

12061

## ポーランド共和国

チーフアナリスト 内藤 寿彦  
チーフアナリスト 増田 篤

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

21年の名目GDPが6,600億米ドル、人口3,800万人を擁す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加盟を果たしている。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一貫して経済成長を続けてきた。15年から政権を担う保守政党「法と正義」は、EUとの間で「法の支配」を巡る問題を抱えているものの、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政策を推進してきた。新型コロナウイルス感染拡大に対しては大規模な経済対策を打ち出し、早期の経済回復を図っている。

## 2. 政治社会情勢・経済政策

EU加盟交渉の過程において、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月に大統領選挙、同10月に総選挙が実施され、いずれも当時最大野党の「法と正義」が勝利。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。19年10月に行われた総選挙では「法と正義」が高い支持率を背景に再選され、現首相はマテウシュモラヴィエツキ前副首相兼財務相が務めている。20年7月の大統領選においても「法と正義」が支持する現職アンジェイ・ドゥタ大統領が再選している。

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、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や対米関係を重視し、ユーロ導入には慎重姿勢である。「法と正義」は政権発足後、論争となった最高裁判所や公共放送局にかかる法改正を実施した。これを受けて、欧州委員会は、「法の支配」に問題があるとして、17年末にはEU基本条約第7条を発動した。しかし、政府は欧州司法裁判所の勧告を受け、司法改革について一部修正に応じ、制裁発動は回避された。ただ、制裁が発動された場合でも全会一致原則であることから、ハンガリーが既に反対しているため実際の発動は難しい状況であった。

EUの21～27年予算および復興基金では、「法の支配」を遵守しない国に対し、予算執行の一時停止が可能となる合意が20年末に行われた。ポーランドとハンガリーはこれがEU条約に違反しているとして欧州裁判所に提訴していたが、最終的には欧州裁判所は22年2月に適法と判断している。EUに対する国民の高い支持、ロシアと対峙するEUにおけるポーランドの地政学的な重要性などを考慮すれば、実際に制裁が発動される可能性は低く、JCRでは先行き妥協が図られていくとみている。同国はEUの加盟過程で高度な政治、社会、経済制度を導入しており、21年には外国からの直接投資が過去最高を更新するなど、この問題がEU基金割当の大幅な減額などに至らなければ経済への影響は限定的であり、今後の行方を注目している。

経済財政政策では、感染拡大前までは財政赤字GDP比3%以内の遵守と包括的な経済成長策を優先課題としてきた。政府はこれまでに様々な社会保障拡充策や家計の負担軽減策を導入し、労働市場の活

性を図ってきた。また、財政面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きた。感染拡大後は、経済への影響の緩和や早期の経済回復を図るため企業および家計に対する支援策として、これまでに総額でGDP比15%程度の大規模な経済対策を打ち出している。主な経済対策は、社会保険料の免除や賃金補償などの財政措置、Polish Development Fund (PFR) による企業への金融支援 (Financial Shield)、BGK (国家開発銀行) を通じた企業向け融資保証などがある。Financial Shieldでは、雇用維持などの条件を満たすと融資は返済不要の補助金となる。

### 3. 経済基盤

21年の一人当たりGDP (購買力平価) は3.5万米ドルを超えたとみられ、経済は比較的発展している。これは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。21年末の外国からの直接投資残高 (IIP) 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7割超、ドイツのみでも3割近くを占めるなどEUのサプライチェーンに深く組み込まれている。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年の名目GDPの21%に相当)、14年から20年には822億ユーロ (14年の名目GDPの20%に相当) を超え、21年から27年も750億ユーロ (20年のGDP比の13%に相当) にのぼる。また、復興基金からも最大で239億ユーロ (同4%程度) の補助金が割り当てられている。

人口が90年代後半から減少に転じる中、感染拡大前には経済拡大から労働者不足が問題となっていた。失業率のさらなる低下、雇用率の引き上げ、ウクライナ人など外国人労働者の受け入れなどにより労働者不足が緩和されてきた。感染拡大後、政府は外国人労働者の受け入れを制限してきたが、現状では緩和に動いている。国内消費電力は、主に自国で産出された石炭発電により供給されているが、今後は再生可能エネルギーや原発などを通じて発電源の分散を図る計画である。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。政府は、21年2月に Poland's Energy Policy for 2040を策定し、発電に占

める石炭の割合を30年までに56%以下に引き下げる一方、太陽光や洋上風力による再生可能エネルギーを消費量全体の21%まで引き上げる計画である。また、原発6基の建設を計画している。カーボンニュートラル目標時期はEU加盟国として50年を目指しているが、同国は未だこれにコミットしていない。

### 4. 経済動向

経済は17~19年の年平均成長率が5%近くに達するなど、安定した内需により一貫して成長を続けてきた。19年の経済成長率は18年から減速したものの、賃金雇用増による個人消費の伸びやEU基金からの資金流入増による投資拡大から4.7%と高い伸びを記録した。失業率は19年には3.3%と過去最低を更新し、労働者不足となる中で賃金が上昇したが、生産性の改善によって物価上昇をある程度抑えてきた。20年の実質GDP経済成長率は、感染拡大の中、経済対策の効果などから2.5%の落ち込みにとどまった。移動制限などの影響から、20年4-6月期には前年比8.2%と大幅な落ち込みとなったが、その後は回復傾向にあり、21年上半年期には感染拡大前の水準を回復している。21年の経済成長率はインフレ上昇を受け、10月から金融政策の引き締めで転じたものの、経済活動再開や経済対策効果の継続から5%を超えたとみられる。

ロシア軍のウクライナ侵攻により地政学的リスクが高まっている。先行きは依然不透明ながらロシアに対する制裁は長期化する公算が大きい。輸出入地域の多様化によりロシアとの輸出入の影響は限定的ながら、最大の貿易相手であるEUの経済悪化を通じた間接的な影響は大きいとみている。これにより、22年前半は経済回復の下押し要因となるものの、22年全体では好調な内需により経済は成長を続けるとみている。また、EU基金や復興基金からの多額の資金流入が本格的に流入していくことから、4%程度の成長を続けるとみている。

### 5. 金融システム

金融システムは引き続き安定している。国内最大手の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となった。21年末の銀行の民間向け貸出残高はGDP比45%程度にとどまっている。20年の銀行業績は、景気後退による与信費用の増加や外貨建貸付の自国通貨転換に伴う一時的費用の計上により損失となった。20年末の不良債権比率は7.0%と19年末の6.7%からやや上昇している。感染拡大を受けた支援策として貸出金の返済猶予が

実施され、貸出全体に占める割合は20年央のピーク時には約10%まで増加したが、21年6月末には0.5%以下まで縮小している。猶予期間終了後にこれら債権が不良債権化する恐れがあるものの、追加の与信費用は利益で問題なく吸収可能である。21年の銀行業績は与信費用の縮小から20年と比べて利益が大幅増加したほか、高水準の自己資本比率を維持している。住宅貸付をスイスフラン建てから自国通貨建てへの転換は、契約内容に不備の可能性がある場合、債務者が個別に銀行を提訴または交渉することが可能となっている。残高は貸出全体の約7%まで縮小し、資産の質も比較的健全であるが、銀行は訴訟拡大や自発的な合意に備え既に引当金を積み増しており、JCRでは業績への影響は限定的とみている。

## 6. 対外ショックに対する耐性

20年の経常収支はGDP比2.9%の黒字となり、黒字幅は19年から大きく拡大した。これは輸入が内需悪化に伴い輸出以上に減少したため貿易黒字が増加したことが大きい。経常黒字の拡大とEU基金からの資金流入により、純資金流入が続いており、対外流動性は引き続き堅固。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。一方、近年は輸送やビジネスサービスなどのサービス輸出が拡大しており、サービス収支の黒字が一時所得収支の赤字を上回る状況となっている。21年の経常収支は供給制約の影響は軽微であり、輸入燃料価格上昇などから小幅な赤字となった。他方、EU基金からの資金流入の継続から、対外流動性は引き続き堅固である。21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40%、60%程度まで低下している。外貨準備高は1,281億ユーロまで増加し、月間輸入（財・サ）の4.8倍、短期対外債務（企業間信用除く）の2.6倍など潤沢である。

## 7. 財政基盤

感染拡大前には、経済拡大や税制遵守強化による税収増、歳出ルール適用により財政健全化が進展してきた。一般政府財政赤字（ESA2010）は15年から19年までGDP比3%以内を堅持、19年末の一般政府債務残高もGDP比45.6%と大幅に縮小した。20年の財政赤字は、経済対策の実施と経済の落ち込みによる税収鈍化からGDP比7.1%、20年末の政府債務残高はGDP比57.4%と大幅に拡大し、歳出ルールの免責条項を適用した。21年は経済回復による税収増などが

ら、財政赤字はGDP比4%を下回ったほか、政府債務残高もGDP比で小幅縮小したとみられる。政府は22年予算において、経済の着実な回復を図るため、インフレ対策や小幅な経済対策（Polish Deal）を導入したが、経済回復による税収増から、財政赤字、政府債務ともGDP比でさらなる改善を見込んでいる。JCRでは、法律で債務抑制を義務付けるなどコミットメントの強さやこれまでの実績などを考慮すると、政府は23年以降歳出ルールを再適用し、本格的に財政健全化を進めていくとみてきた。しかし、ロシアのウクライナ侵攻を受けて、政府はこの影響を考慮して、欧州委員会の今春の財政ガイドラインを経て、23年予算計画を決める方針に転じている。

債務構造（中央政府）も21年末には外貨建構成比と非居住者保有割合がそれぞれ20%、30%程度まで低下するなど改善が続いている。国内市場における非居住者の保有状況は、日本、オランダ、ルクセンブルグが最大で3カ国合計で6割を超える。その他は地域別に分散されている。債務の償還期間も約5年と比較的長い。

## 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、堅固な対外流動性などを評価している。格付の見通しは安定的。新型コロナウイルス感染拡大の影響を緩和する経済対策の導入や経済の落ち込みから財政赤字は大幅に拡大したが、実質GDPは経済再開により21年上半期には感染拡大前の水準を回復している。感染再拡大の影響や地政学的なリスクなど経済の先行きは依然不透明ながら、政府はこれまでの財政健全化により政府債務をGDP比60%以内に抑えるなど追加的な対策を導入する財政余力を備えている。また、足元経済が回復を続けており、政府は23年以降財政健全化を進めていくとみている。「法の支配」を巡る問題の経済への影響は限定的ながら、EUからの資金流入が滞る事態となった場合には影響が大きく動向を注視していく。

これまで格付の制約要因となってきた対外純負債や対外債務のGDP比は着実に縮小してきたが、政府債務はGDP比で感染拡大の影響を緩和するための大規模な経済対策の実施により大幅に上昇している。今後感染拡大前の水準まで政府債務のGDP比を引き下げられれば格付上ポジティブな要素となる。他方、感染拡大の長期化やEUの制裁措置によるEU基金の割当額の大幅な減額、ロシアの進行などによる地政学的リスクの悪化、などが経済、財政に大きな影響を及ぼす場合などは格付の下方圧力となる。



## 12061 ポーランド共和国

## ●主要経済財政指標

	単位	2017	2018	2019	2020	2021E
名目GDP	10億米ドル	527	587	597	597	660
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	30,080	32,020	34,300	34,500	37,540
実質GDP成長率	%	4.8	5.4	4.7	-2.5	5.7
消費者物価上昇率	%	1.6	1.2	2.1	3.7	5.2
失業率	%	4.9	3.9	3.3	3.2	3.5
一般政府歳入/GDP	%	39.8	41.3	41.0	41.5	41.8
一般政府歳出/GDP	%	41.3	41.5	41.8	48.7	45.3
一般政府財政収支/GDP	%	-1.5	-0.2	-0.7	-7.1	-3.5
一般政府債務/GDP	%	50.6	48.8	45.6	57.4	55.8
経常収支/GDP	%	-0.3	-1.3	0.5	2.9	-0.9
対外債務/GDP	%	68.4	63.6	59.3	58.4	55.4
対外純資産負債/GDP	%	62.4	55.4	50.3	42.9	38.7
対外債務/財・サ輸出	%	126.0	115.2	107.1	104.0	92.0
外貨準備高/月間輸入	倍	4.6	4.5	4.6	5.2	4.8
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.1	2.2	2.1	2.3	2.6

(注) 21年の財政、対外バランス指標はJCR予測値

(出所) 欧州統計局、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

対象	格付	見通し*	発行額 (百万単位)	通貨	利率 (%)	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	A	安定的	-	-	-	-	-	2022.03.14
自国通貨建長期発行体格付	A+	安定的	-	-	-	-	-	2022.03.14
第6回円貨債券	A	-	60,000	JPY	2.62	2006.11.14	2026.11.13	2022.03.14
第13回円貨債券	A	-	10,000	JPY	2.50	2012.11.08	2027.11.08	2022.03.14
第7回円貨債券	A	-	50,000	JPY	2.81	2007.11.16	2037.11.16	2022.03.14

## ●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なるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、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。