

新興国通貨の基礎知識

～ポーランド

1.ポーランドの概要（ファンダメンタルズ）

（1）ポーランドの規模等

ポーランド共和国（以下、ポーランド）は欧州大陸の東北部に位置し、国土面積は日本の約85%（本州と北海道を合わせた程度の大きさ）となる約32.3万平方キロメートル、人口3,785万人が居住する国です。経済規模を示す名目GDP総額は6,907億米ドル、世界22位（2022年）で、ほぼ同規模の国としては台湾（同21位）、アルゼンチン（同23位）があります。

ポーランドはEUに加盟しています。加盟国27ヵ国中のGDPランキングは、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、スウェーデンに次ぐ7番目として、上位に位置しています。しかし、一人当たり名目GDPは18,343米ドルでEU内では24番目、世界195ヵ国中では56位と大きく順位は下がり、近隣国となるスロバキア（28,527米ドル、41位）やチェコ（26,832米ドル、43位）より低く、ハンガリー（15,879米ドル、54位）と似た水準にあります。

ポーランドは、欧州地域においてロシアに次ぐ豊富な鉱物資源を有している国でもあります。2022年の石炭生産量は1.1億トンと世界9位に位置づけられ、同国の電力供給の約7割を占めるなど、石炭業は主力産業として多くの雇用を創出した歴史を持っています。石炭以外のエネルギーへの多様化は行っているものの、石炭の利用は2022年に増加傾向に転じ、環境問題への対策はEU加盟国の中で後れをとっている状況です。

ポーランドは第二次世界大戦後に旧ソ連を盟主とする社会主義圏に組み込まれていましたが、ソ連末期の経済的混乱を経て、1989年には社会主義計画経済から市場経済への移行を開始しました。体制移行後は、1999年にNATOへ加盟、2004年にはEU加盟国の一員となり、EU基金からの補助金活用や海外からの直接投資流入等によって工業生産と輸出を拡大させ、中東欧諸国最大の国として経済成長を遂げてきました。

（2）ポーランド経済の強み

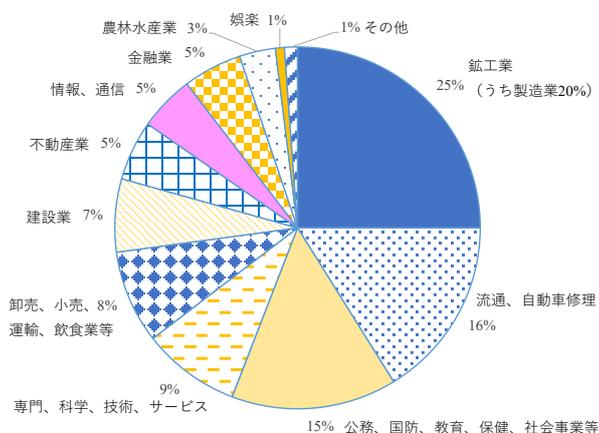
2022年の産業別名目GDP構成比では、鉱工業（鉱業、製造業等を含む）が全体の約4

分の1を占め、製造業の占める割合が高くなっています（図1）。特に、自動車産業においては、西欧市場への地理的近接性や安価な製造コスト（賃金水準は、西欧諸国と比べると1/3程度）等を活かし、外国企業の進出による産業集積が進んだ結果、欧州域内の自動車関連工業の製造拠点のひとつに成長しました。ポーランドの自動車産業は組み立てより部品製造がメインでエンジンやトランスミッション等の生産が非常に盛んになっており、近年では電気自動車（EV）用のバッテリー生産でも存在感を示しています。

次に貿易相手国をみると、輸出入ともに EU 向けの割合が高く、2022 年は輸出の約 7 割、輸入の約 5 割を占めています（表 1）。さらに国別でみるとドイツとの取引が最も多く輸出の約 3 割、輸入の 2 割を占めています。その他、輸出ではチェコ、フランス、英国などが多く、輸入ではドイツに次ぎ、中国との取引が多くなっています。

コロナ禍以降、ロシアからの輸入が減少していますが、これは同国のウクライナ侵攻をきっかけにロシア産エネルギー（天然ガス¹や原油）依存脱却に向けて取り組んでいることが背景にあります。

図 1 産業別名目 GDP 構成比（2022 年）



(出所) 欧州統計局

¹ 一般家庭で利用する電力は主に自国産石炭火力で賄っており、天然ガスは化学肥料工場等に供給しています。

表 1 ポーランドの主要国・地域別輸出入国（2022年）

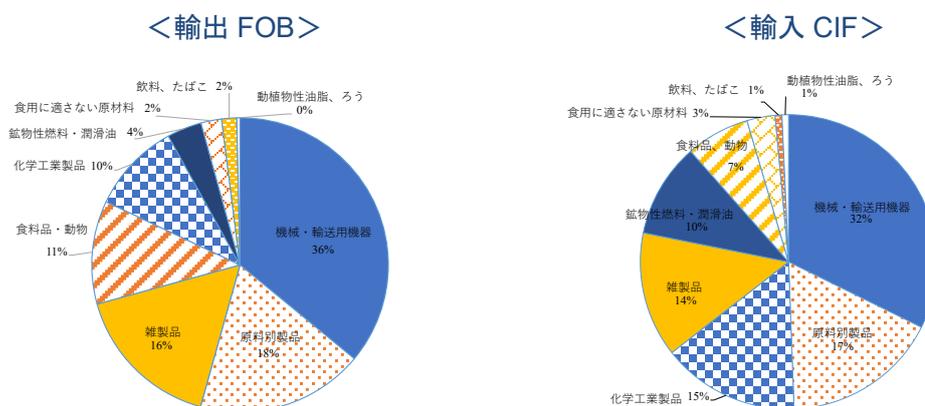
(単位:百万ユーロ)

輸出 FOD(2022年)				輸入 CIF(2022年)			
国・地域	輸出額	構成比	前年比	国・地域	輸入額	構成比	前年比
ドイツ	95,600	27.8%	+15%	ドイツ	73,400	20.2%	+21%
チェコ	22,700	6.6%	+33%	中国	53,600	14.7%	+25%
フランス	19,700	5.7%	+19%	イタリア	16,800	4.6%	+15%
イギリス	16,800	4.9%	+17%	米国	15,600	4.3%	+75%
オランダ	15,800	4.6%	+27%	ロシア	15,500	4.3%	▲9%
イタリア	15,800	4.6%	+18%	オランダ	13,900	3.8%	+16%
米国	10,300	3.0%	+35%	チェコ	11,100	3.1%	+22%
スロバキア	9,900	2.9%	+34%	フランス	10,700	2.9%	+11%
ウクライナ	9,700	2.8%	+55%	韓国	8,700	2.4%	+33%
スウェーデン	9,200	2.7%	+14%	ベルギー	8,100	2.2%	+14%
EU圏	259,900	75.6%	+20%	EU圏	186,600	51.3%	+19%
合計	343,800	100.0%	+19%	合計	363,700	100.0%	+26%

(出所)ポーランド統計局

輸出入を品目別にみると大半を製造業製品が占めています。なかでも自動車部品等の機械・輸送用機器の割合がもっとも高く、約3割以上を占めています(図2)。このように、ポーランドは、隣国のドイツをハブとするサプライチェーンに組み込まれ、輸送用機器や輸送機械部品を中心に、貿易と経済を発展させてきました。

図 2 ポーランドの輸出入品目構成比（2022年、通関ベース）



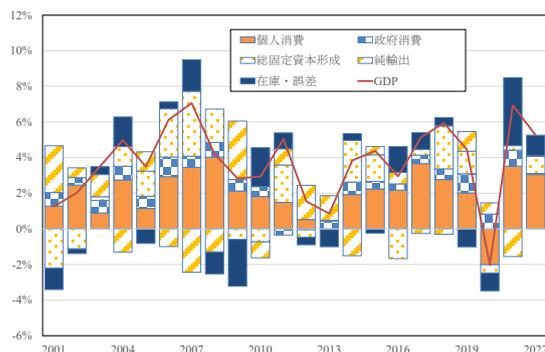
(出所)欧州統計局

ポーランドの実質 GDP 成長率における需要項目別寄与度をみると、EU 加盟後、多額の EU 基金²が割り当てられインフラ整備に投じられたことや、海外からの直接投資 (FDI) 流入の増加から、総固定資本形成が経済成長を下支えした要因となっています(図3)。海外からの直接投資は2021年には、2004年のEU加盟以降の最高額を更新しました(図4)。中でも好調なのが自動車やエネルギー関連です。自動車関連では、EV用のバッテリー製造、エネルギー関連では原子力発電所の建設などがあげられます。

² EU 基金とは、EU 域内の地域間格差是正のため加盟国へ給付される補助金です。

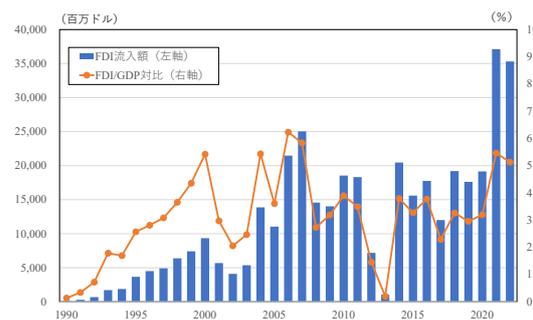
ポーランドは、西欧に比べて人件費が安いことや EU 域内へ無関税で輸出できることがビジネス上の魅力として挙げられますが、足元では、ウクライナの戦後復興支援事業の拠点としても関心が高まっています。ウクライナはポーランドの東側で国境を接しており、欧米諸国からのウクライナ支援物資の 9 割がポーランドを通過しています。

図 3 ポーランドの実質 GDP 寄与度 (需要別) の推移



(出所) IMF

図 4 ポーランドの FDI 流入と FDI/GDP 対比の長期的推移



(出所) World Bank

ポーランドは世界金融危機後の 2009 年、実質 GDP 成長率が+2.8%と、EU 加盟国で唯一プラス成長を維持した国です。この背景としては、所得税の引き下げが国内個人消費の下落を補ったことや、EU 基金を活かした設備投資等により、総固定資本形成の減少を緩和させたことなどが挙げられます。ポーランドは EU やドイツといった、特定の国・地域への輸出が多い一方で、その他中東欧諸国（チェコ、スロバキア、ハンガリー等）に比べると、GDP に対する財・サービス輸出の割合が約 6 割³と相対的に低く、輸出が鈍化しても経済全体への影響を受けにくいことが幸いしました。2020 年の実質 GDP は新型コロナウイルスのまん延による内需の悪化を主因に-2.0%とマイナス成長となりましたが、他の EU 域内諸国と比較すると下落幅は比較的抑えられたと評価されています。2021 年以降は、コロナ禍後の需要拡大とロシアによるウクライナへの侵攻に伴うウクライナからの避難民 160 万人以上を受け入れたことに伴い個人消費が拡大し、2021 年の実質 GDP 成長率は+6.9%、2022 年は同+5.3%となりました。しかし 2023 年に入ると、インフレ率の上昇により 1-3 月期の GDP は前年比-1.2%と再びマイナスに転じています。今後は、インフレ率の低下とともに個人消費が回復に向かうことや、EU 基金からの支援や対内直接投資の増加がポーランド経済の成長を後押しすることが

³ 財・サービス輸出/GDP 対比 (2022 年) では、ポーランドが 62.67%、チェコが 76.5%、スロバキアが 94.1%、ハンガリーが 91.2%を占めています (World Bank Open Data)。

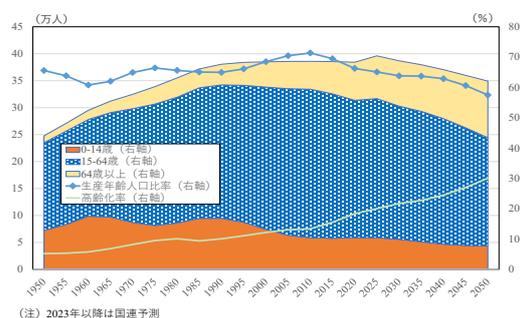
期待されています。

(3) ポーランド経済の弱点

人口動態は、一国の長期的な経済成長を予想する上で重要な要素となります。ポーランドの総人口は2006年から減少し、生産年齢人口（15歳以上65歳未満）は2011年以降減少に転じています（図5）。また、2022年時点の総人口に占める65歳以上の割合は18.9%と、ドイツや英国と同水準で高齢化が進んでいることが分かります（図6）。国連予測によると、ポーランドの高齢化率は2050年には30%となると見込まれ、やがて労働力不足が問題になると予測されています。少子高齢化は労働力不足のほかにも社会保障負担の増大により経済成長の下押し要因となります。

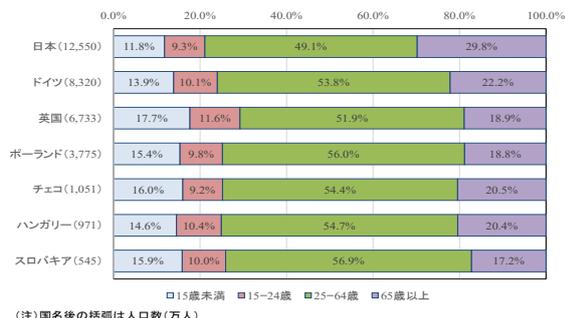
政府は雇用率の引き上げに加えて、ウクライナ人を中心とする外国人労働者の受け入れにより労働力不足を補うほか、2021年6月には65歳以上の高齢者に最新技術の実務訓練を通じ人材育成を行う「Active+計画」をかかげています。人口動態の変化に本格的に取り組み始めていることは、評価できるでしょう。

図5 ポーランドの人口構成比の推移



(出所) 国連

図6 各国の人口構成比（2022年時点）



(出所) 国連

(4) ポーランドの政治体制

2023年10月の議会選挙で、2015年から政権を握っていた右派政権「法と正義(PiS)」が「市民連立(KO)」率いる野党連合(「第3の道」、「新左派」)に敗れました。その結果、マテウシュ・モラウィエツキ氏(当時首相)に対する不信任が可決され、同年12月にドナルド・トゥスク氏が首相に就任しました。トゥスク氏は、2007-14年にポーランドの首相を務めたのち、2019年まで欧州理事会の議長を務めており、新政権は親EU派となる見込みです。

PiS 政権下では、「法の支配⁴」問題を巡って EU との間で摩擦が生じていました。2021 年に欧州司法裁判所（ECJ）がポーランド政府に対して、裁判官の懲戒制度が停止するまで制裁金（1 日百万ユーロ）を課したほか⁵、EU によるポーランドへの復興基金（補助金とローン合計で約 600 億ユーロ）の凍結⁶などは、いまだ解決に至っていません。新政権は、前政権の司法改革で損なわれた司法の独立の回復を公約としており、EU との関係性の改善が期待されています。しかし、ポーランドの法改正には大統領署名が必要となっており、PiS 所属のアンジェイ・ドゥダ大統領が拒否権を行使⁷する可能性があります。与党は大統領の拒否権を覆すほどの議席が確保できていないことから公約の実現は困難との見方もあり、引き続き EU との関係性には留意が必要です。なお、ドゥダ大統領の任期は 2025 年までです。

（5）ポーランドにおける気候変動問題への取り組み

EU は気候変動問題に対し、2019 年に「欧州グリーンディール」、2021 年に 2030 年における温室効果ガス削減目標の達成に向けた政策パッケージ「Fit for 55」や「新サステナブルファイナンス戦略」等、脱炭素に向けた政策を次々に発表しており、世界の気候変動問題への対応をけん引しています。ところがポーランドは石炭産業で成長した歴史が長く、現在も発電の約 70%を石炭で賄っていることから石炭火力発電からの脱却は非常に難しい課題です。そのため前政権は 2050 年までのカーボンネットゼロへのコミットを避け、2049 年の鉱山閉鎖計画の公表や「Fit for 55」に対して EU 最高裁判所へ意義を申し立てるなど、気候変動対策を巡り EU と対立していました。

トウスク首相率いる KO は、2030 年までに国内エネルギー生産の 68%を再生可能資源から得ることとし、同年までに二酸化炭素排出量を 75%削減（2022 年比）するなど、脱炭素化のペースを速める計画を発表しています。また、首相就任後の欧州委員会のウ

⁴ ポーランド政府は 2018 年に司法改革の一環として懲戒制度の取扱いを最高裁判所に設置しましたが、該措置により、ポーランド政府の意向に反する判決を出した判事に対して懲戒処分を下すことが可能となりました。一方、欧州委員会はポーランド政府の対応に対し、EU がかけざる「法の支配」に反すると批判しています。

⁵ 2023 年 4 月、欧州委員会は、ポーランドから受領した制裁金停止要請を拒否しました。

<https://notesfrompoland.com/2023/04/13/eu-rejects-polands-request-to-end-e1-million-daily-fines-for-ignoring-ecj-ruling/>

⁶ EU から復興基金を受領するためには、裁判官の懲戒制度の停止等が条件となっています。

https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility/country-pages/polands-recovery-and-resilience-plan_en

⁷ ポーランドでは三権分立制を採用しており、大統領は行政権を行使します。憲法では、大統領はポーランドの代表として国家権力の継続の保証人であると同時に憲法の適切な遵守を確保し、国家の主権と安全、並びに領土の不可侵性と一体性を守るものとされています。

<https://www.president.pl/president/competences/state-representative-in-international-relations#:~:text=Pursuant%20to%20Article%20126%20of,continuity%20of%20the%20State%20authority.>

ルズラ・フォン・デア・ライエン氏との記者会見でも気候変動問題への積極的な参加を表明しており、ポーランドの今後の対応が注目されます。

2.ポーランドズロチの現状（制度的側面）

（1）為替制度の変遷、取引規模～現在は変動相場制

ポーランドの為替制度は、1991年より米ドルや独マルク等、5つの通貨バスケットに対するクローリング・ペッグ制⁸を採用してきましたが、2000年4月に廃止され、変動相場制へ移行しています。

次に、世界の外為取引の中でのズロチの位置づけを明らかにしていきましょう。表2は、各通貨の為替取引高を示したものです。米ドル/ポーランドズロチの1日当たりの取引高は333億米ドルであり、全体シェアの1%未満となっています。経済規模がほぼ同じ台湾と比べても取引規模は半分以下であることが分かります。また、ユーロ/ポーランドズロチの1日当たりの取引高では170億米ドル（全体シェア：0.2%）であり、デンマーククローネと同水準の規模となっており、世界各国の通貨の中では取引高が少ない通貨であることが分かります。

取引高の多寡は取引コスト⁹に反映されてきます。図7は各国通貨の銀行間取引における対ドル売り気配と買い気配の差を中心レートで割った数値です。この数値が大きいほど一般的に取引コストが高く、小さいほど取引コストが小さいことを意味します。ポーランドズロチを確認すると、気配値の差は例えばタイバーツの2倍近くあり、両気配の差が大きく取引コストが高いことが分かります。

⁸ インフレ率など特定の経済指標の変化に合わせて為替相場を調整するものです。

⁹ 取引コストは、取引高の多寡に加えて、通貨危機への耐性、政治リスクや取引相手となる現地銀行の信用力等、多角的な要素によって左右されます。

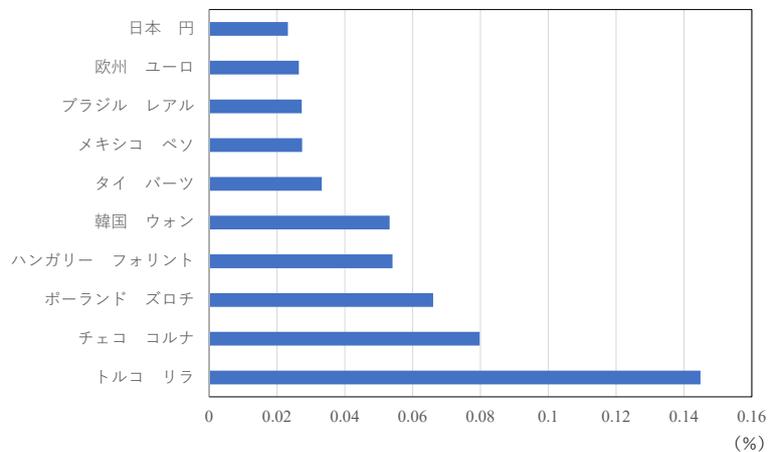
表 2 通貨ペア別為替取引高

一日当たり平均額			一日当たり平均額		
通貨ペア	2022年		通貨ペア	2022年	
	取引高 (10億ドル)	シェア(%)		取引高 (10億ドル)	シェア(%)
ドル/ユーロ	1704.8	22.7	ユーロ/ポンド	153.5	2.0
ドル/円	1013.4	13.5	ユーロ/円	102.7	1.4
ドル/ポンド	713.5	9.5	ユーロ/スイスフラン	67.5	0.9
ドル/中国人民幣	494.4	6.6	ユーロ/スウェーデンクローナ	37.6	0.5
ドル/カナダドル	410.1	5.5	ユーロ/ノルウェークローネ	35.7	0.5
ドル/豪ドル	380.8	5.1	ユーロ/豪ドル	24.1	0.3
ドル/スイスフラン	292.9	3.9	ユーロ/カナダドル	19.9	0.3
ドル/香港ドル	178.5	2.4	ユーロ/ズロチ	17.0	0.2
ドル/シンガポールドル	169.2	2.3	ユーロ/デンマーククローネ	12.8	0.2
ドル/韓国ウォン	127.6	1.7	ユーロ/中国人民幣	10.3	0.1
ドル/インドルピー	118.1	1.6	ユーロ/ハンガリーフォリント	8.2	0.1
ドル/メキシコペソ	103.1	1.4	ユーロ/チェココルナ	2.0	0.0
ドル/ニュージーランドドル	99.2	1.3			
ドル/スウェーデンクローナ	93.4	1.2			
ドル/新台幣ドル	80.7	1.1			
ドル/ノルウェークローネ	80.7	1.1			
ドル/ランド	64.2	0.9			
ドル/リアル	62.9	0.8			
ドル/ズロチ	33.3	0.4			
ドル/トルコリラ	23.6	0.3			

※2022年4月時点
(資料)国際決済銀行

(出所)国際決済銀行

図 7 各通貨の売り気配／買い気配の差



(注) (売り気配－買い気配) ÷ 中心レートをパーセント表示。2023年4月の平均値

(出所)Refinitiv

(2) 中央銀行と金融政策

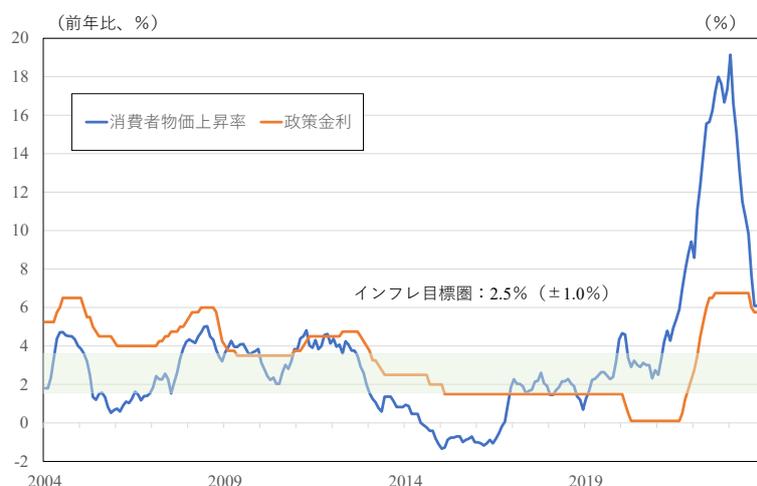
中央銀行であるポーランド国立銀行 (National Bank of Poland、以下、中銀) の主な業務は、金融政策の遂行や紙幣・通貨の発行、決済システムの提供、外貨準備金の管理等があり、中銀法で規定されています。中銀の独立性は1998年に中銀法の改正で強化されており、具体的にはインフレターゲット制度が採用されたほか、金融政策の独立性

等が明記されました。中銀の主な金融政策手段としては、公開市場操作や預金準備率操作、常設ファシリティーの活用がありますが、なかでも公開市場操作を金融調節の重要な手段としており、1週間物の中銀割引債券の最低利回りが金融政策会合で定められたレファレンス・レートに一致するように市場重視の政策運営を実施しています。

上述のとおり、中銀はインフレターゲットを導入し、各月の消費者物価指数(CPI)の上昇率を $+2.5\% \pm 1\%$ に収めることを目標としています。2021年から2023年にかけて国内経済の回復、労働市場の逼迫の影響やロシアによるウクライナ侵攻に伴う世界的なエネルギー価格の高騰等をうけ、消費者物価上昇率は、2023年2月に前年比19%まで上昇しました。インフレ率の上昇を受けて、中銀は2021年1月から1年かけて、政策金利を $+0.1\%$ から 6.75% まで引き上げました(図8)。

足元では、エネルギー価格が落ち着き、消費者物価上昇率も一桁台(2023年9月時点で8%)まで改善をみせていることから、中銀は2023年9月(-75bp)、10月(-25bp)と2ヵ月連続で政策金利を 5.75% まで引き下げ、据え置いています。

図8 ポーランドの政策金利と消費者物価上昇率の推移



(出所)ポーランド統計局、ポーランド国立銀行

(3) 外貨準備と国際通貨基金 (IMF) の目安

通貨危機などの緊急時に為替レートを安定させるためには、政府や中央銀行が外貨準備を用意しておくことが大切になります。外貨準備は、通貨危機や、他国に対して外貨建債務の返済などが困難になった際、政府や中央銀行が為替介入やファイナンスに使用する原資として使用します。

外貨準備高が十分であるかの判断材料としては、IMFが公表している Assessing

Reserve Adequacy Metric (ARAM) が有用です。ARAMは、①輸出、②マネーサプライ、③短期対外債務、④その他負債（債券、証券）に、ウェイトを掛け外貨流出リスクを算出し、リスクを防ぐために必要な外貨準備高の計算をしています。この目安を上回る外貨準備があれば安全だと判断できます（IMFは100～150%を適正な範囲としています）。

図9は、2023年のポーランドのARAMデータです。ポーランドの最新数値では156%と外貨準備高が適正水準の範囲内で推移していることが分かります。なお、2006年から2008年にかけては適正水準を下回っていますが、これは2004年以降EU加盟に伴う国際的な信用力向上や経済活動の活性化等により、分母となる負債が同時に大きく増加したことが背景にあります。偶発リスクに備えるという点でARAMの適正水準を確保することは重要です。一方で、ARAMの分母となる対外債務等は経済成長に繋がる投資を呼び込むという側面もある為、上手に返済リスクもコントロールしながら、海外資本を活用することが大切です。2009年以降は、十分な外貨準備を確保しており、安定性を保っています。他の新興国では、ハンガリーが116%、チェコが356%、マレーシアが113%、メキシコが120%であり、ポーランドの対外支払い能力は国際的に高い水準であることが分かります。

図9 ポーランド外貨準備高の適正水準に対する比率



(出所)IMF「Assessing Reserve Adequacy Metric(ARAM)」

3.ポーランドズロチ相場の長期推移

(1) 1990年代：順調に市場経済移行を果たしたポーランド

中東欧諸国最大の国として注目されてきているポーランドですが、体制移行直後の経済パフォーマンスは不安定でした。ここでは、今後の為替レートの動きの参考とするために、過去の出来事を振り返りながらポーランドズロチについて理解を深めていきましょう。

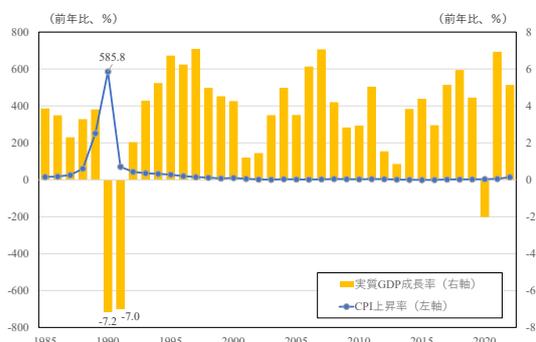
ポーランドは1980年代のソ連末期の経済的混乱を経て、社会主義経済体制から市場経済体制へ転換することになりました。しかし、短期間での急進的な移行計画となる「ショック療法」型の経済改革プログラム¹⁰が実施された結果、一時的な景気後退やハイパー・インフレーション、失業悪化に陥ります。インフレ率は、1990年1～6月にかけて前年同月比が1,000%を上回り、1990年通年でも上昇率は+585.8%と高騰しました（図10）。

鉱工業生産は1990年に前年比-24.2%、コメコン¹¹体制の崩壊が起こった1991年も同-8.0%と大きく減少し、実質GDP成長率も1990年に同-7.2%、1991年に同-7.0%と大幅なマイナスを記録しました。市場経済移行と同時並行で、政府は、価格の自由化に加え、市場実勢に合わせた通貨ズロチの引き下げ、金利引き上げを中心とする金融引き締めなどのマクロ経済安定化政策によりインフレ抑制を図ります。インフレは徐々に収束し、価格体系の自由化やズロチの交換性回復、商業・サービスを中心とする民間部門の成長等によって、1992年以降の実質GDP成長率はプラス成長となり、1990年代中盤には実質GDP成長率が+6～7%程度に達しました。マクロ経済が落ち着きを取り戻したことを受け、1995年1月には1,000旧ズロチを1新ズロチとするデノミネーションが実施されました。ただし為替レートの基調は変わらず対米ドル為替レートはズロチ安が1990年代後半まで続きました（図11）。同時期に、ポーランドは1995年にWTO、1996年にOECD、1999年にはNATOへ加盟するなど、国際社会、特に西欧諸国との関係を深めていきました。

¹⁰ 当該経済改革プログラムは、IMFや世界銀行の意向が強く反映されており、第1段階では、緊縮策によるインフレ抑制、為替やマクロ経済の安定化、市場競争を働かせるための制度作りが図られ、第2段階では、第1段階のインフレ抑制に加えて、国営企業の民営化推進等が盛り込まれています。

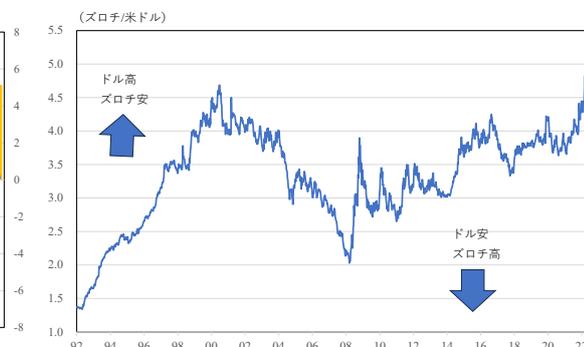
¹¹ 経済相互援助会議(Council for Mutual Economic Assistance)の略称。1949年に旧ソ連主導のもと、東欧州諸国を中心とする社会主義諸国間の経済協力を目的に設立した国際機構。1991年ソ連崩壊に伴い解体。

図 10 消費者物価上昇率と
実質 GDP 成長率の推移



(出所) IMF 「World Economic Outlook
Database: October 2023」

図 11 ズロチの対米ドルレートの推移



(出所) ポーランド国立銀行

(2) 2000 年代 : EU 加盟と好調な経済成長

2004 年に EU 加盟を果たしたポーランドは、以後、比較的好調な経済成長を維持していくことになりました。そのため 2004 年から 2008 年にかけて、ズロチの対ユーロの為替レートは上昇基調を辿っています (図 12)。

この背景としては、EU 加盟に伴う対内直接投資の増加や、経済の安定によりポーランドの金融・資本市場への資金流入が持続したことが挙げられます。また 2007 年には、米国のサブプライム住宅ローンの問題を受けて、金融市場の混乱による経済への影響を軽減することを目的に、米連邦準備理事会 (FRB) が利下げを行い、欧州中銀 (ECB) が政策金利を据え置いたなかで、ポーランド中銀は政策金利の引き上げを実施し、ズロチ対ユーロの為替レートは上昇し、2008 年には、1 ユーロ=3.2 ズロチを記録しました。

しかし 2009 年に入るとロシアのジョージア (グルジア) 侵攻により、ロシアに接している中東欧諸国 (ポーランドを含む) の地政学リスクが高まったほか、世界的な金融・経済危機の影響も加わり、2009 年 2 月には、1 ユーロ=4.9 ズロチに急落しました。

これに対し、ポーランド中銀は通貨安に歯止めをかけるための利上げや為替介入といった為替防衛策を実施しました。さらに 2009 年 3 月には EU 首脳会議において、EU に加盟する中東欧諸国に対する緊急融資枠を 500 億ユーロと従来の 2 倍へ拡大することが合意されたこと等を受け、ズロチの続落は食い止められ、逆にズロチは対ユーロで上昇に転じました。

図 12 ズロチの対ユーロレートの推移



(出所) ポーランド国立銀行

(3) 2010年代：ズロチの相対的安定期、経常収支の改善

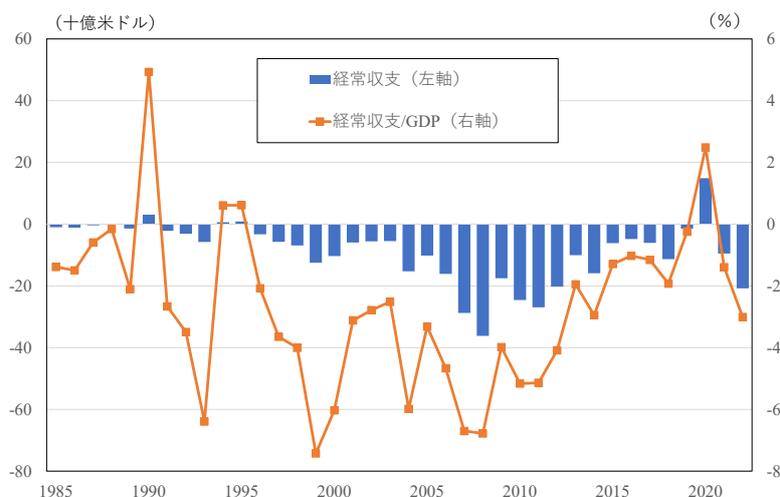
2010年代に入ると、世界経済の回復に伴う市場のリスク選好姿勢の高まりや、EUの緊急融資枠によるポーランドに対する国際的な信用力の向上もあり、ズロチ相場は、2010年初に1ユーロ=3.8ズロチまで上昇し、概ね1ユーロ=3.9~4.0ズロチ前後で推移していきます。2011年~2015年にかけては、2011年9月に欧州危機によるズロチ安（1ユーロ=4.45ズロチ）、2015年4月のECBの量的緩和によるユーロ安（1ユーロ=4.0ズロチ）によるズロチ高がありました。その後は、ズロチ対ユーロの為替レートは緩やかな下落基調へ進みます。

2015年5月の大統領選挙では、右派政権となる「法と正義（PiS）」出身のドゥダ氏が勝利し、社会保障充実や大型減税を公約にかかげる PiS が議会選挙でも躍進するとの見方からズロチ安が進行しました。また、同年10月の議会選挙でも PiS が勝利したため、政策の不透明性や財政悪化の懸念が高まりましたが、これを受け2016年1月には、大手格付会社 S&P（スタンダード・プアーズ）がポーランドの長期債格付を格下げ（「A-」から「BBB+」へ1段階引き下げ）し、一時ズロチ対ユーロは1ユーロ=4.5ズロチへ下落、4年ぶりの安値をつけました。その後、2016年~2019年には、堅調なファンダメンタルズ、経常収支の改善に下支えられ、概ね1ユーロ=4.0~4.2ズロチ前後で安定的に推移することになります。このように、2010年代後半以降は、それ以前と比べて、ズロチ通貨が他の新興国の通貨下落に連動して急落することはなく、変動幅が縮小していることが見てとれます。

ここでズロチの変動要因でもあるポーランドの経常収支についても確認してみましょう。2000年代の経常収支をみると、ポーランドの経常収支は赤字基調で推移していることが分かります（図13）。2006年から2008年にかけては、景気拡大による国内需

要の増加や、エネルギー価格の上昇等による輸入増加により、貿易収支が赤字となり経常赤字は拡大しました。一方、2010年以降は、ドイツの景気回復などにより輸出が増加したことに加え原油価格の下落で輸入額も抑えられたことから、貿易赤字が縮小し経常赤字も縮小傾向を辿っています。2020年は、景気悪化により輸入が減少したことから、1995年以来の黒字となりましたが、その後は、エネルギー価格の高騰による輸入額増加の影響や景気回復に伴い、かつてほどではないものの再び経常赤字となっています。

図 13 経常収支と経常収支/GDP 対比の長期推移

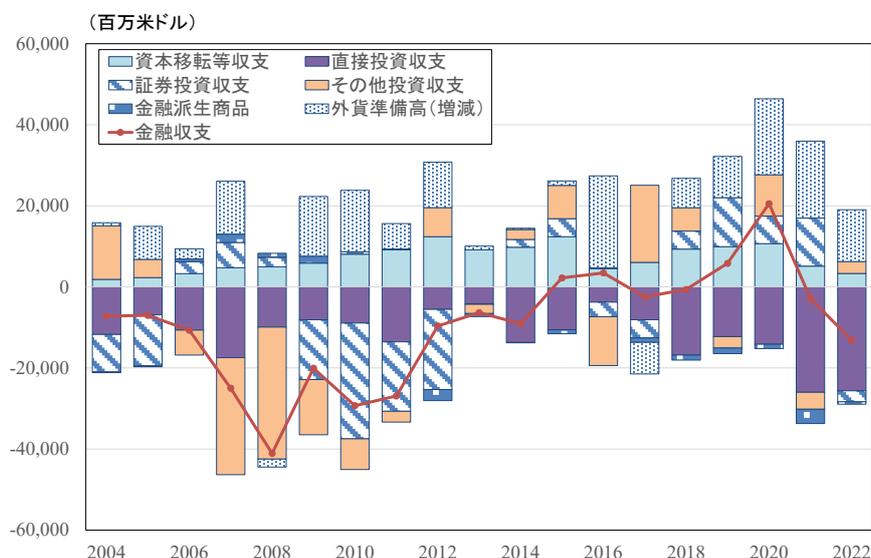


(出所) IMF 「World Economic Outlook Database: October 2023」

続いて、資本取引について概観してみましょう（図 14）。外国企業の進出等により直接投資収支は資金流入（赤字）が続いており、金融収支¹²は 2014 年まで資金の流入超過（赤字）となっています。2007 年～2008 年頃には世界的な信用収縮が広がる中、近隣国のハンガリーが金融危機に陥ったことから、ポーランドにおいても海外投資家による資金引き上げの動き（証券投資の資金流出）がみられましたが、その後、2009 年以降は、同国の好調なファンダメンタルズを背景に投資家心理が改善し、証券投資収支が大幅な流入超過（赤字）に戻っています。2015 年以降は、証券投資収支の流入額の縮小等を背景に、金融収支が純流出（黒字）の傾向に転じています。2020 年には、新型コロナウイルスの影響により、株式市場や債券市場において一時的な資金流出がみられ、金融収支全体では 229 億米ドルの流出超となりましたが、2021 年以降は外国企業による対内投資が増加したことに伴い、金融収支全体でも資金流入（赤字）となっています。

¹² 「金融収支」の各項目における収支のプラスは、資金の流出超過（純資産の増加）、マイナスは資金の流入超過（純資産の減少）を示します。一方、「外貨準備（増減）」のプラスは外貨準備高の増加、マイナスは外貨準備高の減少を示します。

図14 金融収支（外貨準備高増減を含む）および資本移転等収支の推移



(出所) ポーランド国立銀行

なお、ポーランドはユーロ不参加国ですが、当初はEU加盟後から早期のユーロ導入を目指してきました。しかし政府は独自の通貨保持と金融政策の自主性を確保したいという意向から、2012年にユーロ導入を見送っています。ユーロ加盟の条件とされるマーストリヒト基準は概ね満たしていますが、近年、ズロチ通貨の為替レートが比較的安定して推移していることに加え、ユーロ圏で相次ぐ経済危機や国民の警戒感も強いことから、ユーロ導入の意欲は高くないとみられています。

(4) 新型コロナウイルス禍とポーランド

2019年末に中国で最初の感染が確認された新型コロナウイルスは、瞬く間に全世界へと感染拡大し、2020年は経済活動制限やサプライチェーンの寸断を受け、世界経済は急激な景気後退を余儀なくされました。

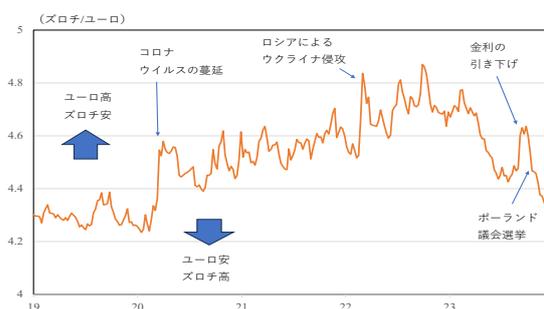
為替相場は、新型コロナ禍前は1ユーロ=4.2~4.4ズロチ前後の水準で安定的に推移していましたが、2020年3月には1ユーロ=4.6ズロチ近くまで下落しました(図15)。その後は、感染抑制と拡大が繰り返されるなか1ユーロ=4.5~4.7ズロチ前後で推移しました。2022年3月には国内の各種規制および入国制限も撤廃されています。

(5) ロシア・ウクライナ紛争に伴うエネルギー価格の上昇

コロナ禍が収束に向かっていた2022年2月、ロシアがウクライナへ侵攻しました。ポーランドは、東側国境がウクライナに接しているほか、エネルギーをロシアに依存し

ていたため、2022年10月に1ユーロ=4.9ズロチ付近までズロチ安が進行しました。2023年3月以降は、ポーランド経済への影響が限定的であることやポーランドとEUの金利差拡大を背景に、1ユーロ=4.4~4.5ズロチまで回復していきました。その後、インフレ改善に伴うポーランドの政策金利引き下げにより、一時ズロチが下落するものの、2023年10月の選挙による政権交代を受けて、2023年12月には1ユーロ=4.3ズロチまで上昇しています。

図 15 直近ズロチの対ユーロレートの推移



(出所)ポーランド国立銀行

図 16 原油・天然ガスの価格推移



(出所)世界銀行

図 17 欧州・ポーランドの政策金利推移



(出所)欧州中央銀行、ポーランド中央銀行

4.ポーランドズロチ取引における注意点

ここでポーランド経済のこれまでとその特徴をまとめてみましょう。ポーランド経済は2004年のEU加盟により飛躍し、EU基金や海外からの直接投資の流入等により、自動車や輸送用機器などの生産・輸出を拡大させ、社会資本などの整備を進めてきました。このため、ポーランドは、世界金融危機や欧州危機では、EU経済が低迷するなかでも一貫してプラス成長を継続してきました。またEUやドイツ経済の影響を受けやすい他の

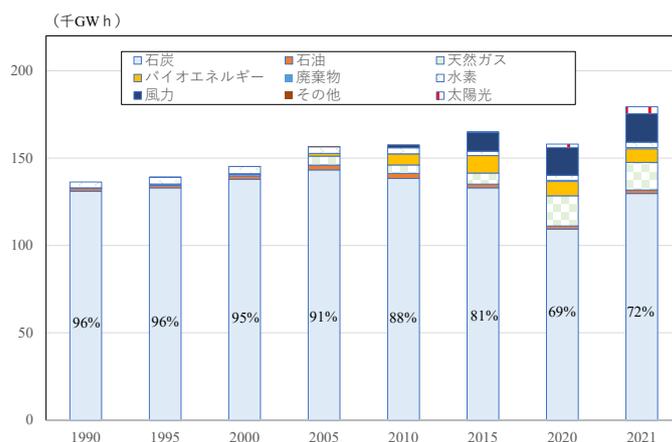
中東欧諸国と比べ、経済の安定性が総じて高いことも特徴です。

コロナ禍からの回復後、ロシアがポーランド隣国のウクライナへ侵攻し、ロシアからの天然ガス供給の停止やウクライナからの穀物輸出が困難となったことを背景とする急激なインフレの影響で個人消費が縮小し経済成長がマイナスとなったものの、2023年以降、インフレ率は改善傾向にあります。また、増加傾向にある直接投資などによりポーランド経済を後押しすることが期待されています。

政治面では、2023年10月の議会選挙で国家主権を重視するPiSがリベラル中道右派の「市民連立(KO)」率いる野党連合に敗れたことで、「法の支配」の問題等により悪化していたEUとの関係改善が期待されています。しかし、法改正には大統領署名が必要でPiS所属のドゥダ大統領が拒否権を行使する可能性もあり、EUとの関係性には引き続き留意が必要です。

中長期的な視点からは、少子高齢化に伴う労働力不足の問題や国内需要の縮小など社会構造の変化が経済成長を妨げる可能性について留意が必要でしょう。また、気候変動問題への対応も注目されます。ポーランドの電力発電(図18)は石炭が約7割を占めているため、前政府は2050年までのカーボンネットゼロにコミットせず、石炭以外の電源多様化を進める計画を公表していましたが、トウスク首相は気候変動問題を重要事項としており、今後の対応が期待されています。逆に対策が大きく遅れてしまうとポーランド経済や通貨の行方を左右する要因になるかもしれません。

図 18 ポーランドの電力構成



(出所) 国際エネルギー機関

5.ポーランドに関連する経済情報

ポーランドの政治・経済に関する情報は、日本国内の新聞の経済面や国際面を開いても掲載されていることはあまりありません。掲載されている場合は、既に為替レートに影響を与えるような現象が起こっているときでしょう。これは紙面に限りがある以上致し方ないことで、どうしても新興国のニュースは後追いになってしまいがちです。

しかし、ポーランドズロチに投資する場合は後追いでは困るでしょう。ニュースを待つのではなく、積極的に集めにいく必要があります。インターネットでの情報収集は非常に有益ですので、ここでは、ポーランドに関連する情報を提供しているサイトを紹介いたします。なお、以下の情報源の名称、URL 等は当レポート発行時点のもので、予めご了承ください。

① JETRO（日本貿易振興機構）

主に輸出入や、海外進出を考えている企業向けの情報を扱っていますが、国のあらましや政治・経済情勢、為替制度なども解説しています。

<https://www.jetro.go.jp/world/europe/pl/>

② 経済レポートドットコム（keizai report.com）

銀行や証券会社など金融機関が発行している経済レポートのまとめサイトです。このサイトを利用すれば、国内の各社が出しているポーランド関連のレポートを一覧し、アクセスすることが可能です。登録すれば、毎週レポートを定期的にメルマガとして届けてくれるサービスもあります。

<http://www3.keizaireport.com/report.php/-/node=62/>

③ 在ポーランド日本国大使館 HP

ポーランドの現地情報を発信しています。コロナ感染状況についても情報があります。

https://www.pl.emb-japan.go.jp/itprtop_ja/index.html

④ IMF（英語）

ポーランドの経済統計、情報だけでなく、IMF スタッフらによる分析も掲載してあります。最初は、どこに何があるのか確認するのが大変ですが、慣れれば「宝の山」と言っても過言ではありません。

<https://www.imf.org/en/Countries/POL>

⑤ ポーランド国立銀行（英語）

ポーランド国立銀行の HP です。政策金利やインフレ動向を示す消費者物価上昇率等の各種統計や金融政策についても確認できます。

<https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/srodeken.htm>

以上

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員 並木 馨子

(2024 年 1 月 31 日記)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。当資料の数値、見解等は、特に断りのない限り、当資料作成日現在のものです。