

MURC Focus

ルーマニアの通貨急落リスクを考える

～変動相場移行後に財政・金融引き締めを強化できるか～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- ルーマニアは通貨レウの対ユーロレートを2021年中頃より実質的に固定しているが、為替レートは経済のファンダメンタルズに比べて割高と判断されるため、近いうちに変動相場制度へ移行する可能性が高い。
- 変動相場制度への移行後に下落が予想されるレウ相場を安定させるためには、財政と金融の両面から引き締めを強化する必要があるが、それを年末に発足したばかりの新政権が実行できるかは不透明である。
- とはいえファンダメンタルズを改善させない限り、レウ相場は安定しない。民意に配慮しつつ、新政権が引き締め策に踏み込めるかどうか、レウ相場の安定のカギを握るだろう。

1. 実質ペッグの下で割高に評価されているルーマニアの通貨

ルーマニア国立銀行(中央銀行)は、通貨レウ(複数形はレイ)の対ユーロレートを2021年中頃より1ユーロ＝4.9レイ台で実質的に固定している(図表1)。通貨安に歯止めをかけ、輸入インフレ圧力を緩和することがこの「実質ペッグ」の目的だと判断される。一方で、レウの実質為替レート(対ユーロ)は、ルーマニアのインフレ率がユーロ圏よりも高いことから、実質ペッグがスタートして以降、おおよそ一割増価している(図表2)。

ゆえに、レウの実質為替レートは、ルーマニア経済の基礎的条件(ファンダメンタルズ)に比べて割高と判断される。外貨準備が潤沢でない中ではファンダメンタルズから乖離した実質為替レートを維持できないため、国立銀行は近いうちに実質ペッグを見直し、変動相場制度へ移行する可能性が高い。その際、ルーマニアが財政・金融引き締めを強化してファンダメンタルズの改善を図らなければ、レウ相場は大きく下落すると懸念される。

図表1. ルーマニアレウの対ユーロ相場



(出所)ルーマニア国立銀行(NBR)

図表2. レウの対ユーロ実質為替レート



(注)内外価格差は消費者物価ベース
(出所)NBR、欧州中央銀行(ECB)

2. 膨張したままの経常収支赤字

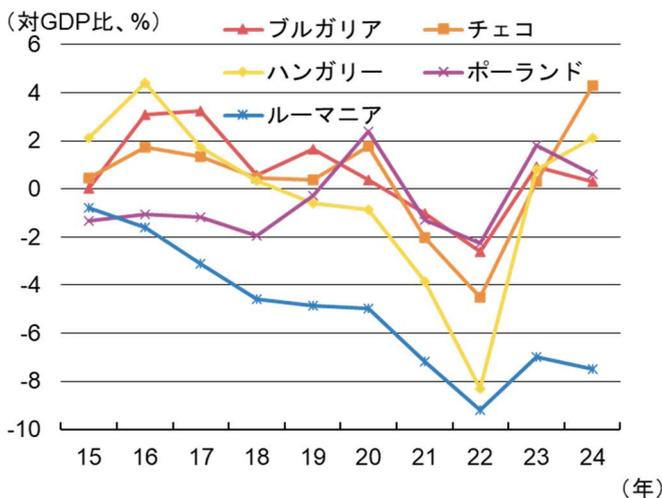
ルーマニア経済のファンダメンタルズは、欧州連合(EU)の加盟国の中でユーロを導入していない中東欧5カ国(ブルガリア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア)の中でも、悪化が顕著である。一例として、2015年から24年までの10年間における中東欧5カ国の経常収支の動きを比較すると、ルーマニアの赤字は突出しており、改善も遅れていることが分かる(図表3)。

中東欧を含めたEU加盟国の経常収支は、コロナショック後の急速な景気回復を受けた2021年と、ロシアショックに伴うエネルギー高を受けた22年に悪化したが、その影響が一巡した23年には改善した。しかしルーマニアでは経常収支が改善せず、24年には赤字がむしろ拡大している。割高な為替レートの下で貿易収支とサービス収支が悪化していることが、深刻な経常収支赤字につながっている(図表4)。

また経常収支は政府収支(財政収支)と民間収支の総和であるため、政府が巨額の財政赤字を抱えていることも、深刻な経常収支赤字につながっている。EU統計局(ユーロスタット)によると、ルーマニアの財政赤字はコロナショックを受けた2020年に名目GDPの9.2%まで悪化したが、その後は削減が進まず、24年も8.5%(政府が年末に示した見込み値)と引き続き高水準である。

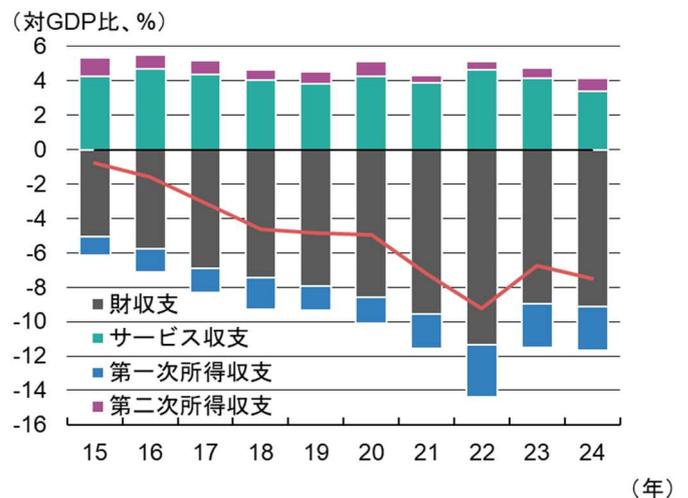
こうしたルーマニアの財政赤字をEUは問題視しており、執行部局である欧州委員会は、いわゆる安定・成長協定(SGP)に基づき、財政赤字を名目GDPの3%以内に抑制するための具体的な行動計画の策定をルーマニア政府に要求している。しかしながら、ルーマニア政府は行動計画を提示しておらず、12月末に発足した親EUの新政権(後述)も、25年の財政赤字を7%に圧縮する計画を閣議決定した程度に過ぎない。

図表3. 中東欧5カ国の経常収支の動向



(注)24年は見込み値
(出所)ユーロスタット

図表4. ルーマニアの経常収支の内訳



(注)24年は1~9月期の水準で代用
(出所)NBR

3. 長期化した高インフレ

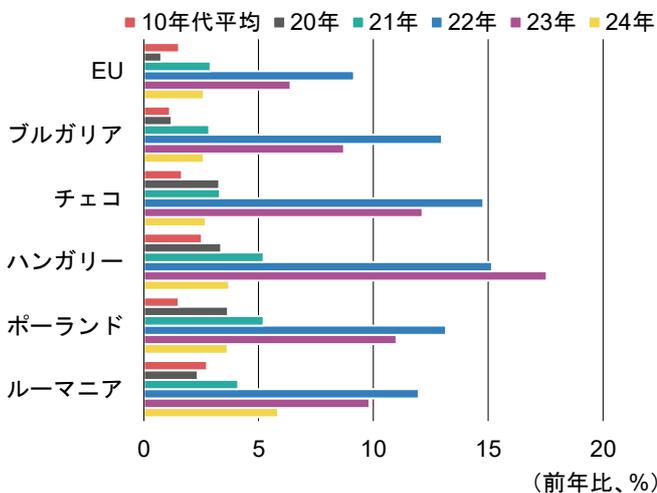
またファンダメンタルズの悪化のもう一つの例として、高インフレがある。もともとルーマニア経済は、その経常収支の赤字体質が物語るように、構造的な超過需要(=過少供給)を抱えている。そのため、2010年代のルーマニアの消費者物価上昇率は年平均 2.8%と、EU 平均(1.5%)のほぼ倍の高水準であり、他の中東欧諸国に比べても高かった(図表 5)。

その後、コロナショック後の急速な景気回復とロシアショックによるエネルギー価格急騰を受けて、ルーマニアの消費者物価は他の EU 加盟国と同様に急上昇した。2023 年以降、中東欧を含む各国のインフレは徐々に収束に向かったが、一方でルーマニアの 24 年の消費者物価は 5.9%も上昇しており、次点のハンガリーとポーランド(3.7%)に比べても高く、最も良好なブルガリア(2.6%)のほぼ倍の伸び率となっている。

こうしたルーマニアの高インフレは、基本的に、同国の構造的な超過需要を反映した現象である。加えて、ルーマニア国立銀によるハト派的な金融政策運営も、高インフレの長期化を促したと考えられる。コロナショック後の高インフレを受けて、国立銀は 2021 年から段階的に利上げを進めてきたが、政策金利の水準はインフレ率との見合いでは低いままで、実質金利は 22 年から 23 年にかけて大幅なマイナス状態だった(図表 6)。

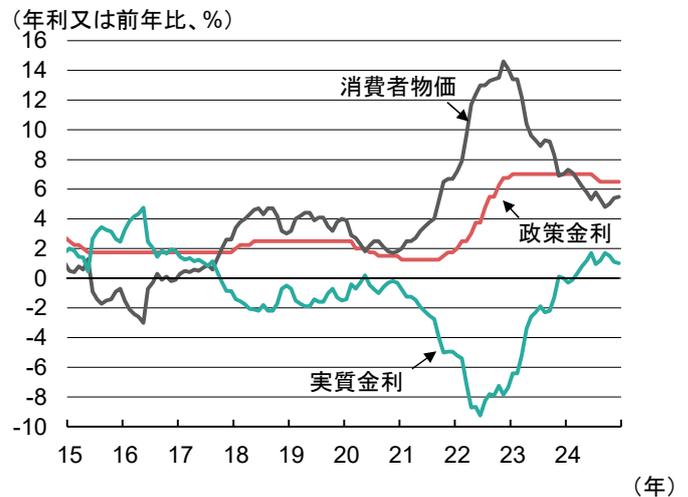
つまり、国立銀の金融政策運営は実際のところ緩和的だった。そしてこのことが、金融政策面からルーマニアの高インフレの長期化を促したのだと評価される。代わりに国立銀は、為替レートの実質ペッグによって輸入インフレの抑制を図ったようだが、割高なレートと大幅なマイナス実質金利のために国内需要が抑制されず、かえって高インフレが長期化する事態につながったと整理される。

図表5. 中東欧5カ国の消費者物価



(注)24年は見込み値
(出所)ユーロスタット

図表6. ルーマニアの金利と物価



(出所)NBR、ルーマニア統計局

4. 変動相場移行後に財政・金融引き締めを強化できるか

ここでルーマニアの外貨準備の状況を確認したい(図表 7)。国立銀が為替レートの実質ペッグに踏み切った 2021 年中頃以降、ルーマニアの外貨準備は急速に減少し、22 年半ばには輸入の 4 カ月分を割り込んだ。国立銀が実質ペッグを維持するためレウ買いユーロ売り介入を行った結果、外貨準備は急減したと考えられる。

その後、外貨準備は回復しているが、この動きには、EU 復興基金(コロナショック後の景気回復を促すための基金)からの資金配分が反映されている可能性がある。ゆえに、回復した外貨準備のうちどの程度を、実質ペッグ継続のための為替介入の「実弾」として用いることができるかは不明である。外貨準備が乏しい中では、ファンダメンタルズから乖離した実質為替レートを維持することは困難なため、近いうちに国立銀は実質ペッグを見直し、変動相場制度に移行する可能性が高い。

変動相場制度に移行した場合、レウの為替レートはファンダメンタルズに応じて評価される。そのため、経常収支赤字や財政収支赤字の大きさ、物価上昇率の高さなどに鑑みれば、レウ相場は現状より大きく下落すると予想される。レウ相場を安定させるためには、財政と金融の両面から引き締めを強化し、ファンダメンタルズの改善を図る必要がある。とりわけ財政面からの引き締めは急務であるため、年末に発足した新政権(イオン=マルチェル・チョラク首相)の対応に注目が集まる。

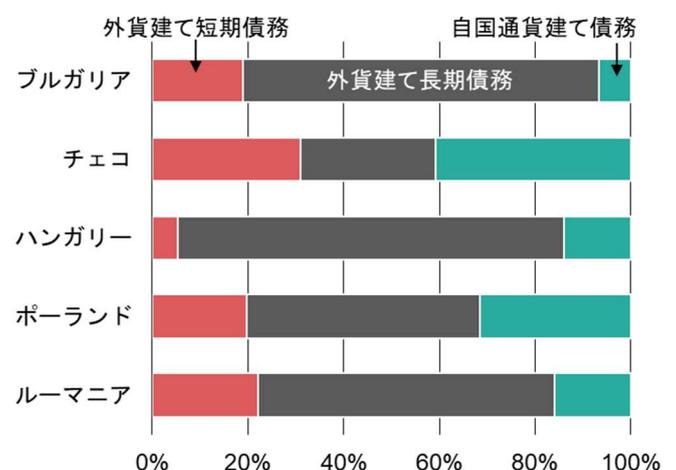
ルーマニアでは、昨年 11 月の大統領選の第一回投票で反 EU の候補(カリン・ジョルジュスク氏)が首位に立ち、また 12 月に実施された総選挙では反 EU の右派政党が躍進するなど、政情不安が高まっている。年末に発足した新政権は親 EU の立場だが、民意の離反を招いた場合は政権が崩壊するリスクを持つため、財政引き締め策に対してデリケートにならざるを得ない状況にある。

図表7. ルーマニアの外貨準備(対輸入月比)



(注) 金を除く外貨建て資産
(出所) 国際通貨基金(IMF)

図表8. 対外債務の通貨別・期間別構成比率



(注) 2024年6月時点
(出所) 世銀

実際、政権が崩壊するなど政情不安がさらに高まれば、政治リスクの増大を嫌気した資本逃避が発生してレウ相場が急落する展開が予想される。ルーマニアの対外債務の内訳を確認すると、いわゆる短期資本に相当する外貨建て短期債務が占める割合は、2024年6月時点で22.1%と、中東欧5カ国の中ではそれほど高いわけではなく、ポーランド(19.7%)やブルガリア(19.0%)を上回る程度である(図表8)。

しかし両国の場合、ルーマニアに比べるとファンダメンタルズは良好であるし、マクロ経済運営も健全なため、資本逃避が生じたとしても、ある程度の耐性がある。対してルーマニアの場合、ファンダメンタルズが悪化しているだけに、資本逃避への耐性は弱い。そのため、政治リスクの増大を嫌気した資本逃避が発生した場合、レウ相場が急落する危険性は高い。

とはいえ、チョラク新政権が政情安定の観点から財政引き締めを回避し続ければ、ファンダメンタルズの改善は図られないため、レウ相場は安定しない。民意に配慮しつつ、チョラク新政権が財政引き締め策に踏み込めるかどうか、ルーマニアのファンダメンタルズの改善とともに、レウ相場の安定のカギを握るだろう。また国立銀も、金融引き締めを通じてファンダメンタルズの改善に貢献することが望まれる。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。