

12061

## ポーランド共和国

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

A

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

中東欧諸国最大の国で、18年の名目GDPは5,800億米ドル、人口は3,800万人を超える。体制移行後の急進的な経済改革により90年代初頭に経済危機に直面した。しかし、その後は経済財政改革、EUからの外国資本流入、さらにはEU基金からの補助金の活用により、経済構造の転換を図ってきた。99年にはNATO加盟、04年にはEU加盟を果たした。世界的な金融危機および欧州ソブリン債務危機ではEU経済が低迷する中でも経済は一貫して成長を続けてきた。15年10月の総選挙により保守「法と正義」政権に交代となったが、同政権は安定した政治基盤を背景にEUおよび国内の財政ルールを遵守するとともに包括的な経済成長を推進している。

## 2. 政治社会情勢・経済政策

91年から自由選挙が実施されており、複数政党、政権交代など議会制民主主義制度が定着している。EU加盟交渉の過程では政治、経済、財政制度の改革が行われたことからEU指令に適合した制度が構築され、安定した政治社会を築いている。15年5月、10月に大統領選挙、総選挙が実施され、いずれも当時最大野党の「法と正義」が勝利した。上下院で単独過半数を獲得し、8年振りの政権交代となった。現首相は、マテウシュモラヴィエツキ前副首相兼財務相。18年10月には地方選挙が実施されたが、「法と正義」が再び勝利し、現状でも高い支持率を得ていることから、19年秋に予定されている総選挙でも再選が濃厚である。

同党は反共産主義で労組「連帯」の流れをくむ

カトリック系保守政党で、党首は政界の実力者であるヤロスワフ・カチンスキ氏。福祉の充実や国家による経済への介入を重視している。外交ではEUや対米関係強化を目指しているが、ユーロ導入には慎重姿勢である。政権発足後、政府は論争となった憲法裁判所や公共放送局にかかる法律の改正を実施した。欧州委員会は、憲法裁判所の法改正に関し「法の支配」に問題があるとして、16年7月から適切な対策を採るよう勧告してきた。17年12月に欧州委員会はEU基本条約第7条を発動した。これにより、最も重い制裁としてはEUにおける議決権の停止がある。しかし、制裁発動には全会一致が必要となることから、ハンガリーが既に反対しているため、実際には難しいとみられる。EU加盟過程で既に高度な政治、社会、経済制度を導入しており、この問題がEU基金割当額の大幅な減額などに至らなければ影響は限定的とみている。

経済財政政策では、財政赤字GDP比3%以内を遵守し、包括的な経済成長を進めることを優先課題としている。政府はこれまでに社会保障給付増や家計負担軽減策を導入し、労働市場の活性化を図ってきた。また、財政では税制遵守強化策や歳出ルール遵守などにより財政赤字の抑制に努めている。

## 3. 経済基盤

18年の一人当たりGDP（購買力平価）は3.0万米ドルに到達するなど発展しており、JCRが格付けするAレンジのソブリンの平均をやや上回っている。産業構造は鉄鋼業、自動車や電気製品などの製造業、卸小売業に加え、近年では物流ハブやアウトソーシングなど多様化している。90年代半ばから欧州

諸国を中心に外国資本が流入し、貿易や金融を通じてこれらの国々との経済関係を深めてきた。18年末の外国からの直接投資残高（IIP）はGDP比で5割近い状況にある。輸出相手国もEU全体で8割、ドイツだけでも3割近く占めるなどEUのサプライチェーンに組み込まれている。また、EU加盟により、EU基金から多額の補助金を受領しており、この資金を活用して社会資本の整備を進めている。EU基金の配分額は、07年から13年が650億ユーロ（07年名目GDP比21%）、14年から20年には760億ユーロ（14年名目GDP比18%）を超える。

人口は90年代後半から減少に転じている中、経済の拡大から労働者不足が問題となっている。現在、100万人以上（労働力人口の6%程度）のウクライナ人が外国人労働者として流入しているとみられ、労働者不足の緩和に寄与している。国内消費電力は自国で産出された石炭発電が中心であるが、再生可能エネルギーや原発により発電源の分散を図る計画である。その他の石油、天然ガスは殆どをロシアからの輸入に依存している。

#### 4. 経済動向

安定した内需により一貫して成長を続けており、過去3年の年平均成長率は4%を超える。18年の経済成長率は賃金雇用増による個人消費やEU基金からの資金流入増による投資拡大から5.1%（速報値）と17年の4.8%から加速した。失業率が18年は4%を下回り過去最低を更新するなど労働者不足となっているが、当面は雇用率の上昇や国外労働者の流入により対応可能とみている。賃金が上昇しているものの、生産性の改善によって物価上昇はある程度抑えられている。19、20年経済は内需が底堅いものの、主要貿易相手である欧州諸国の経済減速や供給力の制約などから3%台後半まで減速するとみている。

#### 5. 金融システム

金融システムは引き続き安定した状況にある。国内最大手銀行であるPKO銀行を除いた銀行の殆どが90年代の民営化過程で欧州大手銀行の傘下に入った。17年6月には国内大手生保PZUと政府系ポーランド開発基金（Poland Development Fund）がイタリアのユニクレディット銀行傘下の国内第二位のペカオ銀行を買収する大規模な再編があった。18年末の銀行の民間向け貸出残高はGDP比6割とまだ高くないが、近年は名目GDP成長率並みの伸びを示している。

銀行は18年も引き続き安定した利益を計上している。不良債権比率が緩やかに低下する中、資本基盤が強化されている。18年末の不良債権比率は7%以下する一方、自己資本比率も19%以上を維持している。

アンジェイドゥダ大統領が15年の選挙公約の一つとして打ち出したスイスフラン建住宅貸出債権を市場の為替相場と異なるレートでズロチに転換する政策は、金融システムへの甚大な影響を考慮し、大幅に修正されている。現状の案は銀行の年間手数料によって設立された特別基金を利用して自発的に転換を促すものである。法案は数ヶ月以内に議会で承認される予定であるが、銀行は負担を十分に吸収可能である。また、18年末のスイスフラン建住宅貸出残高は貸出全体の1割以下にとどまっているほか、資産の質もズロチ建の貸出債権に比べて借り手の財政性状態が全般的に良好であることから健全に維持されている。選挙対策としての色彩が強く、実際に導入されても転換を希望する債務者は少数とみられる。

#### 6. 対外ポジション

18年の経常収支は僅かな赤字となったが、これを上回るEU基金からの資金流入により対外流動性がさらに改善している。18年の経常収支は17年のGDP比0.2%の黒字から同0.7%の小幅な赤字となった。貿易収支は内需拡大による財輸入増から小幅な赤字となる中、構造的に拡大しているサービス収支黒字が一次所得収支の赤字をほぼ相殺する格好となっている。近年、輸送やビジネスサービスなどのサービス輸出の増加が顕著である。一次所得収支は国内企業を保有する国外企業への利益の支払いにより、恒常的な赤字となっている。EU基金からの18年のネット資金流入はGDP比2%まで回復している。

18年末のIIPベースの純対外負債残高、対外債務残高のGDP比はそれぞれ55%、63%となったがいずれもAレンジのソブリンの中では未だ大きい。対外債務残高の構成は政府部門が40%、民間部門が60%。民間部門はより安定した調達である企業間信用が4割以上を占める。18年末の外貨準備高は930億ユーロを超え、月間輸入（財・サ）の4.5倍、短期対外債務（企業間債務除く）の2.2倍を確保している。

#### 7. 財政基盤

15年6月にEUの過剰財政赤字是正手続きが09年以降初めて解除され、財政赤字は15年からGDP比で3%以内を維持している。18年の一般政府財政赤字

(ESA2010) はGDP比0.4%と17年の同1.5%からさらに縮小した。退職年齢引き下げや公共投資増などがあったが、経済拡大や税制遵守強化による税収増などが縮小に寄与した。一般政府債務残高(ESA2010)も17年末のGDP比50.6%から18年末には同48.9%まで低下している。債務構造も18年末には外貨建、非居住者の保有割合(中央政府)はそれぞれ29%、47%まで低下するなど改善している。非居住者の保有状況は、日本、ルクセンブルグ、米国が最大で3カ国合計でほぼ50%を占める。その他は地域別に分散されている。また、債務の償還期間も5年超と比較的長い。

19年予算では、政府は財政赤字をGDP比1.7%としている。総選挙を前に政府は、19年2月に年金ボーナス、児童手当の拡充、個人所得税率の引き下げなど19年合計でGDP比1%相当の経済対策を打ち出した。追加の歳入策や他の歳出を抑制し財源を確保するとしているが具体策はまだ示されていない。しかし、政府は4月中に公表する中期財政計画において詳細を明らかにする予定である。JCRでは財政赤字のGDP比3%以内を遵守するとみているが、今後いかに財源を確保し歳出ルールを遵守していけるか注目している。

## 8. 総合判断

格付は、多様化し安定した経済構造、慎重な財政運営、対外流動性の改善などを評価している。他方、縮小傾向にあるもののGDP比でまだ大きい純対外負債などが制約要因である。格付の見通しは安定的。与党「法と正義」は安定した政治基盤を背景に財政赤字のGDP比3%以内遵守と包括的な経済成長を優先課題としている。政府はこれまでに社会保障給付増や家計負担軽減策を導入したが、経済拡大や税制遵守強化による税収増や歳出ルール遵守などから財政赤字は抑制されてきた。先行き経済はやや減速するものの内需を中心に安定した成長を続けるとみている。19年秋に予定されている総選挙を前に政府が打ち出した経済対策が全て実施された場合、財政赤字が増加するものの、GDP比3%以内は遵守可能とみている。

対外純負債や対外債務のGDP比がさらに低下した場合などは格付上ポジティブな要素となる。EU経済など外部環境の悪化、労働不足の深刻化、さらにはEUの制裁措置によるEU基金割当額の大幅な減額が、経済、財政に大きな影響を及ぼす場合、格付の下方圧力となる。

JCR

## 12061 ポーランド共和国

## ●主要経済財政指標

	単位	2014	2015	2016	2017	2018
名目GDP	10億ユーロ	545	478	472	526	586
人口	百万人	38	38	38	38	38
一人当り実質GDP(購買力平価)	米ドル	25,288	26,320	27,150	28,911	31,070
実質GDP成長率	%	3.3	3.8	3.1	4.8	5.1
消費者物価上昇率	%	0.1	-0.7	-0.2	1.6	1.2
失業率	%	9.0	7.5	6.2	4.9	3.9
一般政府歳入/GDP	%	38.7	39.0	38.9	39.7	-
一般政府歳出/GDP	%	42.4	41.7	41.1	41.1	-
一般政府財政収支/GDP	%	-3.7	-2.7	-2.2	-1.5	-0.4
一般政府債務/GDP	%	50.4	51.3	54.2	50.6	48.9
経常収支/GDP	%	-2.1	-0.6	-0.5	0.2	-0.7
対外債務/GDP	%	71.4	70.5	75.3	68.3	63.2
対外債務/財・サ輸出	%	150.2	142.5	144.5	125.7	114.4
外貨準備高/月間輸入	倍	4.9	4.9	6.0	4.6	4.5
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.5	2.4	2.1	2.1	2.2

(注) 18年の一般政府財政収支及び債務は政府が公表した速報値  
(出所) ポーランド中央統計局、財務省、ポーランド国立銀行

## ●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
第15回円貨債券	A	-	10,000	0.91	2013.11.15	2020.11.13	2019.04.01
第4回円貨債券	A	-	50,000	2.24	2005.11.18	2021.02.18	2019.04.01
第6回円貨債券	A	-	60,000	2.62	2006.11.14	2026.11.13	2019.04.01
第13回円貨債券	A	-	10,000	2.50	2012.11.08	2027.11.08	2019.04.01
第7回円貨債券	A	-	50,000	2.81	2007.11.16	2037.11.16	2019.04.01
外貨建長期発行体格付	A	安定的	-	-	-	-	2019.04.01
自国通貨建長期発行体格付	A+	安定的	-	-	-	-	2019.04.01

## ●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
2002.05.31	BBB+		ポーランド共和国
2003.05.08	A-	安定的	ポーランド共和国
2008.02.26	A-	ポジティブ	ポーランド共和国
2008.12.16	A-	安定的	ポーランド共和国
2013.03.01	A	安定的	ポーランド共和国

\*「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。