



# ポーランド：軌道に戻る

ガイド・ジャンマッティ  
RBC新興国株式チーム  
ポートフォリオ・マネジャー

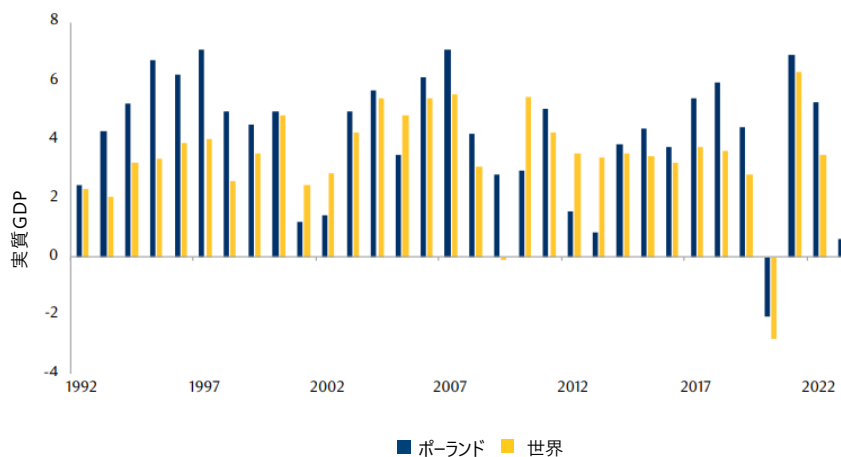
2024年5月

「ポーランドの経済は過去30年間一貫して拡大し、1991年から2019年の間には年平均4.2%の経済成長を遂げ、1人当たりの所得は3倍に増加しました。」

欧州で最も高い、安定した経済発展を遂げている国と聞いた時、スイスか、おそらくルクセンブルクか、北欧諸国のあたりを思い浮かべるでしょう。実はポーランドがその答えです。

ポーランドの経済は過去30年間一貫して拡大し、1991年から2019年の間に年平均4.2%の経済成長を遂げ（図表1）、1人当たりの所得は3倍に増加しました。これは、世界史上最も長い成長サイクルの1つです。しかし、2020年には、新型コロナウイルスとマクロ環境の悪化によりそのトレンドは止まり、近隣のウクライナでの戦争によりまもなく20%のインフレが起きました<sup>1</sup>。

図表1:ポーランドの長期GDP成長率と世界の成長率



出所: IMF WEO, Haver Analytics, Morgan Stanley Research

1. [ポーランドインフレ率\(tradingeconomics.com\)](https://tradingeconomics.com/poland/inflation)

しかし近い将来、状況は好転する可能性があります。リサーチトリップから帰国したばかりですが、同国に対する見方はより楽観的なものとなっています。政府関係者や企業からは前向きな姿勢が見受けられました。現在、同国では、消費者・企業双方の前向きな姿勢や、持続可能な成長への回帰期待の背景となっている進展が様々な分野で見られています。

一つ目は、インフレの急速な正常化とともに経済が改善しており、それに伴い貯蓄、購買力、消費者信頼感が回復していることです。二つ目は、最近の政治的リーダーシップの変化により、構造改革への期待が高まり、EUとの関係に改善が見られています。これにより同国はさらに600億ユーロの助成金と融資を利用できるようになりました<sup>2</sup>。最後に同国の有望な見通しと株式の相対的に低いバリュエーションを踏まえ、多くの投資家が同国の株式市場に参入し始めていることです。

### 景気：成長への楽観論が高まっている

ポーランドのマクロ環境は、近年、目覚ましい改善を見せています。インフレ率は、2023年初頭の20%のピークから同国の長期平均値である2.5%まで低下しました（図表2）。その結果、政策金利は低下し、年後半から2025年にかけてもこの基調が続くと見込まれています。

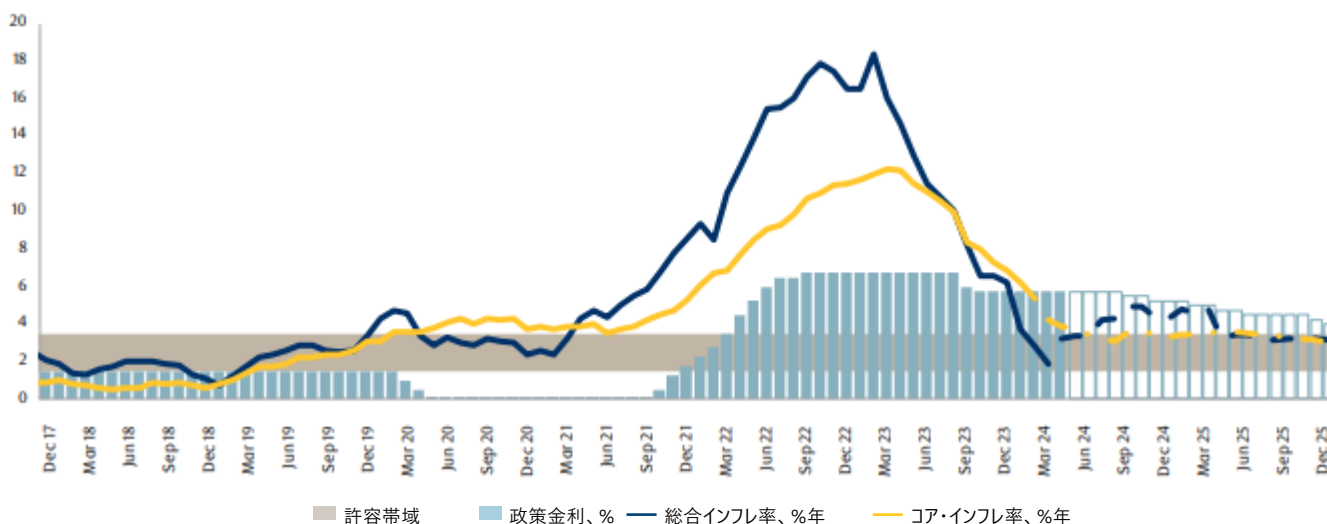
消費者友好的な政策もあり実質賃金の力強い上昇が、消費者の信頼と貯蓄を回復させています。短期的には、消費が成長の主要な原動力になると予想されています。中長期的には、公共投資と民間投資が、GDP成長を同国の長期的平均に近い、あるいはそれを上回る水準にまで押し上げる可能性があると考えています。



食料品チェーンのディノ・ポルスカを訪問

同国の財政面を見ると、ポーランドはGDP対比約2.0%の経常黒字<sup>3</sup>となっています。ここでポーランドの過去10-20年間の輸出における成功事例を紹介したいと思います。同国の輸出額は2023年に3,340億ユーロに達したのに対し、2020年は2,210億ユーロ、2014年は1,530億ユーロであり、過去10年間で一貫して10%のCAGR（年平均成長率）となっています<sup>4</sup>。ポーランドは、機械や産業設備、繊維製品、農産物を輸出しています。

図表2:ポーランドのCPIと政策金利 - 急速な正常化



出所: IMF WEO, Haver Analytics, Morgan Stanley Research

2. [ポーランドの復興レジリエンス計画-欧州委員会\(europa.eu\)](https://europa.eu)
3. [ポーランドの対GDP比経常収支 \(tradingeconomics.com\)](https://tradingeconomics.com)
4. Morgan Stanley

ポーランド通貨は大幅に上昇したものの、ほとんどのバリュエーション指標において割高にはなっておらず、実際にはPPP（購買力平価）ベースで見ると依然として大幅に過小評価されています。直近のデータに基づけば、債務残高の対GDP比率は50%、民間債務の対GDP比率は35%<sup>5</sup>と比較的低い水準にあります。財政赤字はGDP<sup>6</sup>対比で-5%とパンデミック以降悪化したことは認めざるを得ません。しかし今年は、経済成長と税収の改善により赤字幅は2024年末までにGDP比-4.5%に縮小すると予想されています。同国の財務省とエコノミストは、再生可能エネルギー源開発に向けた取り組みにより家庭へのエネルギー補助金が削減されるとの見方から、年間でさらに0.5-0.6%の縮小を見込んでいます。

### 政治的变化：より高い成長を達成するための改革とEU復興基金

2023年10月に実施されたポーランドの議会選挙では、ドナルド・トゥスク首相の下で「市民連合」が率いる新たな政府が形成され、同国の政治環境は、8年に亘る右派「法と正義」政権が終わったことで、大きな転換期を迎えました。同政府は公約として構造改革を進めており、特に国有企業を率いる新しい経営チームの任命や、司法の独立性を高めるための司法改革に関しては前向きに評価されました。ポーランドとEUとの関係改善に極めて重要となる司法改革において進展が見られたことで、復興レジリエンス・ファシリティー（以下「RRF」）から600億ユーロの資金が追加で拠出されました。これにより、欧州から受け取る資金総額は1,370億ユーロとなり<sup>7</sup>、これは2024年の予想GDPの18%に相当します。RRFの資金が経済に回ることで、今後10年間の経済成長を大幅に押し上げる可能性があります。ECBの推計によれば、2026年のGDP成長率はRRFによる支払いがない場合と比較して1.3%増の4.1%となり、2030年には2%増の4.6%となることが見込まれています。

### 「政府は、風力発電の開発と再生可能エネルギー源による発電量を増やすことを目指したエネルギー改革案の詳細部分の検討に取りかかっています。」

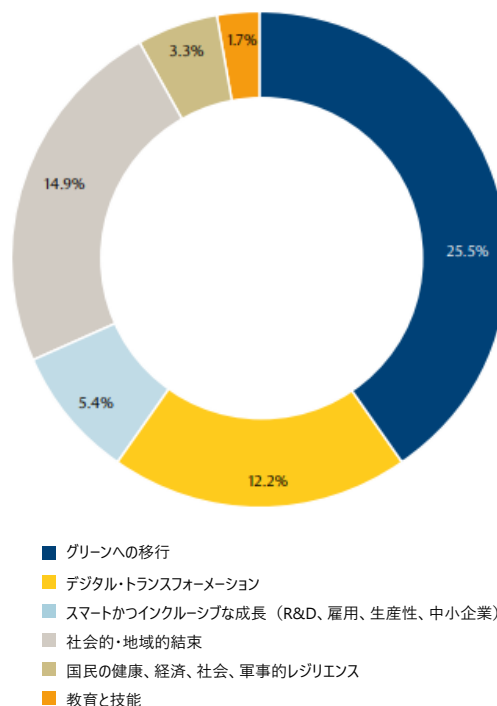
短期的には、公共投資が増加するにつれて、潜在的なクラウディングイン効果が民間投資を押し上げる可能性もあります。エコノミストの間では、財政乗数は1.25倍台（1米ドルの公共投資につき0.25米ドルの民間投資が集まる）となるのが一般的と言われています。長期的には、グリーンでデジタル化された経済への移行が、高い生産性と質の高い成長性をもたらすと考えられています。



急成長中のディスカウント小売業者のPepcoに訪問

政府は、風力発電の開発と再生可能エネルギー源による発電量を増やすことを目指したエネルギー改革案の詳細部分の検討に取りかかっており、2030年までにエネルギー消費全体に占めるこれらのエネルギー源の割合を30%にすることを中間目標としています。ポーランドはEU諸国の中で最も炭素集約度が高い国となっています。2026年までに支払われるRRFの68%がグリーン移行への投資に向かうことを踏まえると、EUの資金に限らず、エネルギーセクターにおける改革は、同セクターへのさらなる民間投資を呼び込むカタリストとして極めて重要となっています(図表3)。

図表3:EU資金の予想される配分先 - エネルギー改革関連が最大のシェアを占める



出所：2024年4月時点、MoF Poland, RBC GAM

5. ポーランド：2023年の対GDP比の政府債務比率 | Statista

6. ポーランド政府予算(tradingeconomics.com)

7. 「グッドニュース」：最大1,370億ユーロの資金を調達するポーランド、EU高官がコメント

## 資本市場の深化

ポーランドの株式市場は2023年10月中旬の選挙以降、米ドルベースで30%上昇<sup>8</sup>していますが、市場でのバリュエーションは依然として相対的に魅力的です。さらに、2022年以降、ポーランド株式の存在感は高まっているものの、新興国株式そのものがアンダーウェイトとなっていることに加え、新興国株式市場の中でもポーランドのウェイトは長期的な平均を大きく下回っていることに注目しています。政権交代に伴い構造改革が実施された他国の事例（例えば、2014年のインド、2016年のブラジル）を踏まえると、イベントを経た同国の国内株式市場に対する見通しは改善したと言えるでしょう。

しかし、同時にリスクも存在します。潜在的なリスクの1つはインフレの再燃であり、実質賃金の力強い伸びとエネルギー価格の上昇によりインフレが復活する可能性があります。これは利下げのペースを減速させ、投資や経済成長に打撃を与えるかもしれません。また、政府関係者とのミーティングで感じたのは、EUの資金がどのように配分されるかについて明確化する必要があることです。一旦、計画がまとめられれば、強い執行力を以て実行されると考えています。



執筆者

## ガイド・ジャンマッテイ

ポートフォリオ・マネジャー



RBCブルーベ이의RBC新興国株式チームでポートフォリオ・マネジャーとリサーチ・ヘッドを務める。現在は、台湾、中東欧のリサーチを担う。2010年入社以前、英国を拠点とする資産運用会社で新興国市場ポートフォリオ・マネジャー、株式アナリストとして、グローバル新興国市場戦略に特化した業務を行う。それ以前はグローバルな資産運用会社で証券アナリストとして勤務し、ジュニア・ポートフォリオ・マネジャーに昇格。1998年にイタリアで株式及びデリバティブのトレーダーとして投資業界でのキャリアをスタート。



RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したのではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータルリターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上