昇した。債務残高や金利費用の増加に伴い債務負担は今後さらに増していき、財政余力や政府の債務返済能力にネガティブな影響が及ぶと JCR はみている。

▼総合判断

格付は、比較的発展した経済基盤、相対的に低い政府債務水準、EU 加盟国として享受している多様な恩恵を主に評価している。一方、恒常的な経常赤字と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。格付の見通しはネガティブである。24 年は経済が減速する中で選挙対策として追加の施策が実施され、財政赤字が JCR の想定を大きく上回った。これに伴って、中期的な財政見通しも悪化している。経常赤字も高水準で推移しており、対外ファイナンスは足元で債務増加につながらない資金フローの比率が低下している。議会の分極化や連立政権の崩壊で政治の不透明感が増しており、政策推進に悪影響が及ぶ可能性がある。JCR では EDP や RRP を軸とした政策運営が行われていくとみており、財政健全化策の実施状況とその効果を注視していく。

(担当) 増田 篤・佐伯 春奈

12034 ルーマニア

●主要経済財政指標

		2020	2021	2022	2023	2024
名目 GDP	十億ユーロ	221	242	282	324	354
人口（1月時点）	百万人	19.2	19.0	19.1	19.1	19.0
一人当り GDP（購買力平価）	米ドル	34,161	37,450	41,923	45,520	47,180
実質 GDP 成長率	%	-3.7	5.5	4.0	2.4	0.8
消費者物価上昇率（HICP）	%	2.6	5.0	13.8	10.4	5.6
失業率（年平均）	%	6.1	5.6	5.6	5.6	5.3
一般政府歳入/GDP	%	32.3	32.6	34.3	34.0	34.1
一般政府歳出/GDP	%	41.5	39.8	40.7	40.6	43.5
一般政府財政収支/GDP	%	-9.2	-7.1	-6.4	-6.6	-9.3
一般政府債務/GDP	%	46.6	48.3	47.9	48.9	54.8
経常収支/GDP	%	-5.1	-7.2	-9.5	-6.6	-8.4
対外債務/GDP	%	57.4	58.9	54.6	56.5	57.9
対外債務/財・サ輸出	%	155.9	145.3	125.9	145.2	162.7
外貨準備高/月間輸入	倍	4.9	4.3	4.0	5.1	5.1
外貨準備高/短期対外債務	倍	1.1	1.0	1.0	1.3	1.3

* 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) 国家統計局、財務省、ルーマニア国立銀行、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	BBB	ネガティブ	-	-	-	-	-	2025.03.28
自国通貨建長期発行体格付	BBB+	ネガティブ	-	-	-	-	-	2025.03.28
第1回円貨債券(2024)(グリーンボンド)	BBB	-	22,000	JPY	2.1	2024.10.11	2027.10.08	2025.03.28
第2回円貨債券(2024)(グリーンボンド)	BBB	-	3,600	JPY	2.63	2024.10.11	2029.10.11	2025.03.28
第3回円貨債券(2024)(グリーンボンド)	BBB	-	7,400	JPY	3.14	2024.10.11	2031.10.10	2025.03.28

●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
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
2025.03.28	BBB	ネガティブ	ルーマニア

*「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、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、改変等することは禁じられています。