

HENRY COOK
Senior Europe Economist
E: henry.cook@uk.mufg.jp

田中隆祐 (抄訳)
E: takasuke.tanaka@uk.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ロンドン駐在

英国：“トラスノミクス”の終焉

2022年10月20日

(本レポートは *The end of 'Trussonomics'* by Henry Cook の抄訳)

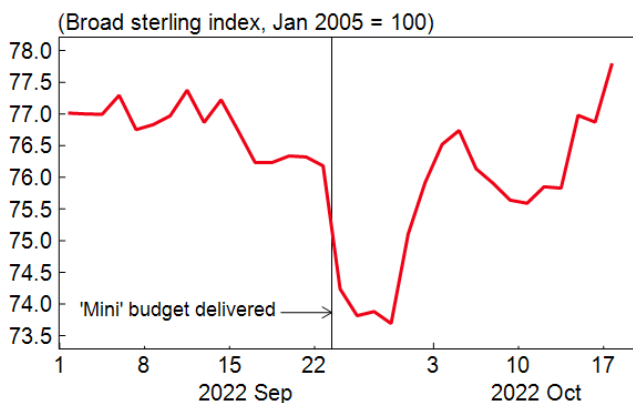
英国の新首相による経済対策は、政治の混乱や金融市場の動揺をもたらし、財務相の更迭とともにほとんどが撤回された。金融市場は沈静化に向かいつつあるものの、その代償として財政政策は緊縮に向かい、公共サービスの削減が予想されるとともに、家計のエネルギー価格保証策も縮小される。景気後退に直面するなかで財政の緊縮圧力は強まり、英国経済はこれから厳しい局面が続く可能性が高い。

経済対策の撤回

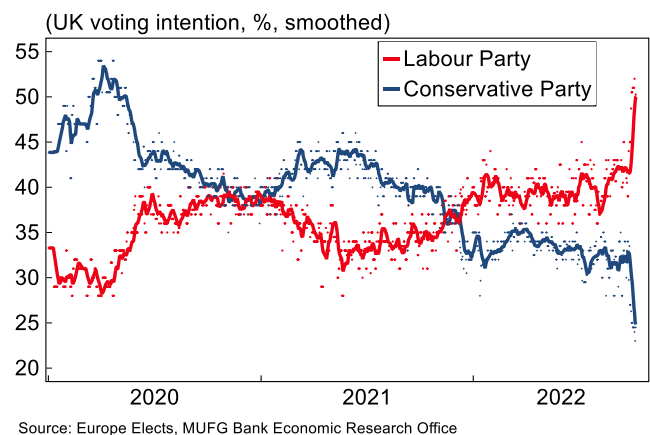
9月23日に公表された英国の経済対策”mini-budget”は完全に行き場を失った。この数週間、英国政府は金融市場の強烈な反応（第1図）と対峙した末に、減税策を完全に転換した。

トラス首相は、10月7日に高所得層の所得税率引下げを取り止めると発表したことに続き、10月14日には法人税率引き上げ（2023年4月に19%から25%）を見送る計画も撤回した。トラス首相は自身の立場を回復させようと、財務相をジェレミー・ハント前外務相へと交代させた。トラス首相はレームダック（死に体）となるなか、ハント新財務相が英国の財政政策の行方を握っている。10月17日、ハント氏は mini-budget における減税策の大部分は撤回されると述べた。金融市場では好感され、全ての年限の英国債利回りは低下した。

第1図：英ポンド指数の推移



第2図：英国の政党支持率の推移



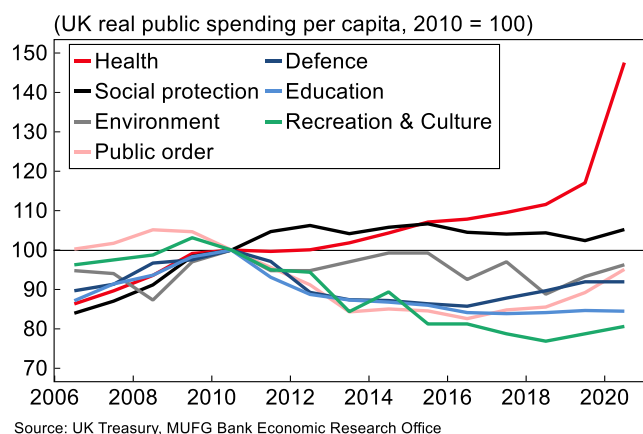
これは“トラスノミクス”の完全な否認であり、トラス首相にとっては屈辱以外の何物でもない。トラス氏が首相の座について1ヵ月あまりのうちに、与党・保守党の支持率は急落している（第2図）。トラス首相は現時点で持ちこたえているが、近

うちに辞任を余儀なくされる可能性がある。トラス氏の立場は著しく弱まっており、今後挽回する力も無くなりつつある。

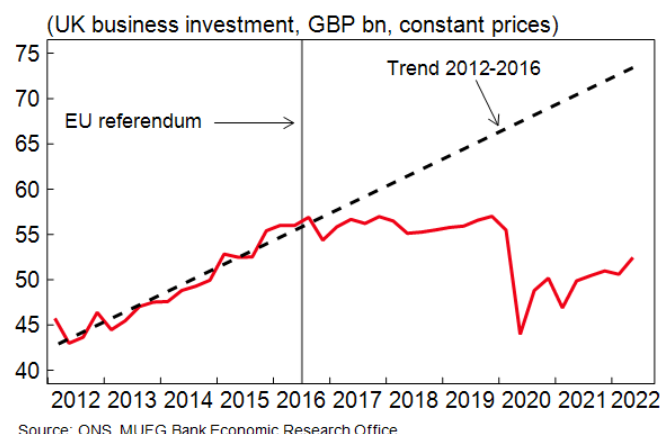
財政政策を転換し緊縮へ

財務省は、所得税の最低税率引下げ（20%→19%）の延期を含む減税策の転換により、2026年までに年約320億ポンドの税収減を回避できると予測している。一方、予算責任局（OBR、英国の独立財政機関）は、mini-budget導入後に中期的な財政収支の不足が年700億ポンドにのぼると予測していたようだ。好意的な金融市場の反応によって国債利払いは幾分減少するかもしれないが、埋めなくてはならない溝は依然として大きい。この点、ハント新財務相は「難しい判断が求められ、いくつかの分野では歳出削減が必要になる」と述べた。英国政府は、金融危機後の2010年に打ち出した大規模な歳出削減に続く財政緊縮に向かおうとしているようだ（第3図）。問題は、容易に削れる項目はすでに削減されてしまっていることだ。歳出削減の候補が限られるなか、公共サービスが一段と削減され、英国にとっては痛みを伴う期間となろう。

第3図：英国の実質政府支出の推移



第4図：英国における民間企業の実質投資額の推移

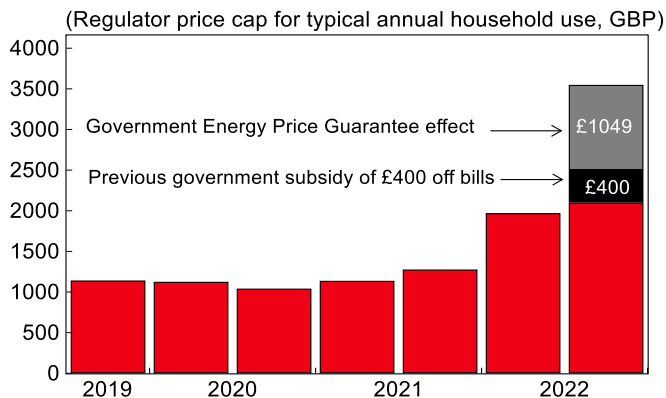


歳出削減は、英国経済の構造的な問題である「生産性の低さ」とともに考えられるべきであろう。英国は、総投資額（GDP比）が主要先進国の中で見劣りするが、解決策を見つけるのは容易ではなく、政府投資が増えない場合、企業の投資次第ということになる。企業の投資判断において経済政策の信頼性や制度の安定性が重要であるが、この数週間で地に落ちてしまった。EU離脱による経済への下押し圧力も鑑みると（第4図）、英国が構造的な問題に対処しながら力強い成長軌道に回帰するのは容易ではないと考えられる。

エネルギー価格保証策も縮小

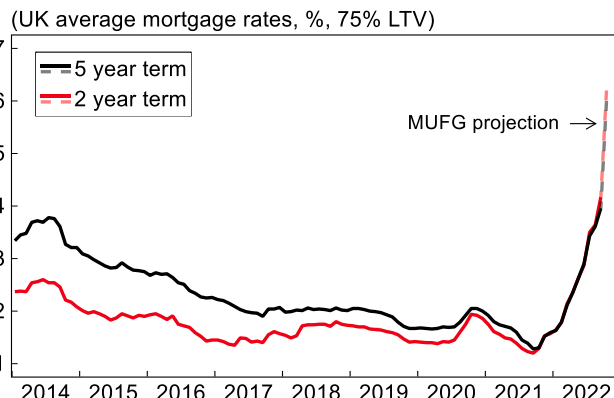
ハント新財務相は、家計の電気・ガス料金に上限を設定するエネルギー価格保証策（第5図）についても重要な変更を発表した。当初は10月から2年間実施する計画であったが、これを6カ月に短縮するとともに、以降についてはレビューに基づいて見直すとした。財政の観点からは、妥当な判断に見える。この政策は、収入によらず全ての家計を対象とすることに加え、エネルギーの使用を抑制するインセンティブを削ぐことから、効果的な政策とは言い難い。さらに、天然ガスの価格がどう推移しようとも、家計に対する販売上限価格と卸売価格の差額を政府が補填するため、「白地手形」（最終的な財政支出額が予測できない）の政策でもある。

第5図：標準的な家計の電気・ガス支出額（年換算）



Source: Ofgem, MUFG Bank Economic Research Office

第6図：英国の住宅ローン金利



Source: BoE, MUFG Bank Economic Research Office

一方、家計にとって、来年4月以降のエネルギー料金が見通せなくなったことから、天然ガス価格が再び上昇に転じれば、既に過去最低水準にある家計のマインドは一段と下押しされるであろう。

なお、英国政府（保守党）は、政府介入を伴わない市場メカニズムに基づく需給調整が望ましいと考えてきたため、これまで、エネルギーの消費削減に向けた啓発キャンペーンや政策を導入していない。他方で、ドイツやその他の欧州各国ではこれらの政策効果が出始めている。トラス首相の立場が弱まった今、英国政府の方針も変化する可能性があるだろう。

リスクが高まる住宅市場

エネルギー価格保証策が来年4月になくなれば、英国のインフレ率の見通しや金融政策にも影響が及ぶ。イングランド銀行は、今後2年間は家計のエネルギー価格は考慮に入れずに済み、その代わりに国内由来のインフレ（domestically-generated inflation）のみに注力すれば良いと判断していたと思われる。しかし、4月以降の政策が読めなくなったことで、金融政策運営はより一層複雑となった。

金融市場はイングランド銀行が政策金利を5%超まで引き上げることを織り込んでいる。これは、mini-budget公表後のピークから1%ポイント以上低下しているものの、深刻な経済へのダメージを回避しながらこの水準まで利上げできるのかは疑わしい。現時点では特に住宅ローン金利への影響が懸念される（第6図）。ほとんどの住宅ローン金利は政策金利に連動するか、2年または5年の固定金利となっているため、英国の住宅市場においては、利上げの影響が、新規借入の動向だけでなく、既存の債務者にも比較的早く及びやすい。

この実体経済への影響は、今後数ヶ月で更に注目を集めることになろう。英国の8月の月次GDPは、前月比▲0.3%と事前予想以上に縮小し、9月もエリザベス女王の国葬による祝日増加の影響で再び縮小すると考えられる。英国は既に景気後退に陥っている可能性が高く、住宅ローンの返済負担増加とエネルギー価格保証策の縮小により、2023年通年でもマイナス成長となる公算が大きいと言えよう。

第1表：英国経済の見通し

% Y/Y unless otherwise stated	2019	2020	2021	2022F	2023F
実質 GDP	1.6	-11.0	7.5	4.3	-0.1
個人消費	1.1	-13.2	6.2	4.6	-0.2
政府消費	4.1	-7.3	12.6	0.8	0.6
総固定資本形成	1.9	-10.5	5.6	4.8	0.7
失業率 (%)	3.8	4.6	4.5	3.9	4.4
消費者物価	1.8	0.9	2.6	8.9	6.2
週平均賃金	3.5	1.7	5.9	5.9	4.4

Source: ONS, MUFG Bank ERO

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せよう、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、当行は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下さい。