

基礎研 レポート

「トリプル安」後の英国 — 日本が真に学ぶべきことは？ —

経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1—はじめに—「トリプル安」から速やかに脱却した英国、回避している日本

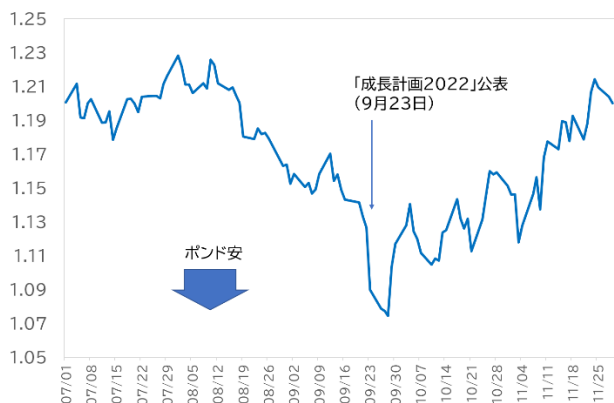
今年9月下旬から10月半ばにかけて、英国が通貨ポンド、国債、株価の「トリプル安」に見舞われた(図1~3)。きっかけは、9月23日にトラス政権(当時)が打ち出したミニ予算「成長計画2022」(以下、「ミニ予算」と表記)だった。9月21日に詳細が示された半年間で600億ポンド相当(1ポンド=165円換算で9.9兆円)の大規模なエネルギー価格安定化策に続くもので、5年間で450億ポンド相当(同7.4兆円)の減税策を柱とする計画だった。「トリプル安」に対して、中央銀行のイングランド銀行(BOE)は金融システム安定化策を迫られ、クワーテング財務相(当時)は独立財政機関・予算責任局(OBR)の見通しを反映した「中期財政計画」を早期に公表する方針を打ち出すなど火消しに動いた。結局、クワーテング財務相は更迭、ハント新財務相による減税策の大部分の撤回表明を経て、トラス首相自身も就任から49日で退陣に追い込まれた(表1)。

一連の出来事は、高インフレ下での財源の裏付けのない大規模財政出動が市場から拒否された金融ショックとして記憶に深く刻まれたが、英国の「トリプル安」はおおよそ2週間という限られた期間の出来事だった。ポンド相場、国債利回り、株価は、すでに混乱前の水準を回復している。

翻って日本では、10月28日に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策(以下、総合経済対策)」、11月8日に総合経済対策のための28.9兆円の2022年度第2次補正予算案を閣議決定し、本稿執筆時点では、国会で審議が行われている。第2次補正予算案は、歳出の財源の8割に相当する22.9兆円を国債の増発で賄うもので、その規模は、トラス政権の借入額を遙かに超える。しかし、これを材料とする10年国債利回りの上昇や円安圧力の強まり、株価の下落などが生じる気配はない(図表4~6)。

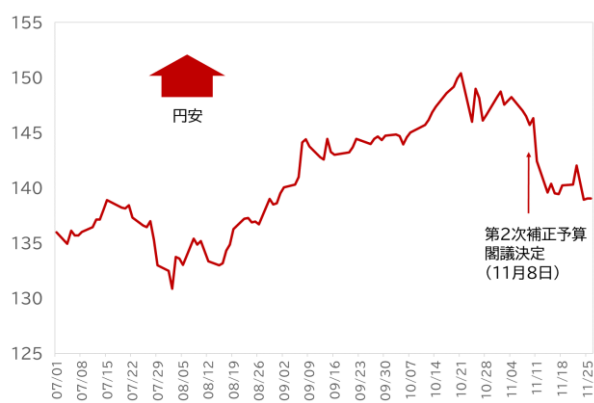
同じ借入依存の財政出動でも市場の反応が異なることをどう受け止めるべきなのか。以下、本稿では、5つの観点から日英の相違点を確認した後、英国の「トリプル安」と短期間での脱却の背景にある財政政策の転換の内容を点検し、日本が英国の混乱と脱却のプロセスから学ぶべきことについて考えてみたい。

図表1 22年7月以降の英ポンド対ドル相場



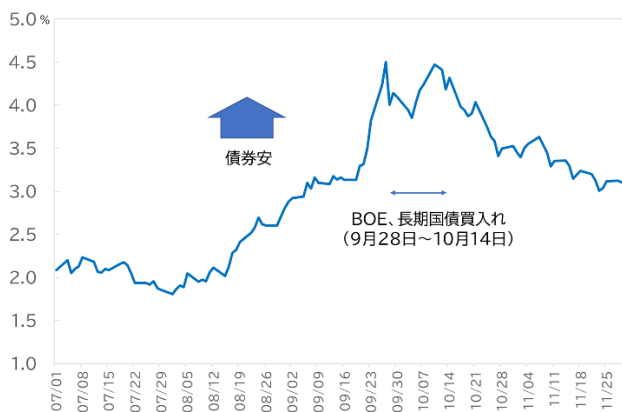
(資料) イングランド銀行 (BOE)

図表4 22年7月以降の円の対ドル相場



(資料) 日本銀行 (BOJ)

図表2 22年7月以降の英国10年国債利回り



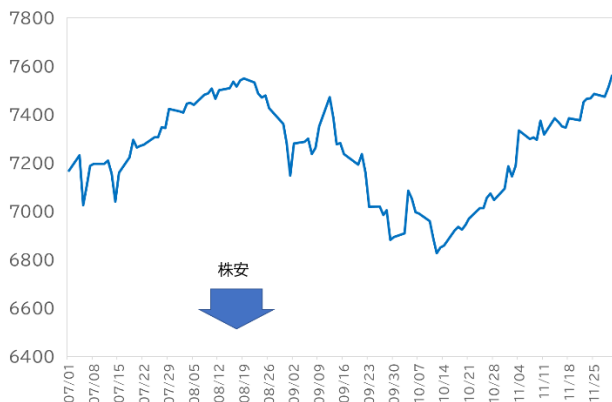
(資料) イングランド銀行 (BOE)

図表5 22年7月以降の日本10年国債利回り



(資料) Datastream

図表3 22年7月以降の英株価 (FTSE100)



(資料) フィナンシャル・タイムズ (FT)

図表6 22年7月以降の株価 (日経平均)



(資料) Datastream

表1 「トリプル安」前後の出来事

月日	主な動き
7月7日	ジョンソン首相辞任表明
9月6日	トラス首相就任
9月8日	大規模なエネルギー価格安定化策の方針表明
9月9日～19日	エリザベス女王の服喪期間
9月21日	エネルギー価格安定化策の詳細公表(家計向け光熱費の2年間の据え置き(EPG)、企業・団体向けの光熱費の半年間の減額(EBRS)のコストは半年分で600億ポンド)
9月21日	イングランド銀行(BOE)、50bp利上げと12カ月で800億ポンドの国債売却方針表明
9月21～22日	米連邦公開市場委員会(FOMC)、3会合連続の75bpの利上げ。参加者の政策金利見通しの大幅上方修正
9月23日	クワテング財務相、450億ポンドの大規模減税策を盛り込むミニ予算「成長計画2022」公表⇒ポンド、国債価格、株価急落(トリプル安)
9月26日	クワテング財務相、予算責任局(OBR)に11月23日に「中期財政計画」に沿った経済見通しの公表を要請
9月28日	BOE、金融システム委員会(FPC)の勧告を受けて、金融システムの安定のため、長期国債の買入れを10月14日まで実施する方針を表明
9月29日	クワテング財務相、OBRに10月7日に経済見通し暫定第1版の提供を要請
9月30日	格付け会社S&P、英国の長期外貨建て及び自国通貨建てソブリン格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に変更。格付けは「AA」で据え置き
10月3日	クワテング財務相、大規模減税策のうち、最高所得税率の引き下げを撤回
10月5日	格付け会社フィッチ・レーティングス、英国の長期外貨建て発行体デフォルト格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に変更。格付けは「AAマイナス」で据え置き
10月10日	「中期財政計画」の公表を10月31日に前倒しする方針を表明 BOE、金融システム安定のための長期国債買入れの一日あたり上限額を引き上げ(50億ポンド→100億ポンド)
10月11日	BOE、長期国債の買入れ対象にインデックス連動国債を追加
10月14日	BOE、金融システム安定のための長期国債買入れを予定通り終了 クワテング財務相解任、後任にハント氏就任 法人税増税撤回の撤回(=予定通りの引き上げ)
10月17日	ハント財務相大規模減税策の大部分の減税策撤回方針、エネルギー価格安定化策の期間短縮(EPGの2年→半年)など見直しを表明
10月20日	トラス首相辞任表明
10月25日	スナク首相就任
11月1日	BOE、保有国債の売却開始
11月1～2日	FOMC、4会合連続の75bpの利上げ。声明文に先行きの利上げペース縮小を示唆する文言付加
11月3日	BOE、0.75%の利上げを決定。市場の過剰な利上げ期待を牽制
11月17日	ハント財務相「秋季財政演説」、中期財政計画を提示 OBR、「経済財政計画」を公表

(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所作成

2—日本と英国の違い

1 | 物価・賃金動向

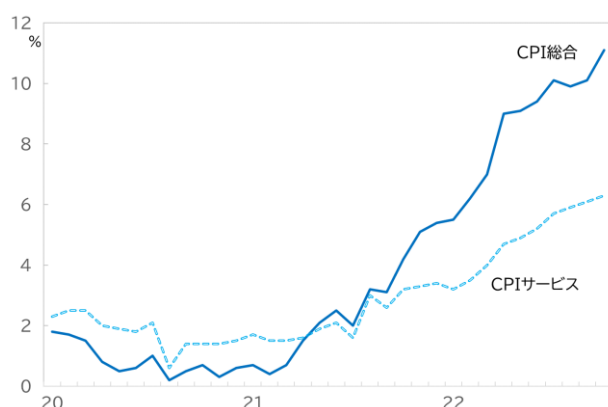
英国の「ミニ予算」でまず問題視されたのは、高インフレ下での借入を財源とする大規模財政出動がインフレ・スパイラルを深刻化させるリスクである。この点は日本の総合経済対策ではあまり問題視されていない。

(1) 英国で生じた問題

英国のCPIは「ミニ予算」の公表時点ですでに前年同月比10.1%（22年9月）、10月にはさらに同11.1%まで加速した（図表7）。日本の場合も、CPI（総合）は歴史的な伸びとなっているが、同3.7%（22年10月）と英国に比べれば遥かに低い（図表8）。エネルギー、食品価格の上昇率が高い点は日英共通だが、英国の方が、物価上昇の裾野は広い。特に違いが目立つのは賃金と連動性が高いサービス価格で、英国では同6.3%となっている。

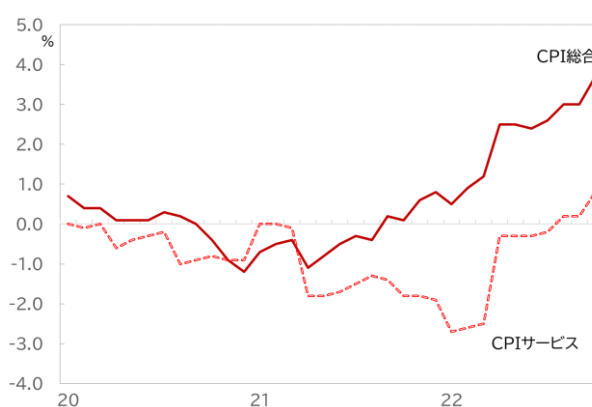
賃金の伸びは、急激な物価の上昇に追いついておらず、英国国家統計局（ONS）が算出する実質賃金（CPIの伸びを差し引いた賃金）は22年7～9月期で前年比マイナス2.6%まで沈んでいる¹。高インフレによる購買力の低下は、「生活費危機」と言われるほど深刻で、交通、郵便、教員さらに看護師へと、購買力の回復を求めるストライキは幅広いセクターに広がっており、物価と賃金のスパイラル的上昇の様相が深まっている。

図表7 英国CPI



(資料) 英国国家統計局 (ONS)

図表8 日本CPI



(資料) 総務省統計局

(2) 日本の場合

日本のサービス価格は、原材料の値上がりの価格転嫁が進む外食（同5.5%）を除けば押し並べて伸びが低く、全体では同0.8%に留まる（図表8）。厚生労働省の「毎月勤労統計調査」では実質賃金は9月（確報値）で前年比1.2%のマイナスである。賃金の伸びが、物価の上昇に追いついていないことによる賃金の目減りは強く意識されるようになっており、賃上げ率の拡大が見込まれている。そ

¹ [ONS Average weekly earnings in Great Britain: November 2022](#)（本稿12ページに図表19として掲載）

れでも、物価の上昇には届かないとの見方が優勢²で、むしろ、日本では、物価上昇を受けた購買力の低下が、低く抑えられてきた賃金上昇への契機となることが期待される点が英国と異なる。

2 | 金融政策と国債保有構造

英国の「トリプル安」局面では、市場は拡張的な財政政策と引き締めを加速する金融政策との方向性の不一致に激しく反応したとされる。

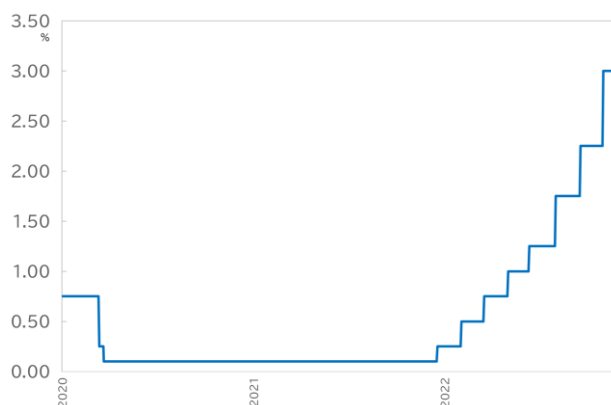
(1) 英国で生じた問題

英中銀のBOEは、高インフレへの対応として、21年12月に利上げを開始、その後、毎会合で利上げを決めてきた(図表9)。22年2月には満期で償還される国債の再投資停止による量的縮小にも踏み出している。

さらに、「ミニ予算」公表直前の9月21日の金融政策委員会(MPC)では、50bpの利上げと量的緩和のために買入れた国債を、満期を待たずに市場で売却することで量的縮小を加速することを決めていた³。

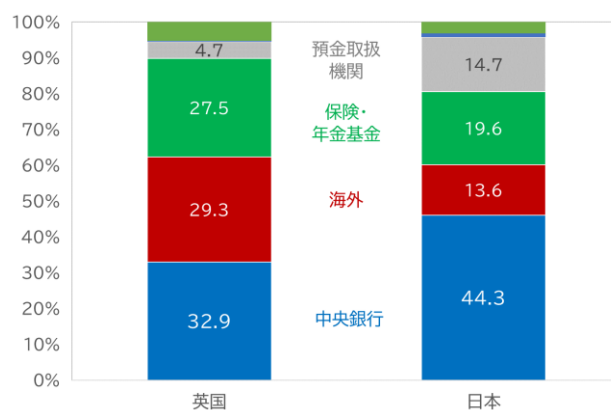
英国債管理庁(DMO)によれば、22年3月末時点でBOEが資産買い入れファリシティー(APF)を通じて買入れた国債の残高は8045億ポンドあり、中銀による国債保有割合は32.9%で、海外(29.3%)、保険・年金基金(27.5%)を抑えて最大の保有主体(図表10-左)だが、量的縮小とともに中銀保有の割合は低下に転じ始めていた⁴。

図表9 英国政策金利



(資料) イングランド銀行 (BOE)

図表10 国債保有比率



(注) 英国は22年3月末時点、日本は22年6月末時点

(資料) 英国債管理庁 (DMO)、日本銀行

BOEの「トリプル安」への緊急対応の焦点は債務連動型投資(LDI)戦略をとる年金基金に生じた問題だった。LDIは、デリバティブを活用して低金利環境下でもレバレッジをかけて運用益の拡大を目指す投資戦略だ。しかし、国債利回りの急上昇でデリバティブの評価損が発生し、急遽、追

² 「NHK NEWS WEB 物価上昇追いつかない賃金 今後は?専門家に聞く【経済コラム】」2022年11月27日

³ 12カ月間で800億ポンド削減し、残高を7580億ポンドに減らすことを決めていた。

⁴ [United Kingdom Debt Management Office Quarterly Review April - June 2022](#)

加担保の差し入れや純資産価値（NAV）維持のため追加資金を捻出する必要に迫られた。資金確保のための保有国債の大量売却が、自己実現的な金融システム危機に発展するリスクが高まった⁵。

BOEは、9月28日に、10月3日から予定していた国債売却の開始を1カ月延期、金融システム安定化策として9月28日から10月14日までの13日間、国債の買入れを実施することを決めた（図表2、表1参照）。金融政策を決めるMPCではなく、金融システムのリスクの特定と監視、対応策の方向性の提示などを責務とする金融行政委員会（FPC）の勧告に従ったものだ。

BOEで市場を担当するハウザー理事は、講演で、国債の緊急買入れについて、バックストップとして金融の安定性の問題を解決し、市場を再活性化するために必要な量に留め、対象を絞り込んだと説明している⁶。この「金融安定国債ポートフォリオ」の買入れ額は累計で長期国債121億ポンド、インデックス連動国債を72億ポンドであり⁷、11月29日以降、「タイムリーかつ秩序だった方法」で売却する方針である⁸。

金融政策も、11月1日に1カ月延期した国債の売却を開始、11月3日のMPCでは21年12月以降、8会合連続となる利上げを決めた。11月の利上げ幅は、前2回のMPCの0.5%から0.75%に拡大、政策金利は3%に達している（図表9）。

BOEは、金融システムの潜在的なリスクとして懸念されてきたノンバンク・セクターの「隠れたレバレッジ」が金融システム危機に発展することを阻止する役割を果たした。期間を限定し、量と対象を絞り込むことで、金融政策との矛盾を最小限に抑えた。「財政ファイナンス」とは一線を画し、ポンドの信認維持に貢献したとも言える。

他方、結果として、政権に政策の見直しと退場を迫った形ともなり、BOEへの権限の過度の集中を問題とする声もある⁹。

BOEの権限強化は、2010年に保守党に政権が交代した後に行われた世界金融危機を教訓とする金融監督体制の見直しの一環で決められたものだ。BOEは委任された権限の範囲で、金融政策と金融システム対策を実施することになっている。ハント財務相は、トラス政権の「ミニ予算」を大きく修正した「中期財政計画」を公表した11月17日、BOEのベイリー総裁にFPCとMPCの役割について2通の書簡を出し、「金融市場の混乱に対してFPCの勧告に従ってBOEが果たした役割を歓迎する」¹⁰とし、MPCの「主要な目的はCPIで2%の対照的な物価目標」であり、「政府が物価目標の定義を変更しない」¹¹ことを確認、混乱期にBOEが果たした役割を肯定している。

⁵ 「くすぶる英国発の金融不安、世界が警戒」日経電子版22年10月15日。BOEのカンフリ副総裁から議会下院財政委員会委員長を務めるストライド議員への10月18日付の書簡で経緯が説明されている。

⁶ [‘Thirteen days in October: how central bank balance sheets can support monetary and financial stability – speech by Andrew Hauser’](#) 04 Nov 2022, p.10 Chart 2

⁷ 前掲書簡12ページ。同書簡では、インデックス連動国債は、BOEの買入れ対象資産ではなかったが、流動性が低いため、投げ売りのリスクがとりわけ高かったと説明されている。

⁸ [Bank of England Unwind of financial stability gilt purchases – Market Notice 23 November 2022](#)

⁹ David March [‘How to manage Bank of England and Treasury’](#) OMFIF, 25 Nov 2022 参照。BOE内に設置、2011年6月から活動を開始している。詳細は [BOE Financial Stability](#) 参照。

¹⁰ [HM Treasury Financial Policy Committee Remit and Recommendations: Autumn Statement 2022 Published 17 November 2022](#)

¹¹ [HM Treasury Monetary Policy Remit: Autumn Statement 2022 Published 17 November 2022](#)

(2) 日本の場合

この間、日銀は、物価状況の変化にも関わらず、金融政策の変更は行っていない。前項で見た通り、足もとの物価高は賃金上昇を伴っておらず、政府・日銀アコード¹²に記された「持続可能な物価の安定の実現」につながるものではないとの理由である。日銀は、長短金利操作（イールド・カーブ・コントロール=YCC）で、短期金利は「日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス 0.1%の金利を適用」するとしており、無担保コールオーバーナイト物レートは、マイナス圏にある（図表 11）。長期金利は「10 年国債利回りがゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず、必要な金額の長期国債買入れを行う」とし、さらに 0.25%の利回りでの連続指値オペを実施することで上限を抑えている¹³。この枠組みの下では 10 年国債の価格の下落（利回りの急上昇）は生じない。

日銀による国債保有残高は 22 年 6 月末時点で 44.3%と主要中銀で最も高く¹⁴、保険・年金基金（19.6%）、預金取り扱い機関（14.7%）、海外（13.6%）を大きく上回る（図表 10-右）¹⁵。日銀の金融政策について、国内の投資家は広く当面の現状維持を予想しているが、海外投資家の間では、この政策を維持することは困難との見方は根強い¹⁶。

3 | 経常収支と外貨準備高

9~10 月にかけて、日本の通貨当局は、急激な円安を牽制するための介入に動いたが、英国は、「トリプル安」対応としての為替市場への介入は行っていない。

英国は、貿易収支の大幅な赤字に加えて、所得収支も赤字であるため、経常収支は赤字基調である（図表 12-青線）。外貨準備高は、22 年 10 月末時点で 1761.0 億ドルである¹⁷。通貨当局の意思はともかく、介入で通貨安に歯止めを掛ける能力はそもそも十分に有していない。

日本でも、2021 年 7~9 月期に貿易収支が赤字に転じ、原油価格の高騰や円安による輸入金額の増加で赤字幅は拡大方向にあるが、所得収支が大幅な黒字を計上しており、経常収支の赤字転化は免れている（図表 12-赤線）。

日本の外貨準備高は、中国に次ぐ世界第 2 位の水準に積みあがっているが、円買い介入と保有する米国債の価値が金利の上昇で目減りしたことで減少傾向にある。円買い介入の規模は、9 月は 2.8 兆円、10 月は 6.3 兆円規模に達し、外貨準備残高は 22 年 10 月末時点で 1 兆 1945 億ドルとピークの 21 年 8 月の 1 兆 4243 億ドルから 16%減少している。

それでも、日本の外貨準備高は英国のおよそ 7 倍あり（図表 13）、介入により通貨安に歯止めを掛ける能力は英国より高い。他方、介入によって為替相場のシグナルが働きにくくなる面もある。

¹² [デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）【平成 25 年 1 月 22 日 内閣府・財務省・日本銀行】](#)

¹³ [日本銀行「当面の金融政策運営について」22 年 10 月 28 日](#)

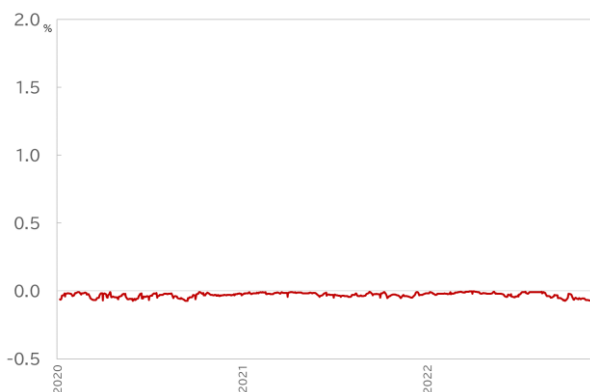
¹⁴ 前掲ハウザー理事スピーチ、p.10 Chart 2

¹⁵ [日本銀行調査統計局「参考図表 2 0 2 2 年第 2 四半期の資金循環（速報）」2022 年 9 月 20 日](#)

¹⁶ 海外投資家が金融機関から日銀が買入れ対象とする国債を借りて市場で売る「空売り」で利益をあげる動きが広がったことで、10 月末には、新発国債の一部銘柄で日銀の保有比率が一時 100%を超える事態も発生したが、その後、追加発行により保有比率が低下している（「[MarketBeat 日銀緩和に迫る量の限界 国債保有 100%超が招く混沌](#)」日経電子版 2022 年 11 月 14 日、「[10 年債利回り、再び日銀上限に 都区部 CPI 上振れで](#)」2022 年 11 月 25 日）

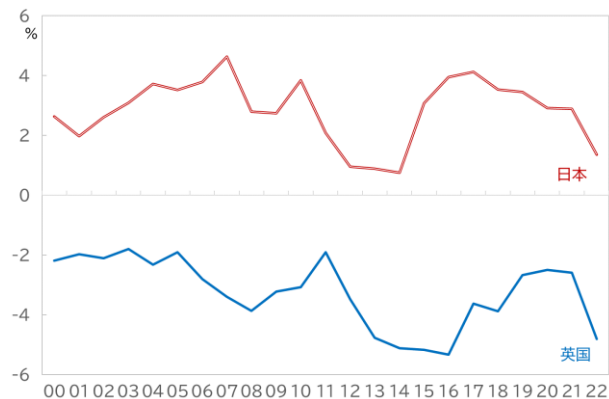
¹⁷ [UK official holdings of international reserves – October 2022](#), HM Treasury Statistical Release, 3 November 2022

図表 11 日本無担保コール金利



(資料) 日本銀行 (BOJ)

図表 12 日英の経常収支対GDP比

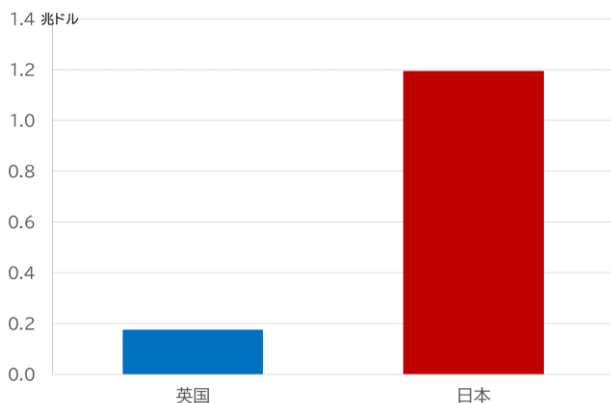


(注) 英国の 21~22 年、日本の 22 年は IMF の見通し

(資料) 国際通貨基金 (IMF) 「世界経済見通しデータベース

ース 2022 年 10 月」

図表 13 外貨準備 (22 年 10 月末時点)



(資料) 英国国家統計局 (ONS)、財務省

図表 14 22 年 7 月以降の米 10 年国債利回り



(資料) Datastream

4 | FRBの利上げに関する市場観測の変化

22 年 3 月以降、米連邦準備制度理事会 (FRB) が、インフレ対応として急ピッチの利上げを行ってきたため、市場はFRBの利上げの速度と到達点に関わる材料に反応しやすくなっている。

ミニ予算への市場の反応は公表のタイミングも影響した。ミニ予算は、9 月 21~22 日に開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) の直後に公表された。この会合で、FRBは3会合連続の75bpの利上げを決め、参加者の政策金利見通しは大幅に上方修正された。FRBの利上げの最終的な到達点 (ターミナルレート) の見通しが引き上げられ、長期金利、ドルには押し上げ圧力が加わった (図表 14)。

11 月のFOMCは、日本の総合経済対策の公表と第2次補正予算案が閣議決定の間に開催され、4会合連続の75bpの利上げを決めたが、市場の受け止めは9月とは対照的だった。声明文に、新たに追加された「将来の目標レンジの引上げペースを決定する際に、委員会は金融政策の累積的な引締め、金融政策が経済活動やインフレに影響を与える時間差、経済・金融情勢を考慮する」との文言が、利上げペース縮小を示唆すると理解された。

足もとの市場には、11月10日の市場予想を下回る10月の米国のCPI統計の公表後の「逆CPIショック」、つまりFRBの利上げペースの鈍化への期待からドル高の修正、長期金利の低下、株価の上昇が急激に進んだ余波が残っている。12月13～14日のFOMCでは、利上げ幅の50bpへの縮小が見込まれているが、今後の展開次第では、やや過剰に楽観的とも言える市場の反応を牽制するような動きに出る可能性もある。12月のFOMCでは、政策決定の内容と併せて公表される参加者の経済見通し、政策金利の見通しが、根強いインフレ圧力と引き締め継続の必要性を示唆する内容となる可能性もある。その場合は、ドル高、長期金利の上昇、株価下落のきっかけとなり得る。

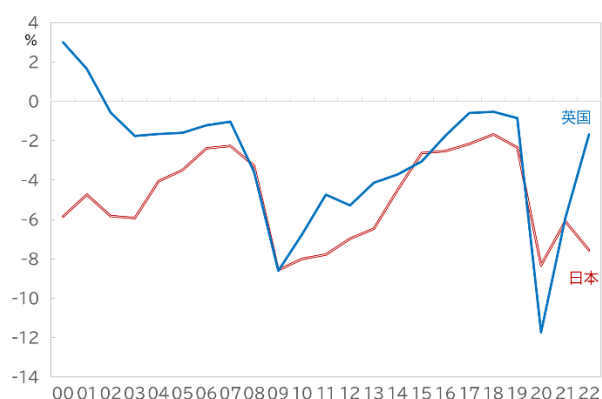
国債利回りの上昇と過度の円安を抑えられる日本の政策の持続可能性、日本の相対的な低インフレと景気回復の持続力は、かなりの部分、米国の金融政策、その判断材料となるインフレの持続力次第、ということになる。

5 | 財政への信頼を確保するためのルールと制度

英国の「トリプル安」は、放漫財政の結果として生じたものではない点に注意が必要だ。

プライマリー・バランスや、政府債務残高などの指標を比較すると、英国の方が日本よりも遙かに健全である(図表15、図表16)。英国は、財政の健全性や透明性を保つルールや制度では先進してきた国でもある。

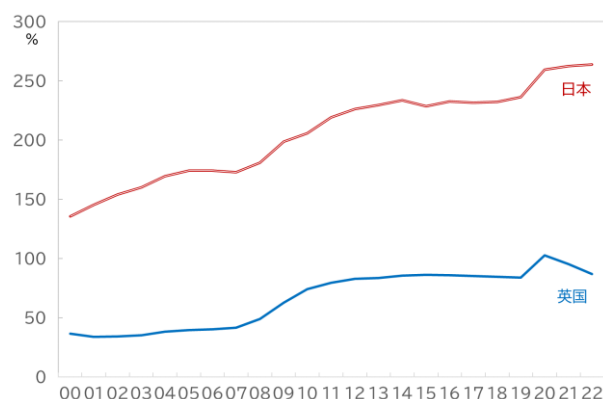
図表15 プライマリー・バランス対GDP比



(注) 英国の22年、日本の21～22年はIMFの見通し

(資料) 国際通貨基金 (IMF) 「世界経済見通しデータベース 2022年10月」

図表16 政府債務残高対GDP比



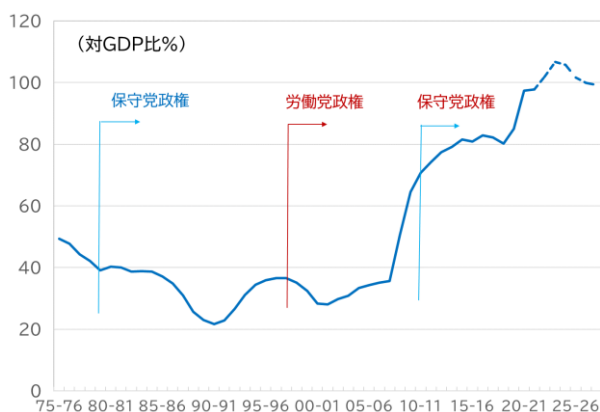
(注) 及び (資料) 図表15と同じ

(1) 英国で生じた問題

英国では、1997年に発足した労働党のブレア政権が中期的な予算編成の仕組みを取り入れ、政府の借入れは投資目的に限る「ゴールデン・ルール」と、ネットの政府債務残高を対GDP比に関わる「サステナビリティ・ルール」に基づく財政運営を行った。以後、景気拡大の追い風もあり、政府純債務残高は、当時の目標のGDP比40%を下回る水準に抑えられていた。しかし、世界金融危機とその後の景気後退で、政府債務は急拡大し、保守党に政権交代した2010年度には同60%を超えていた(図表17)。

2010年に発足した第1次キャメロン政権は自由民主党との連立政権であったが、歳出削減に重きを置いた厳しい財政健全化に取り組んだ。制度面では独立財政機関・予算責任局（OBR）の創設、財政の健全な運営のためのルール面では「2011年予算責任及び会計検査法」により予算責任憲章の作成を義務付けた。

図表 17 政府純債務残高GDP比

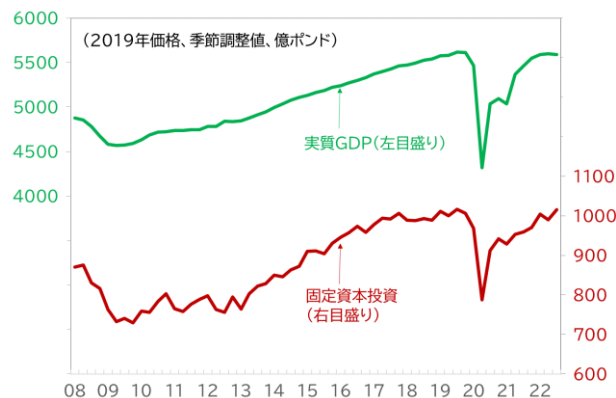


(注) 破線はOBRによる 22年11月予測

(資料) 予算責任局 (OBR) Public finances databank

November 2022

図表 18 英国の実質GDP、固定資産投資



(資料) 英国国家統計局 (ONS)

OBRは、5年先までの経済財政見通しと財政ルールへの適合状況などを評価する「経済・財政予測」を年2回作成、実績値から予測の精度を検証する「予測評価報告書」を年1回作成する。向こう50年間という長期の財政の持続可能性と財政リスクについても、従来、2年に1度まとめてきた別々の報告書を、今年7月から統合し、年次の「財政リスクと持続可能性報告書」として公表するようになった¹⁸。

今年3月のOBRの「経済・財政予測」では、「22年度予算案 (22年4月～23年3月)」について、予算責任憲章で主要な責務とする「予測期間の3年目までの政府純債務残高 (イングランド銀行を除く公的部門) の対GDP比減少」、補完的な指標である「3年目までの経常収支均衡」、「5年間の予測期間平均での純投資 (公的部門) 対GDP比3%以下」、「福祉支出に設定された上限」について、すべて適合との判断を示している¹⁹。

OBRの予測や予算案の財政ルールへの適合性の判断は、英国の財政運営への透明性を高め、信頼を確保する役割を果たしてきた。しかし、トラス政権の「ミニ予算」は、OBRによる予測の公表に先行して、例年の「秋季財政演説」よりもかなり早い9月に発表された。トラス政権の政策のうち、エネルギー価格安定化策は、10月1日からの光熱費引き上げが迫っただけに急を要していた。しかし、「ミニ予算」は、OBRの見通し作成が間に合わないタイミングで公表するほど急ぐ必要はなか

¹⁸ [OBR publications](#)

¹⁹ [OBR Economic and Fiscal Outlook, March 2022](#), p.19 Table 1.4

った。

トラス政権は、「ミニ予算」が、財政ルールやOBRの予測で阻まれないよう意図的に強引な手法をとったと考えられる²⁰。トラス前首相は、保守党党首選で、「多くの専門的なアドバイザーや独立した機関、ルールや規則こそが英国の問題の1つ」と発言もしている。「ミニ予算」は、保守党政権誕生以来続く低成長、投資の停滞（図表 18）を減税や規制改革で解決することを狙ったものだ。経済の長期にわたる低迷は「分配重視の経済政策」と「大企業や富裕層への過剰な負担」があるとの認識に基づいている。「ミニ予算」には明確な根拠がなく「2.5%のトレンド成長」という目標を掲げ、成長の加速で税収が増えるとの試算結果を盛り込んだ²¹。財政は、減税と規制改革で経済が成長すれば健全化するというメッセージである。

しかし、英国の低成長、投資の停滞の真の原因は一貫性を欠く政策と不透明な環境が続いたことにあるとの見方は専門家の間では広く共有されており、「ミニ予算」は却って問題を悪化させた。世界金融危機と英国内の住宅バブル崩壊（2008年）、大規模歳出削減（2010年代前半）、EU離脱を問う国民投票（16年6月）に向けた不透明感、国民投票後の離脱のタイミングやプロセスを巡る混乱、20年春からのコロナ禍が広がり、今年2月以降のロシアのウクライナ侵攻と不確実性の高い状態が続く。

EU離脱の英国経済の重石となっている。英国はEUから20年1月に正式に離脱、激変緩和のための移行期間も20年末に終了し、21年初からは関税ゼロの自由貿易協定（FTA）を柱とする通商協力協定（TCA）に基づく関係に移行した。コロナ禍による制限や供給網の混乱もあり、離脱ショックの把握は難しいものの、人の自由移動の終了は、英国の労働力不足を深刻化させた。貿易に関わる手続きの発生は、コストを押し上げる要因になり、輸出停滞や物価上昇を招いた。OBRは、「EU離脱は残留していた場合に比べて長期的な生産性を4%低下させる」、「輸出入は15%縮小する」との判断に基づき見通しを作成している²²。世論調査では、EU離脱を「間違いだった」と答える割合が50%を超えるようになっている²³。国民もEU離脱による悪影響を感じるようになってきていると思われる。

現実を見れば、英国が経済の停滞を打開するために行うべきことは政策の一貫性の向上、移民政策の見直しやEUとの関係の改善などだ。しかし、離脱を推進した保守党の政権は、EU離脱による経済的なベネフィットを強調してきたため、離脱の不利益を認め、適切な対応を講じることができないという根本的な問題を抱える。

トラス政権が、誤った問題認識に基づく政策を遂行するため、これまで構築してきた信頼確保の仕組みを否定するような行動に出たことに、市場が激しく反応するのは当然だった。

次節で見る通り、ハント財務相―スナク首相の下で、財政政策の軌道は修正されたものの、EU離脱の悪影響を認められないという点は改善されていない²⁴。

（2）日本の場合

日本の場合、財政ルールは利払い費を除く「国・地方を合わせたプライマリー・バランスの黒字化」

²⁰ [HM Treasury Growth Plan 2022](#), September 2022, P.27 Table 4.3

²¹ Hannah White [‘Liz Truss is breaking with more than ‘economic orthodoxy’](#) Institute for Government Comment, 24 Sept 2022

²² [OBR Brexit analysis](#)

²³ Peter Raven [‘One in five who voted for Brexit now think it was the wrong decision’](#), YouGov, 17 Nov 2022

²⁴ [‘Hunt Contests Watchdog’s Forecast of 4% Brexit Hit to UK Economy’](#) Bloomberg 25 Nov 2022

と「債務GDP比の安定的な引下げ」を目指すもので、そもそも高債務国のルールとしては、かなり緩やかである。

ルールの運用も極めて柔軟だ。「プライマリー・バランスの黒字化」目標は、2002年に掲げられた時点では「2010年代初頭」だったが、2010年には「2020年度」となり、2018年に「2025年度」となるなど先延ばしされ続け²⁵、結果として、今に至るまで1度も黒字を達成していない(図表15)。

運用はさらに柔軟化されつつある。今年6月に策定された「経済財政運営と改革の基本方針2022(骨太の方針)」では、中長期の経済財政運営の方針として、「これまでの財政健全化目標に取り組む」としつつ、「現行の目標年度により、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢が歪められてはならない」、「経済をしっかりと立て直し、そして財政健全化に向けて取り組む」、当面の経済運営の方針も、「経済・財政一体改革を着実に推進する」が、「重要な政策の選択の幅をせばめることがあってはならない」とし、景気や内外環境変化への対応に重点が移りつつあるように受け取れる。

ルールの緩やかな運用、目標の先送りの恒常化とともに、各年度の予算編成時には概算要求基準(シーリング)の抜け穴としての補正予算の多用も常態化している。日本は、主要先進国で独立財政機関が存在しない唯一の国である²⁶。国・地方のプライマリー・バランスの見通しは、内閣府が年2回作成し、経済財政諮問会議に提出するが、楽観的と批判され続けている²⁷。

大規模な第2次補正予算の大規模な借入への反応が乏しかったのは、日本の財政の信頼確保のためのルールや制度が脆弱で、景気対策のための財政出動が常態化しているため、市場のサプライズにはならなかった面があるように思われる。

3—「トリプル安」後の英国—トラス政権の「ミニ予算」からスナク政権の「中期財政計画」へ

1 | ミニ予算の修正

トラス政権のミニ予算には、市場だけでなく、有権者も反発した。住宅ローン金利の引き上げや、新規顧客への住宅ローン商品の一時停止²⁸の動きが広がるなど、市民が「トリプル安」の痛みを直接感じる場面があった。

「ミニ予算」は、トリクルダウン的な成長を指向したものであったため、大企業・富裕層優遇という批判を浴びた。ユーガブの世論調査²⁹によれば、「所得税率の基本税率の1%の引き下げ」³⁰は60%、

²⁵ 鎌倉治子「主要国の財政ルールの動向と論点」『レファレンス』860号 2022.8, p.70 表3

²⁶ [OECD Independent Fiscal Institutions Database](#)、[IMF Fiscal Council Dataset](#) など参照。宮本善仁「財政健全化に向けての独立財政機関の役割—OECD 主要国等における会計検査院との比較を中心に—」『会計検査研究』No.56(2017.9)での指摘もあるように、日本の財政制度等審議会が独立財政機関の役割のごく一部しか果たしていないため、該当しないと考えた。

²⁷ 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(令和4年7月29日経済財政諮問会議提出)」。批判としては森信茂樹「人間ドック検査と独立財政機関」東京財団政策研究所22年3月23日、「[25年度財政収支なお赤字 甘い政府試算、健全化見通せず](#)」日経電子版22年7月29日など

²⁸ [BBC More mortgage lenders pull deals on rate rise fears, 27 Sep 2022](#)。「トリプル安」の影響による住宅ローンの減少は11月29日にBOEが公表した[10月の統計](#)からも確認できる。

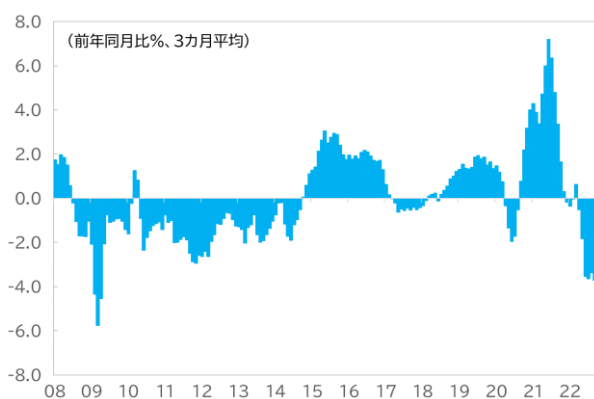
²⁹ [YouGov / The Times Survey Results](#), 23rd - 25th September 2022

³⁰ 「ミニ予算」では24年度からの実施予定を1年前倒しするとしたものであり図表20には含めていない。その後撤回されている。

22年度から始まった「国民保険料の1.25%の引き上げの撤回」は59%、土地・不動産に掛かる「印紙税の免税範囲拡大」は50%が「良い案」として支持した。他方、「所得税の最高税率の引き下げ(45%→40%)」は72%、海外からの旅行者への「免税ショッピングスキーム」は58%と過半数以上、「法人税増税の撤回」も48%が「優先順位を間違っている」と答えている。

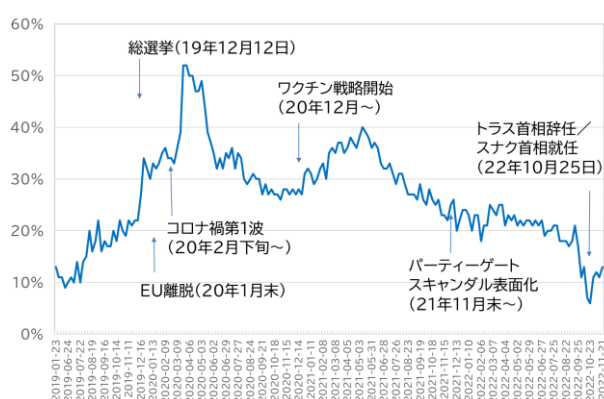
世界金融危機以降、英国の賃金の伸びから物価の伸びを差し引いた実質賃金はマイナス基調で推移してきた(図表19)。2021年はコロナ禍の反動や、時短給付金の効果、コロナ禍の影響で低賃金労働が減少したことなどの特殊要因が働いて大幅なプラスとなったが、足もとはインフレ高進に賃金の伸びが追いつかず、「生活費危機」が深まり、ストライキの動きも広がっている。有権者の多くは、生活費の負担軽減につながる減税は歓迎するが、富裕層や大企業優遇は、一層格差を拡大するとして反発した。

図表19 英国の実質賃金伸び率



(資料) 英国国家統計局 (ONS)

図表20 政権支持率



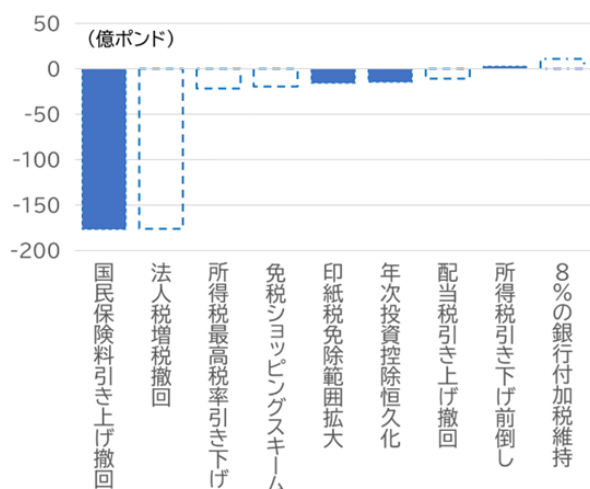
(資料) [YouGov Government Approval Tracker](https://www.yougov.com/government-approval-tracker)

保守党政権への支持率は、ジョンソン首相を辞任に追い込んだ「パーティーゲート・スキャンダル(コロナ禍のロックダウン期間中の首相官邸でのパーティーを巡る疑惑)」もあり低下傾向にあったが、トラス政権への支持率は、首相の辞任直前の10月23日には6%まで落ち込んだ(図表20)。「トリプル安」の直後から、OBRに見通しの早期作成を指示し(9月26日)、有権者が反発した所得税の最高税率の引き下げや法人増税の撤回(10月3日、14日)などを決めて、市場の信頼と有権者の支持回復を図ろうとしたが、政権は持ちこたえることができなかった(表1)。

ハント新財務相は、就任早々、減税策の殆どを撤回(図表21)する方針を表明し、エネルギー価格安定化策の期間の短縮(家計向け2年→半年、その後について検討)を中心とする縮小も決めた。ハント財務相は、スナク政権でも続投し、11月17日の「秋季財政演説」で新たな「中期財政計画」を発表した。「1. はじめに」で確認した通り、市場の混乱の再燃は避けられており、政権支持率も持ち直している。しかし、11月28日時点でも13%と低空飛行が続いており、政党支持率も最大野党・労働党に大幅なリードを許している。下院の任期は24年12月17日に終了する。現時点では、次期総選

挙で、政権交代の可能性が高いと見られている³¹。

図表 21 ミニ予算の主な減税策の政策コストと見直し

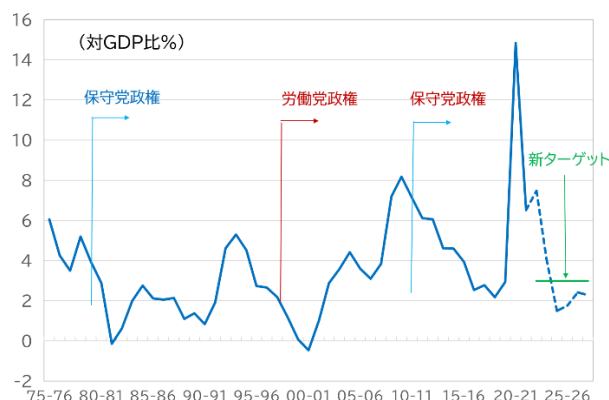


(注) 破線は撤回されたことを示す。

印紙税の免除範囲拡大は 25 年 3 月までで打ち切る

(資料) 「成長計画 2022」 「2022 年秋季財政演説」

図表 22 純借入対 GDP 比



(注) 景気循環調整後

破線は OBR による 22 年 11 月予測

(資料) 予算責任庁 (OBR) Public finances databank

November 2022

2 | スナク政権の「中期財政計画」

新しい「中期財政計画」については、日本が英国の混乱から学ぶべきことを考察するという本稿の主旨から、詳細には立ち入らず、以下では「ミニ予算」との違いのポイントと専門家、国民のそれぞれの受け止めに整理するに留める。

(1) OBR の予測と新たな財政ルール

新しい「中期財政計画」には OBR の「経済・財政予測」が盛り込まれ、計画と財政ルールへの適合性の評価が示された³²。

財政ルールに関しては、足もとの厳しい経済情勢に配慮し、「景気後退からの経済の回復を可能にする追加的な財政余地を持たせるための修正が行われた。

新たなルールは基本的に 2 つからなる。1 つは、「政府純債務残高 (イングランド銀行を除く公的部門) の対 GDP 比減少」である。これまでは、達成時期を「予測期間の 3 年目」までとされていたが、「5 年目まで」に改められた。OBR の予測では 23 年度は 106.7% まで上昇するが、5 年目の 27 年度には 99.3% と 22 年度の 101.9% よりも低くなり (図表 17)、「適合」とされた。

³¹ [YouGov Voting Intention Trackers](#)

³² [Autumn Statement 2022](#), November 2022, p.13

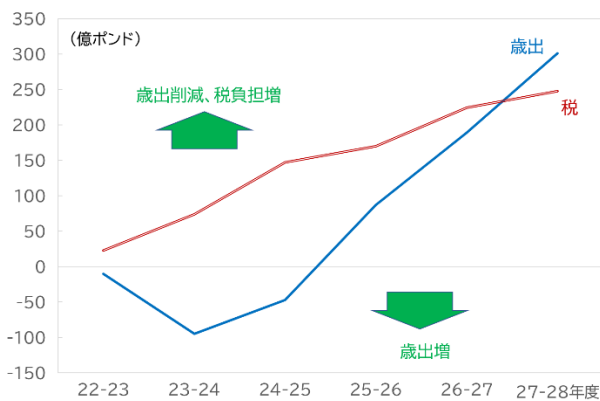
もう1つのルールは「政府純借入対GDP比3%以下」である。こちら、「予測期間の5年目まで」の達成を目標とする。OBRの予測では、22年度は同7.1%、23年度は同5.5%と目標を大きく超えるが、24年度には3.2%に縮小、25年度以降は3%以下となり（図表22）、こちら「適合」とされた。

（2）財政健全化の進め方

「ミニ予算」は450億ポンドの減税策と規制緩和を柱とし、増税、歳出削減は盛り込まれなかったが³³、「中期財政計画」では向こう5年間でおよそ550億ポンドとなる財政健全化措置が示された。

当面は税負担の増加の一方、歳出が増えるが、25年以降は歳出の削減ペースを加速する。最終的には税収増が250億ポンド、歳出削減が300億ポンドというバランスである（図表23）。金融危機後の保守党による財政健全化の80%が歳出削減であったのに比べると、大きな方向転換である。

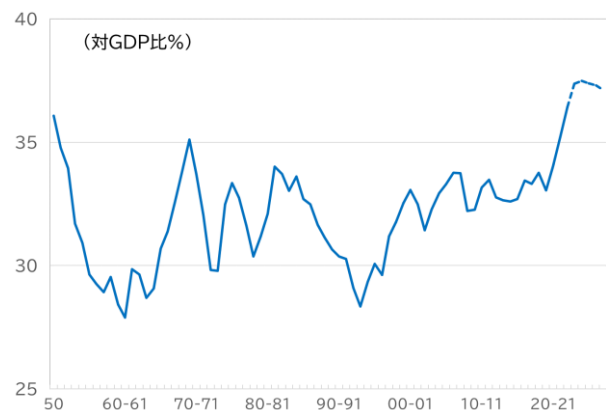
図表23 スナク政権の「中期財政計画」



(注) エネルギー価格安定化措置は除く

(資料) 「2022年秋季財政演説」

図表24 税収の対GDP比



(注) 破線はOBRによる22年11月予測

(資料) 予算責任庁 (OBR) Public finances databank

November 2022

当面の財政政策は「生活費危機」に配慮した内容となる。ハント財務相は「中期財政計画」を発表した「秋期財政演説」で公共サービスを、安定、成長とともに「優先事項」に据えた。公共サービスでは、学校、国民医療サービス (NHS)、社会サービス支出を拡大する。翌年の公的年金の支給額の伸び率は、「賃金の伸び率」、「CPIの伸び率」、「2.5%」の最も高いものに合わせる「トリプル・ロック」というルール通り、9月のCPIの10.1%に合わせて引き上げることを決めた。最低賃金も時給9.5ポンド (1568円) から10.42ポンド (1719円) に9.7%引き上げる。

家計向けの光熱費対策 (EPG) は、標準世帯2500ポンドでの据え置き期間をトラス政権の当初案の2年から半年に短縮したが、24年4月から1年間、3000ポンドに引き上げた上で、維持することを決めた。23年度は低所得者への生活費補助も実施する。「ミニ予算」に盛り込まれた減税措置のうち、

³³ 法人税増税と合わせて撤回することになっていた8%の銀行付加税については維持するとしていた。

有権者の支持も高かった国民保険料の引き上げ撤回も維持された。

増税措置は、23年度からの法人税の引き上げ（19%→25%、但し、年間利益5万ポンド以下の企業は19%のまま据え置き）を当初予定通り実施するほか、「中期財政計画」の新たな措置として、所得税最高税率の最高税率45%の適用対象の所得水準の引き下げ（15万ポンド→12.514万ポンド）、エネルギー価格高騰で超過利益を得ている企業への課税の税率を25%から35%に引き上げ、2028年3月まで延長すること、23年1月からは再生可能エネルギーや原子力発電事業者など電力事業者も対象とする。

その他の税収の増加は、基本的に税率の引き上げではなく、所得税の基礎控除額や税率、国民保険料、相続税やVATの登録などの基準値を据え置くことで、インフレに伴う所得の拡大に応じて、より高い税率が適用されることによる税収の増加を狙う。配当控除とキャピタル・ゲイン税の年間控除額は23年度、24年度に段階的に縮小する。EVに対する税制上の優遇措置は25年以降段階的に解除する。

ロシアによるウクライナ侵攻後の環境変化で関心が高まる国防費は「GDPの2%を下回らない」との表現に留めた。ウォレス国防相が主張する「2030年までの3%への引き上げ」という目標にはコミットせず、現在、進めている「安全保障・防衛・技術開発・外交政策の統合レビュー」の見直しと合わせて考察するとした³⁴。政府開発援助（ODA）は、国民所得比（GNI）0.7%への回帰を目指すが、当面はコロナ対策で引き下げた同0.5%に留まるとしている。

3 | 専門家による評価

「中期財政計画」は、今年3月時点の計画（秋期財政演説）策定後の経済状況の悪化、インフレ高進、金利上昇などによる厳しい内容である。わずか数週間での50年間で最大の減税から2010年以来の最大の財政緊縮という大きな方向転換であるが、前倒しで織り込んできたためか、市場の反応は限定的だった。

専門家は、財政健全化は計画通りには進まないと見ている。英独立系シンクタンク・レゾリューション・ファンデーションの報告書「今日助けて、明日絞れ（Help today, squeeze tomorrow）」³⁵のタイトル通り、「中期財政計画」は厳しい歳出削減を先送りする内容である。当面の景気への配慮とともに、総選挙が予定される24年以前の歳出削減を回避したとの見方は強い。近年の歳出は計画を上回るケースが常態化しており³⁶、計画通りの歳出削減は困難と見られている。新たな財政ルールである「5年目までの政府純債務残高低下と政府純借入3%以下」は、3年目以降の歳出削減に負う部分が大きく、財政健全化目標の達成が先送りされる可能性は高くなる。新たな財政ルールは、経常支出への制約が弱くなり、投資支出を抑えやすいとの指摘もある³⁷。

税収に関しても不確実性がある。主要な税率についての基準値の据え置きという中間層と最上位の

³⁴ [Autumn Statement 2022](#), November 2022, p.29. [統合レビュー](#)は21年3月に向こう10年間の戦略としてまとめたものだが、ロシアによるウクライナ侵攻による環境の激変で見直しが必要となった。

³⁵ Bell Torsten, et al. [‘Help today, squeeze tomorrow, putting the 2022 Autumn Statement in context’](#), Resolution Foundation Briefing, November 2022

³⁶ Ben Zaranko [‘Spending on public services’](#) Institute for Fiscal Studies, 18 Nov 2022

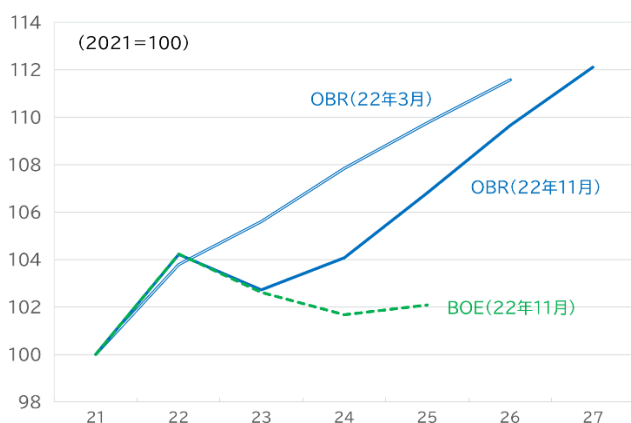
³⁷ Bell Torsten, et al. p.24

所得層を対象とする「ステルス増税」³⁸で、税収はGDP比で70年ぶり以上の水準に達するが（図表24）、インフレ率の推移によって影響を受ける度合いも大きくなる³⁹。

財政ルールの適合性判断のベースとなっているOBRの経済見通しは、23年の実質GDPはマイナス1.4%で景気後退を予想するが、BOEよりも楽観的である。財政政策と金融政策の不一致の問題は解消されたが、かなり異なった見通しに基づいて政策が運営される問題は残る⁴⁰。

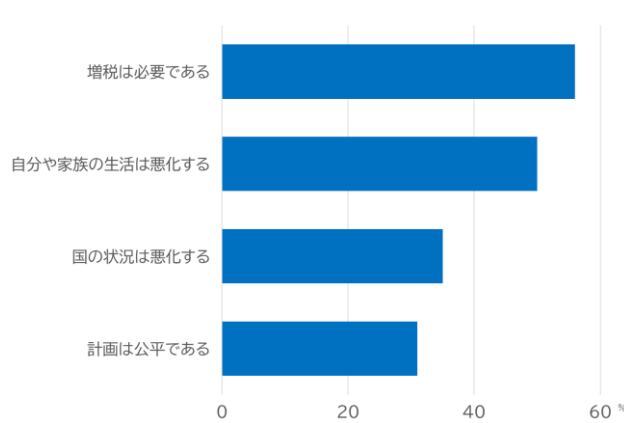
世界金融危機から続く生活水準の停滞はこの先も続くと思われる⁴¹、保守党政権がEU離脱後の英国のビジョンとして掲げてきた「グローバル・ブリテン戦略」のための国防費や開発援助が制約される厳しい現実と直面しているとの指摘⁴²もある。EVへの税制上の優遇措置の解除や再生可能エネルギー企業や原子力発電事業者への課税は、脱炭素化の推進に逆行する面がある⁴³、この分野での世界的なリーダーシップを発揮する上でマイナスとなり得る。

図表 25 実質GDPの見通し



(資料) November 2022 Economic and fiscal outlook:
Charts & Tables

図表 26 世論調査「中期財政計画」への評価



(資料) YouGov/The Times Survey Results, 17th-18th
Nov 2022

4 | 国民の受け止め

生活水準の停滞を見込むのは国民も同じである。ユーガブの「中期財政計画」に関する世論調査⁴⁴でも、今回、示された計画で、国については35%、自らや家族の生活については50%が、状況が悪化すると考えている（図表26）。

「ミニ予算」は、大企業・富裕層優遇で公平さを欠くとして批判されたが、「中期財政計画」については「公平である」が31%、「不公平である」が30%、「わからない」が38%と見方が分かれている。

³⁸ 前掲 p.2

³⁹ Stuart Adam 'Tax changes' Institute for Fiscal Studies, 18 Nov 2022, Bell Torsten, et al. p.33

⁴⁰ Carl Emerson 'Outlook for the public finance' Institute for Fiscal Studies, 18 Nov 2022, Bell Torsten, et al. p.33

⁴¹ Xiaowei Xu 'Support for households and living standards' Institute for Fiscal Studies, 18 Nov 2022, Bell Torsten, et al. p.33

⁴² John Kampfner 'Boosterish Britain must now face harsh economic reality' Chatham House Comment, 17 Nov 2022

⁴³ Bell Torsten, et al. p.34

⁴⁴ [YouGov/The Times Survey Results, 17th-18th Nov 2022](#)

「公平である」と考える割合は年齢層が上がるほど高く、65歳以上の49%に対し、18～24歳の若年層では18%に留まる。

それでも、計画に盛り込まれた増税が「必要」と考える割合は56%に上っており、「不必要」の16%を大きく上回る。エネルギー価格の高騰やインフレ、減税策が引き起こした市場の混乱などを経て、財政健全化に手を打つ必要性については国民の一定の理解を得ているようだ。

個別の政策では、生活費危機対策と企業や富裕層による負担増への支持が高い。「最低賃金の引き上げ」は83%、「エネルギー企業への超過利益課税の引き上げと延長」は76%、「10.1%のインフレ率に合わせた公的年金支給額の引き上げ」は75%、「45%の最高所得税率の所得基準引き下げ」が66%、「10.1%の社会福祉給付の引き上げ」は65%が「良い」と過半数が支持する。

評価が割れているのは、「EVへの税制上の優遇措置の解除（「良い」48%に対し「悪い」34%）」、「家計向け光熱費の23年4月以降の変更（「良い」44%、「悪い」34%）」、「所得税率の基準値の28年までの据え置き（「良い」43%、「悪い」36%）」などである。

また、11の設問のうち、「ソーシャル・ケアへの上限設定の2年間の先送り」は、唯一、「良い」26%に対して「悪い」が33%と不支持が上回る。41%と多くが「わからない」と答えている。

世論調査では、今のところ労働党が圧倒的に優位だが、明確な対案を持っているようには思えない。有権者の最大の関心事は経済にあり、スナク首相には、投資銀行家としての経歴、財務相も務めた経験から、経済政策面での巧みな舵取りが期待されるだろう。危機的な状況を上手くコントロールできれば、景気の回復期に総選挙を迎えることになる可能性はある。

スナク政権の政策を巡るリスクは保守党内にある。保守党は単独で過半数を確保しているが、EU離脱を巡って深まった党内の分裂は深刻であり、政策の方向性を巡る対立が生じやすい。とりわけ、EUとの関係改善に向けた政策が打ち出し難く、政策が迷走しやすいリスクは引き続き憂慮される。

4—おわりに—日本が真に学ぶべきことは？

英国の「トリプル安」は「放漫財政の末路」ではない。財政の健全性を重視する運営が行われてきたし、信頼を確保するルールや制度を確立していた。「ミニ予算」を巡る混乱は、与党保守党内の経済政策を巡る路線対立の結果として生じた突発的な出来事という側面が強い。だからこそ、混乱は、二週間程度という限定的な期間に留まった。

11月に経済協力開発機構（OECD）が公表した経済見通しでは、2023年の英国の実質GDPを前年比マイナス0.4%と予測する。エネルギーの脱ロシアに苦しむドイツの同マイナス0.3%を上回り、主要先進国で最も厳しい状況が予想されている。前項でみた通り、OBRやBOEは、OECD以上に厳しい見方をしている（図表25）。

一方、日本の23年の実質GDPのOECDによる予測はプラス1.8%であり、主要先進国で最も高い。コロナ禍からの回復のタイミングの違いもあるが、外部環境の悪化の影響が、政策的に抑えられている結果でもある。日本は、短期的には外圧の影響を抑えて、安定を維持出来ている。しかし、日本を取り巻く環境は、低インフレ、低金利から大きく変わりつつある。英国の年金基金のLDI戦略

で表面化したようなノンバンク発の金融システム危機のリスクへの警戒も怠れない。世界における分断の深まり、気候危機や技術進歩への対応も求められる。安定を重視する政策運営で価格のシグナルを抑え続ける結果として、制度面での改善や急激な環境変化への対応が遅れ、後により大幅で痛みを伴う調整を強いられる結果となることが危惧される。

日本は、英国のような「トリプル安」が生じにくい理由を探して安心するのではなく、市場からのシグナルが把握しづらくなっていることこそが問題と認識すべきだ。

英国は、信頼を確保するルールや制度の基盤がある程度確立していたからこそ、「トリプル安」に見舞われても、速やかに軌道修正できた。日本の場合は、何らかの理由で信頼が揺らいだ時、財政に関わるルールや制度が脆弱な面だけ、軌道修正は困難を極めることになるのではないか。

日本が、英国の経験から真に学ぶべきは、課題解決のために財政の役割を強化するのであれば、中期的な観点から財源についても議論し、広く国民の理解を得るとともに、政策の予見可能性を高める必要があるということだ。

英国が採用している「中期財政計画」⁴⁵の提示という手法は、政策的な選択肢への理解を促し、データに基づく議論を喚起する上での重要な基盤になると思われる。

⁴⁵ 中期財政計画の重要性に関する論考として、土居丈郎「[眼前に迫る金利上昇リスク “自転車操業”財政に歯止めを](#)」Wedge ONLINE、2022年10月25日