

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

17年の名目GDPが4,660億ユーロ、人口は3,840万人を超える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いる。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。17年12月、ベアタシドゥウォ首相と政界の実力者であるヤロスワフカチンスキ党首との協議を受け、内閣改造が実施された。新首相には、EUとの関係改善を求めるマテウシュモラヴィエツキ前副首相兼財務相が指名されている。現状、「法と正義」の支持率は高く、19年秋に予定されている総選挙でも再選が

濃厚となっている。

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、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。憲法裁判所の法改正は決議要件を過半数から3分の2に変更したことである。公共放送の法律改正は政府によるテレビやラジオの公共放送局の幹部の解雇や交代を可能としている。

欧州委員会は、憲法裁判所の法改正に関して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。また、これまでのところこの問題による経済への影響は限定的である。

経済財政政策では、財政赤字をGDP比3%以内に遵守し、包括的な経済成長を進めることを優先課題としている。児童手当や退職年齢引き下げなど主要な選挙公約を既に導入したが、財政赤字は15年以降GDP比3%以内を維持している。スイスフラン建住宅貸出のズロチへの転換策は、金融システムへの影響を考慮し、当初案が大幅に修正されている。人口減など構造問題や憲法裁判所の独立性などに対しては未だ有効な対策がとられていないものの、経済や財政への影響を見極めながら、慎重に政策を進めていくと思われる。

3. 経済基盤

一人当たりGDP（購買力平価）は3.0万米ドル近くまで増加するなど比較的發展しており、JCRが格付するAレンジのソブリンの平均とほぼ同等である。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年代半ばから欧州を中心に外国資本を導入し、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。16年末の外国からの直接投資残高はGDP比で5割近くまで増加している。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、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。現在、100万人以上のウクライナ人が移民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、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

経済は内需を中心に92年以来一貫して成長を続け、過去5年の年平均成長率は3%を超える。17年の経済成長率は賃金雇用増や児童手当導入による個人消費の伸びや14～20年を対象としたEU基金からの資金流入増による投資拡大から4.6%（速報値）と16年の2.9%から加速した。失業率は5%を下回り過去最低となるなど労働者不足となっているが、当面は移民労働者の流入により対応可能とみている。中央銀行はインフレ目標（2.5%±1pp）を採用しており、消費者物価は16年末から食品や燃料価格の回復から上昇に転じているが、足元でも2%以下で推移している。政策金利は15年3月から据え置かれている。18、19年経済は内需が引き続き堅調ながら拡大ペースがやや弱まるものの、外部環境の急激な悪化がなければ、物価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。

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。17年末の銀行の民間向け貸出残高はGDP比5割超とそれ程高くないが、近年は名目GDP成長率並みの伸びを示している。17年の銀行収益は銀行税などが負担増となったが、引き続き安定した利益を計上している。不良債権比率が低下する中、資本も増強されている。不良債権比率は16年末の7.1%から17年末には6.8%と緩やかに低下しているほか、自己資本比率も16年末の17.7%から17年末には19%まで上昇している。

16年1月、アンジェイドゥダ大統領は選挙公約の一つであっ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を打ち出した。しかし、金融システムへの甚大な影響を考慮し、当初案は大幅に修正されている。17年8月に提出された案では、銀行に自発的な転換のインセンティブを与えるとともに、銀行の転換費用を四半期毎に銀行が資金拠出した既存の借入支援基金の資金で補償するものである。銀行の年間拠出額は最大でも30億ズロチ程度とみられ、負担は引当前利益で十分吸収可能な範囲内である。ただ、最終的な負担は金融安定委員会（マクロプルーデンスを監督）の提言に基づき借入支援基金が決定する。また、厳格な金融監督によって外貨建住宅貸出が制限されてきた経緯もあり、17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。また、資産の質もズロチ建の貸出債権よりも健全に維持されている。こうした状況から、総選挙を前に同修正案が導入されていくとみているが、実際に転換を希望する債務者は少ないとみられる。

6. 対外ポジション

17年の経常収支は僅かな黒字を計上する中、EU基金の資金流入から対外流動性が改善している。内需拡大による財輸入増から貿易黒字が縮小する一方、サービス収支の黒字が一次所得収支の赤字に匹敵する規模まで拡大している。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17年のネット資金流入はGDP比1.3%にとどまったが、過去5年平均は同2%に近い資金が毎年流入している。

17年末の対外債務残高はGDP比70%を下回ったが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42%、民間部門が58%。民間部門はより安定した調達である企業間信用が4割を占めている。17年末の外貨準備高は900億ユーロを超え、月間輸入（財・サ）の4.7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。政府は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（19年1月まで）として確保してきたが、17年11月に終了を決定している。

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年から初めて解除され、財政赤字は15年からGDP比で3%以内を維持している。17年の一般政府財政赤字（ESA2010）はGDP比1.5%まで縮小した（予算では同2.9%）。16年4月導入の児童手当の年間寄与や17年10月の退職年齢引き下げから財政負担が増したが、経済拡大や税制遵守強化から税収が拡大した。一般政府債務残高（ESA2010）も16年末のGDP比54.2%から17年末には同比50.6%まで低下している。債務構造も外貨建、非居住者の保有割合（中央政府）が、15年末の35%、58%から17年末にはそれぞれ31%、51%まで低下している。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50%を超える。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。

18年秋に地方選挙、19年秋には総選挙が予定されているが、政府は18年の財政赤字を予算ではGDP比2.7%、19年、20年には赤字をさらに削減する計画である。18年は退職年齢引き下げの年間寄与により負担が増す中、歳出ルールによる歳出の伸び抑制や公務員給与の伸び凍結、高い税収の伸びを前提としている。これまでの安定した経済成長や税制遵守強化の継続から、計画の達成は可能であるが、持続的な財政赤字縮小には追加的な歳出削減策の導入が重要とみている。

8. 総合判断

格付は、多様化し安定した経済構造、財政赤字と政府債務の抑制、さらには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。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。政府はいくつかの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から財政赤字は抑制されている。金融システムも安定し、経常収支は黒字化している。経済も内需を中心に引き続き安定した成長を続けるとみている。

他方、EU経済など外部環境の悪化、労働不足が深刻化、さらにはEUの制裁措置が議決権の停止のみならずEU基金の資金拠出削減まで実施された場合、経済、財政への影響が大きく、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	2013	2014	2015	2016	2017E
名目GDP	10億ユーロ	395	411	430	426	471
人口	百万人	38.5	38.5	38.4	38.4	38.4
一人当り実質GDP(購買力平価)	米ドル	24,412	25,382	26,567	27,632	29,500
実質GDP成長率	%	1.4	3.3	3.8	2.9	4.6
消費者物価上昇率	%	0.8	0.1	-0.7	-0.6	2.0
失業率	%	10.3	9.0	7.5	6.2	4.9
一般政府歳入/GDP	%	38.5	38.7	38.9	38.7	39.0
一般政府歳出/GDP	%	42.6	42.3	41.6	41.2	41.0
一般政府財政収支/GDP	%	-4.1	-3.6	-2.7	-2.5	-1.5
一般政府債務/GDP	%	55.7	50.2	51.1	54.1	50.6
経常収支/GDP	%	-1.3	-2.2	-0.5	-0.3	0.3
対外債務/GDP	%	70.7	71.4	70.5	74.9	66.5
対外債務/財・サ輸出	%	152.7	150.2	142.5	143.4	125.7
外貨準備高/月間輸入	倍	4.9	4.9	4.9	6.0	4.7
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.1	2.5	2.4	2.1	2.2

(注) 1 一般政府財政収支及び債務は政府による速報値

(注) 2 その他17年数値は実績値またはJCR予測値

(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14回円貨債券	A	-	50,000	0.67	2013.11.15	2018.11.15	2018.03.29
第15回円貨債券	A	-	10,000	0.91	2013.11.15	2020.11.13	2018.03.29
第4回円貨債券	A	-	50,000	2.24	2005.11.18	2021.02.18	2018.03.29
第6回円貨債券	A	-	60,000	2.62	2006.11.14	2026.11.13	2018.03.29
第13回円貨債券	A	-	10,000	2.50	2012.11.08	2027.11.08	2018.03.29
第7回円貨債券	A	-	50,000	2.81	2007.11.16	2037.11.16	2018.03.29
外貨建長期発行体格付	A	安定的	-	-	-	-	2018.03.29
自国通貨建長期発行体格付	A+	安定的	-	-	-	-	2018.03.29

●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。