

12034

ルーマニア

チーフアナリスト 内藤 寿彦
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

ルーマニアは人口約2,000万を擁し、16年の名目GDPが1,696億ユーロと中東欧ではポーランド、チェコに次ぐ経済規模を有する。89年の体制移行後から民主化・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。08年にかけて個人消費や投資のけん引により高い経済成長を実現した一方で、経常・財政赤字や対外債務が増加し、08年の国際金融危機による余波を受けてIMFやEUからの金融支援を余儀なくされた。その後は金融支援の条件となった緊縮財政や経済、財政、金融システムの構造改革が進められ、経常・財政赤字が大幅に縮小するとともに経済も回復した。近年は社会民主党政権によって減税や最低賃金・公務員給与の引き上げが実施されており、個人消費のけん引により経済成長が加速している。

2. 政治社会情勢・経済政策

体制移行後の90年から自由選挙が行われ、複数政党、政権交代など議会制民主主義制度が機能している。EU加盟の過程では政治、経済、財政制度の改革が行われ、EU基準に適合した法制度が整備されてきた。EU加盟後も欧州委員会によるモニタリングのもとで司法改革や汚職撲滅に向けた取り組みが継続されており、世界銀行のガバナンス指標は着実に向上している。

12年12月の総選挙で社会民主党（SDP）を中心とする連立政権が発足した。しかし、当時のポンタ首相をはじめとする政府高官の汚職問題が取り沙汰される中、同政権は任期前の15年11月に辞任に追い込

まれた。その後はテクノクラートによる暫定政権となったが、16年12月に実施された総選挙ではSDPが45%超の得票率を獲得して再び圧勝し、17年1月にSDPと自由民主主義同盟（ALDE）による新連立政権が発足した。当初首相に就任したグリーンデアヌ氏は6月に退陣しており、現在はトゥドセ首相が政権を率いている。SDPの勝因は選挙公約として減税や最低賃金の引き上げなどを掲げていたこととみられるが、汚職問題に憂慮している層を中心に投票率自体が低かったことなどを踏まえると、同党が幅広く支持を得た状況ではないと思われる。近年は汚職に対する国民の不満が高まっており、17年2月にも政府が一部の汚職行為を免罪とするための刑法改正を成立させたことに対して大規模な抗議デモが発生している（デモを受けて法改正は撤回）。連立与党は上下両院で過半数議席を確保しているものの、支持基盤が安定しておらず、20年の次期選挙まで政権を維持していけるか注意深く見ていく必要がある。

ポンタ前政権時の15年半ば頃にそれまでの緊縮財政路線が緩和され、財政赤字をEUが上限とするGDP比3%以内に維持しつつ、大規模な減税策（GDP比4%程度）や公務員給与の引き上げなどが打ち出されてきた。経済面では12年のSDP政権発足以来、最低賃金が数次にわたり引き上げられている。新政権はこうした政策の方向性を踏襲しており、財政面ではすでに追加の減税策や公務員給与の引き上げ、社会保障の拡充策を実施したほか、新たな減税なども計画している模様である。政策要項において、最低賃金を20年にかけて段階的に引き上げていくことも示されている。

3. 経済基盤・経済動向

EU加盟前より西欧諸国などからの直接投資が累積し、経済成長の基盤が形成されてきた。特に自動車産業をはじめとする製造業への直接投資流入が生産能力の増強や生産性向上をもたらし、輸出拡大につながっている。また、銀行部門の外資受け入れにより地場大手銀行の多くがユーロ圏の大手銀行傘下に入り、金融の深化が図られてきた（銀行システムにおける外資傘下銀行のシェアは総資産ベースで9割）。ルーマニアは04年以降の新EU加盟国の中でも高い成長率を達成しており、16年の一人当たりGDP（購買力平価）は約2.4万米ドルとJCRが格付しているBBBレンジのソブリン諸国の中では高い水準となっている。16年末には対内直接投資残高/GDP比が40%を超え、輸出/GDP比も65%まで上昇している。対内直接投資残高の約9割がEU加盟国から、輸出の7割以上がEU加盟国向けであるなど、経済はEUとの一体性が強い。また、EUでは発展途上にある国や地域に対して公共インフラや社会資本の整備、地域開発に向けた補助金が支給されている。ルーマニアは07-13年間にGDP比約15%程度の補助金を受け取っており、公共投資などに活用されてきた。14-20年期も同規模の補助金が割り当てられている。

経済は14年以降、個人消費を中心とした比較的高い成長となっている。個人消費は労働市場の改善や低インフレに加えて最低賃金の引き上げや減税・公務員給与の引き上げといった政策の影響もあり伸びが加速している。16年の実質GDP成長率は個人消費の拡大により15年の3.9%から4.8%へ高まった。投資はEU補助金の流入減による公共投資の落ち込みから前年比で縮小した。17年に入ってから個人消費の拡大基調は続いており、1-6月の実質GDP成長率（前年比）は5.8%まで上昇している。経済・財政政策の大幅な変更がない限り、17年、18年とも内需の主導で4~5%の成長を達成できるとみられる。個人消費が引き続き成長をけん引する見通しであるが、投資も信用収縮の緩和、対内直接投資や14-20年期のEU補助金の流入などから回復が見込まれる。輸出はEU経済の成長などを背景に堅調を維持する見通しである。

消費者物価上昇率（HICP）は付加価値税率の引き下げや世界的な原油安の影響により15年、16年とマイナスとなった。17年初からは15~16年に実施された減税の影響が剥落したことでプラスに転じているが、新たな減税策の影響により0%台にとどまっている。コアインフレ（食品、燃料、たばこ、アル

コールを除く）も17年8月は前年比0.3%と抑制されている。内需拡大により需給ギャップは解消しているため、物価上昇率は減税の影響剥落に伴い中銀の目標値（2.5%±1pp）に向かって上昇していくとみられる。

4. 金融システム

08年の国際金融危機以降悪化した金融システムは、当局が講じてきた措置が奏功し改善傾向にある。国際金融危機前は銀行が親銀行からの借入など国外から調達した資金をもとに企業や家計への貸出を拡大したが、その大半がユーロなどの外貨建てであった。このため、国際金融危機後には景気悪化の影響に加えて通貨の下落による外貨建て借入の返済負担増大も企業等の財務を圧迫し、不良債権の急増を招くこととなった。銀行部門の不良債権比率は09年の7%台から14年には20%超まで上昇し、利益も不良債権処理費用の増加により10年から14年まで（13年を除く）赤字を計上している。こうした状況に対応すべく中銀の主導で14年に償却や売却に関するルールが改定され、銀行による不良債権処理が大きく前進した。不良債権比率は17年6月末時点で8.3%と水準自体はまだ高いが、着実に低下傾向をたどっている。銀行の利益も15年以降黒字に転じている。また、13年8月から「First Home Program」（初めての住宅購入時のローン借入について、政府保証や金利優遇などを提供する制度）の対象がレイ建に限定されるなど、外貨建て貸出の抑制に向けた措置も取られてきた。貸出残高に占める外貨建ての比率は12年の6割超から17年7月には4割弱まで低下しており、これまでに比べ銀行や企業・家計の為替リスクが低減している。民間向け貸出残高はGDP比で縮小を続けているが、前年比ではレイ建貸出の伸びにより増加に転じている。銀行の資金調達も親銀行からの借入などの対外負債から国内預金にシフトしており、より安定した構造となっている。

5. 対外ポジション

対外ポジションは国際金融危機前に比べ大きく改善している。07年にGDP比15.9%に達した経常赤字は14年には同0.7%まで縮小した。経常赤字は内需の伸びに伴う輸入の増加から15年以降再び増加しているものの、16年でもGDP比2.4%と水準自体は抑えられている。自動車などの工業製品ならびに貿易に関連する委託加工サービスや輸送サービスの輸出が拡大傾向にあり、経常赤字の抑制に寄与してい

る。

対外ファイナンスも問題ない状況にある。ここ数年は経常赤字の全額が直接投資純流入額とEU補助金の受け取りによる資本移転等収支の黒字によって安定的にカバーされている。国際金融危機以前に経常赤字を主にファイナンスしていた銀行借入等その他投資は流出超の傾向が続いているが、これは銀行の資金調達の構造的な変化を反映したものと考えられる。IMFやEUへの融資返済も支障なく進められてきた（IMFへの返済は16年に終了）。外貨準備高は320億ユーロ程度で安定的に推移しており、16年末の外貨準備高/短期対外債務は1.5倍を確保している。対外債務は銀行部門や公的部門での減少によりGDPや財・サ輸出比で縮小傾向にある。16年末の対外債務/GDP比は55%、対外債務/財・サ輸出比は133%と、いずれもピーク時の75%（12年末）、253%（09年末）から大きく低下した。

6. 財政基盤

10年以降、財政健全化が大きく進んでいる。一般政府財政赤字（ESA2010）は09年のGDP比9.5%から15年には同0.8%まで縮小した。赤字削減には、付加価値税の引き上げや公務員数及び給与の削減といった緊縮財政政策や財政責任法の導入などの構造改革が寄与してきた。しかし、16年には付加価値税率の引き下げの影響により歳入が大きく落ち込み、財政赤字はGDP比3%まで拡大した。付加価値税は15年6月に食品類にかかる税率が24%から9%へ、16年からは標準税率が24%から20%へ引き下げられている。一方、16年末の一般政府債務/GDP比（ESA2010）は37.6%と15年末の38%から若干低下し、JCRが格付しているBBBレンジのソブリンの中でも低い水準にとどまっている。

政府は中期的にも財政赤字をGDP比3%以内に抑制していく計画を示している。17年の財政赤字目標は前年から横ばいの同2.99%となっている。しかし、17年には追加の減税策や公務員給与の引き上げ、社会保障給付の拡充策が実施されているため、対策が講じられなければ赤字はGDP比3%を上回る公算が大きい。1-7月の財政赤字（現金主義会計）は51億レイ（GDP比0.6%）と、前年同期の17億レイ（同0.2%）から増加している。17年6月には公務員の給与体系を改定するための「Unified Wage Law」が議会で可決されており、給与は18年以降さらに引き上げられることになる。こうしたことから18年もGDP比3~4%の財政赤字が継続する可能性があるが、政府債務の水準が低いいためこの程度の財政

赤字であれば許容する余地はある。欧州委員会は構造的財政赤字が中期目標のGDP比1%を大幅に上回っているとして、17年5月に警告を発している。是正措置が講じられなければ過剰財政赤字是正手続きが発動される可能性もある。政府は赤字抑制策の一つとして脱税対策などを通じた徴税強化に取り組む方針（ルーマニアは税法遵守の向上や脱税防止による税収の改善余地がEU内でも大きい）とし、財政赤字の抑制にコミットしている。

7. 総合判断・格付の見通し

格付は、堅調な経済成長の見通し、対外ポジションの改善、低水準の政府債務などを評価している。他方、改善途上にある金融システムなどが格付の制約要因となっている。格付の見通しは安定的。16年12月の総選挙を受けて、社会民主党と自由民主同盟による連立政権が発足した。新政権は財政赤字をEUが上限とする3%以内に維持する目標を堅持しつつ、選挙公約となっていた減税や最低賃金、公務員給与、年金の引き上げ策を実施している。前政権時に決定された減税策も17年から発効しているため、対策が講じられなければ17年、18年には財政赤字が3%を超える見通しである。しかし、一般政府債務/GDP比（ESA2010）は40%以下と低水準にとどまっており、一定の財政赤字を許容する余地はあると考えている。

JCR

12034 ルーマニア

●主要経済財政指標

		2012	2013	2014	2015	2016
名目GDP	10億ユーロ	134	144	150	160	169
人口	百万人	20.2	20.1	20.0	19.9	19.8
一人当り実質GDP(購買力平価)	米ドル	19,135	20,128	21,100	22,414	23,970
実質GDP成長率	%	0.6	3.5	3.1	3.9	4.8
消費者物価上昇率	%	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5
失業率	%	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1
一般政府歳入/GDP	%	33.6	33.3	33.5	35.0	31.7
一般政府歳出/GDP	%	37.2	35.4	34.9	35.8	34.7
一般政府財政収支/GDP	%	-3.7	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
一般政府債務/GDP	%	37.3	37.8	39.4	38.0	37.6
経常収支/GDP	%	-4.8	-1.1	-0.7	-1.2	-2.4
対外債務/GDP	%	74.6	68.0	63.0	56.5	54.6
対外債務/財・サ輸出	%	200.2	171.1	153.0	137.6	132.7
外貨準備高/月間輸入	倍	6.6	6.7	6.2	5.8	5.5
外貨準備高/短期対外債務	倍	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5

(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

(単位: 百万円、%)

対 象	格付	見通し*	発行額	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	-	-	-	-	2017.03.27
自国通貨建長期発行体格付	BBB+	安定的	-	-	-	-	2017.03.27

●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

*「見通し」は、外貨建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、改変等を行うことは禁じられています。