

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

15年の名目GDPが4,278億ユーロ、人口は3,845万人と中東欧諸国最大の国。体制移行後の急進的な経済改革により90年代初頭には経済危機に直面したが、その後は経済財政改革やEUからの外国資本やEU基金からの補助金により、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月の総選挙では、保守「法と正義」政権に交代したが、安定した政治基盤を背景にEUおよび国内財政ルールを遵守するとともに広範な経済成長を目指している。

## 2. 政治社会情勢・経済政策

89年の体制移行後の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機能している。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、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。

同党は労組「連帯」の流れをくむカトリック系保守政党で、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、ユーロ導入は慎重姿勢である。発足直後、新政権は憲法裁判所と公共放送局に係る法律の改正をした。憲法裁判所の法改正は前政権が任命

した憲法裁判所判事5名の刷新に続き、決議要件を過半数から3分の2に変更し、違憲判断を難しくするものとなった。公共放送の法改正は政府による公共放送局の幹部の解雇や交代を可能にするものである。こうした動きは、今後の政策運営を有利に進める上で重要との新政権の判断があったと思われる。野党は憲法違反と主張しているほか、欧州委員会もEUの「法の支配」原則を逸脱しているとして、是正措置を求め16年中に2度勧告を行っている。欧州委員会の制裁発動には全会一致が必要であるが、ハンガリーが反対していることから、現状は暗礁に乗り上げている。経済財政政策では、選挙公約となった児童手当や退職年齢引き下げなど主要政策を導入した後、スイス・フラン建住宅貸出のズロチ転換策では金融システムへの影響を考慮して当初案を大幅に修正している。16年の財政赤字もGDP比3%以内を遵守したとみられる。人口減など構造問題や憲法裁判所に関連した法律改正への有効な対策は未だ打たれていないが、主な選挙公約を実施したことから、今後はより慎重な政策運営に舵を切っていくと思われる。

## 3. 経済基盤

一人当たりGDP(購買力平価)は2.6万米ドルを超え経済は比較的発展している。外国からの直接投資によって自動車、航空など製造業、金融、卸小売業が盛んであるが、近年は物流拠点やアウトソーシング産業も拡大しており産業構造は多様化している。外国からの直接投資残高はGDP比で4割を超えているが、地域別ではドイツを中心にEU全体で約9割。輸出相手もドイツを中心にEU全体で8割とEU経

済との結びつきが強い経済である。また、EU加盟により毎年多額のEU基金からの補助金が支給されておりインフラ投資や地域開発に充当されている。他方、人口は90年代後半から減少に転じ、先行き労働者不足が懸念されている。また、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、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。

経済はこれまでの慎重な経済財政政策によって92年以降一貫して成長を続けるなど安定しており、過去5年平均成長率も3%を超えている。16年の成長率はEU基金（07～13年）からの資金流入縮小による公共投資の落ち込みから2.8%（速報値）と15年の3.9%から減速した。17、18年経済はEU経済など外部環境の急激な悪化がなければ、インフレが緩やかに上昇する中で3%を超える成長が続くとみている。個人消費は雇用（16年の失業率は6.2%と統計取得可能な97年以降最低）および賃金増、さらには児童手当導入を受けて成長をけん引する。公共投資は17年半ばからは新たなEU基金（14～20年）の資金流入を原資に再び拡大していくとみられる。輸出も主要輸出先であるEU経済の緩やかな成長やズロチ安から好調が続けると思われる。中央銀行はインフレ目標（2.5% ± 1pp）を採用しているが、消費者物価は16年末から上昇に転じているものの、依然目標値を大きく下回っている。政策金利は12年10月から累次に渡って引き下げられてきたが、15年3月からは据置かれている（現状1.50%としているが、物価上昇により実質金利でみると緩和状態が続いている）。

#### 4. 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民営化の過程で独、伊などEUの大手銀行の傘下に入った。16年には国内大手生保PZUがイタリアのユニクレディット銀行傘下のペカオ銀行の買収計画を発表しており、これが実現すると資産残高ベースで国内資本は5割まで上昇する。16年末の銀行の貸出残高はGDP比6割超とそれ程高くはないが、名目GDP成長率をやや上回る伸びを続けている。銀行の資金調達率は8割以上が国内からの預金や市場調達で占められている（16年末の貸出/預金比率は99%）。16年の銀行収益は銀行税導入後も安定した純利益を確保したほか、財務構成も改善している。不良債権比率は15年末の7.6%から16年末には7.0%とさらに低下したほか、自己資本比率も15年末の16.3%から

16年末には17.4%まで増強されている。大統領は選挙公約の一貫として、スイス・フラン建住宅貸出（貸出全体の約1割）のズロチ転換策を打ち出したが、金融システムへの甚大な影響を考慮して、銀行により不当に課された外貨交換費用の返還措置に見直されている。与党の支持を背景に同案が導入されるとみられるが、中銀の試算では費用は銀行の年間利益で十分吸収可能な範囲内である。厳格な金融監督によってリスクの高い外貨建貸出が制限されてきたことから、外貨建住宅貸出の不良債権比率は現状でも比較的健全に保たれており、銀行部門がシステムリスクに陥る可能性は小さいとみている。

#### 5. 対外ポジション

16年9月末の対外債務残高はGDP比70%を超えJCRが格付しているAレンジのソブリンの中ではやや大きい。対外債務残高の内訳は政府、企業がそれぞれ4割、銀行が2割となっている。企業の債務は大半が企業間金融で占められ比較的安定した調達構造であるが、政府債務は殆どが国債で占められており借換えなどは金融市場の影響を受け易い。国債残高の地域別保有は欧州、北米がそれぞれ全体の3分の1を占め、残りはアジア、中東など広く分散している。また、償還期間も5年超と長く、外貨建も全体の3割超とそれ程高くはなく債務管理によりある程度リスクは抑えられている。15年、16年の経常赤字はGDP比0.6%、同0.5%とほぼ均衡し、EU基金を通じた資金流入も加わり流動性が改善している。経常赤字の縮小は、ズロチ安や欧州経済の緩やかな回復による財輸出に加えビジネスサービスなどのサービス輸出の拡大が背景にある。EU基金からの16年のネット資金流入はGDP比1.1%と縮小したが、過去5年平均は同2%以上の資金が毎年流入している。こうした状況から、16年末の外貨準備高は1,000億ユーロを超え、月間輸入（財・サ）の6.0倍、短期対外債務残高（16年9月末）の2.4倍まで上昇している。政府は19年1月までのIMFからSDR65億（82億ユーロ相当）の弾力的与信枠（17年1月に枠をSDR155億から縮小）を予防的措置として確保している。

#### 6. 財政基盤

財政赤字は経済減速による税収の落ち込みなどから09年にはGDP比7.5%まで拡大したが、それ以降は、前政権が付加価値税率や目的税率の引き上げ、公務員給与の伸び凍結、年金制度改革、歳出の伸びの上限を設定する歳出ルールなどを導入し歳出

を中心とした財政健全化が図られてきた。15年6月にはEUの過剰財政赤字是正手続きが09年以来解除された。16年の一般政府財政赤字（ESA2010）も15年に続きGDP比3%以内に収まったとみられる。一般政府債務残高（ESA2010）は15年末のGDP比51.1%から、16年末にはズロチ安などから同54%前後まで増加したが、依然EUが規定した同60%を下回っている。16年は児童手当が4月から導入されたが、財源は銀行税導入や税制遵守強化による税収増、中銀利益、さらには公共投資の抑制などによって確保された。17年予算は財政赤字をGDP比2.9%としている。児童手当や10月からの退職年齢引き下げにより負担が増すが、財源は税収増に依存しており、経済動向次第では赤字が増加する恐れがある。足元、個人消費拡大や税制遵守強化が奏功し税収が好調であることから、ほぼ計画は達成可能とみている。18年から財政赤字の削減に取り組む方針を示しているが、年間を通じた退職年齢引き下げ負担などが増すため、赤字の削減には歳出の伸びを制限する歳出ルールに加え新たな対策が必要になるとみている。

## 7. 総合判断

格付は、多様化し安定した経済、財政赤字と政府債務残高の抑制、さらにはEU基金からの資金流入と経常赤字縮小による対外流動性の改善などを評価している。他方、比較的大きい対外債務などが引き続き制約要因となっている。格付の見通しは安定的。「法と正義」は安定した政治基盤を背景に広範な経済成長とともに財政赤字のGDP比3%以内遵守を優先課題としている。総選挙後、政府は児童手当や退職年齢の引き下げなど主な選挙公約を実施したが、これまでのところ税収増や公共投資の抑制などにより財政赤字は抑えられている。また、スイス・フラン建住宅貸出のズロチ転換や付加価値減税策などは金融財政への影響を考慮して見直しまたは延期している。労働力不足など構造問題や憲法裁判所に関連した法改正に対する有効な対策は未だ打たれていないが、経済は短期的には3%を超える成長を続けるとみられる。17、18年の財政は歳出が増加する一方、財源は税収増に依存しているため、経済動向次第では赤字が増加する恐れがあるが、国内やEUの財政ルール遵守に向けて対策が講じられていくとみている。

JCR

## 12061 ポーランド共和国

## 主要経済指標

	単位	2012	2013	2014	2015	2016E
名目GDP	10億ユーロ	389	395	411	428	425
人口	百万人	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
一人当り実質GDP(購買力平価)	米ドル	23,377	24,164	24,954	26,020	27,180
実質GDP成長率	%	1.6	1.4	3.3	3.9	2.8
消費者物価上昇率	%	3.7	0.8	0.1	-0.7	-0.6
失業率	%	10.1	10.3	9.0	7.5	6.2
一般政府歳入/GDP	%	39.0	38.4	38.7	38.9	38.9
一般政府歳出/GDP	%	42.7	42.4	42.1	41.5	41.6
一般政府財政収支/GDP	%	-3.7	-4.0	-3.4	-2.6	-2.7
一般政府債務/GDP	%	53.7	55.7	50.2	51.1	54.6
経常収支/GDP	%	-3.7	-1.3	-2.0	-0.6	-0.5
対外債務/GDP	%	71.9	70.7	71.0	70.6	73.9
対外債務/財・サ輸出	%	161.7	152.7	149.8	141.9	142.4
外貨準備高/月間輸入	倍	5.2	4.9	4.9	4.9	6.0
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.4	2.1	2.5	2.4	2.4

(注) 16年は実績予測

(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11回円貨債券	A	-	25,000	1.49	2012.05.30	2017.05.30	2017.03.23
第12回円貨債券	A	-	56,000	1.05	2012.11.08	2017.11.08	2017.03.23
第14回円貨債券	A	-	50,000	0.67	2013.11.15	2018.11.15	2017.03.23
第15回円貨債券	A	-	10,000	0.91	2013.11.15	2020.11.13	2017.03.23
第4回円貨債券	A	-	50,000	2.24	2005.11.18	2021.02.18	2017.03.23
第6回円貨債券	A	-	60,000	2.62	2006.11.14	2026.11.13	2017.03.23
第13回円貨債券	A	-	10,000	2.50	2012.11.08	2027.11.08	2017.03.23
第7回円貨債券	A	-	50,000	2.81	2007.11.16	2037.11.16	2017.03.23
外貨建長期発行体格付	A	安定的	-	-	-	-	2017.03.23
自国通貨建長期発行体格付	A+	安定的	-	-	-	-	2017.03.23

## 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、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。