

# 経済情報

## [欧州]

### 英国財政の不確実性：なぜ市場は英國に注目するのか

#### 【要旨】

- ◆ 英国財政には、近年、改めて市場の厳しい視線が注がれている。2022年のトランプ・ショックの記憶が鮮明に残る中、構造的な歳出圧力の強まりと高金利環境の長期化という逆風により、一部では「1976年のIMF救済を想起させる」といった過剰気味な懸念さえ示されていた。
- ◆ こうした中、注目を集めた昨年の秋季予算案では、増税によって財政目標達成への余裕が拡大し、短期的には市場の安定性が確保されたものの、目標の達成時期については先送りされるなど、依然として財政持続性への懸念は残る。
- ◆ 英国では、経済構造やマーケット構造、制度の影響で金融市場が財政運営の巧拙に左右されやすい。結果として、市場・政治・経済が財政運営と密接に結びつき、各方面への圧力が相互に作用することで、財政運営の選択肢を一層狭め、不確実性を増幅している。
- ◆ 先行き、歳出圧力はさらに強まっていくとみられる一方、調達余力の拡大余地は限られる。金融市場の急激な調整は回避される可能性が高いが、慎重な財政運営の下では潜在成長率の大きな押し上げは見込み難く、政治リスクや市場感応度の高さを考慮すれば、悲観シナリオに振れる可能性が高まる。
- ◆ 英国では、今後も財政や政治の重要イベントが続き、依然として高い不確実性を伴うことが予想される。他方、同様に財政の課題が顕在化しつつある日本にとっては、英国の政策対応や市場との向き合い方は、財政規律の実効性強化や債券市場の安定化を検討するうえで、貴重な示唆を与えるものとなろう。

#### 1. 英国財政の現状と市場の視線

##### (1) 市場の注目を集めている英國財政

英国財政には、近年、改めて市場の厳しい視線が注がれている。政府の唐突な財政緩和方針が市場の信認を損ない、ポンド急落と国債利回りの急騰を招いたトランプ・ショックの記憶が鮮明に残る中<sup>(次頁注 1)</sup>、現在でも周辺諸国を上回る高金利環境が続き、利払い負担が急増していることから、財政運営に対する市場の警戒感は根強い。一部では「1976年のIMF救済を想起させる」<sup>(次頁注 2)</sup>といった過剰とも思われる懸念も示されるなど、財政運営の一挙手一投足が市場の反応を左右する状況にある。

こうした中、英国財政における最大のイベントである、昨年 11 月の秋季予算案 (Autumn Budget) への市場の注目度は極めて高く、予算案の内容次第では再び大きな混乱が生じる可能性が指摘されていた。

(注 1) 2022 年、当時のリズ・トラス首相が発表した、「ミニ・バジェット（大幅減税を中心とした拡張的財政政策）」に端を発した、英国金融市場の混乱のこと。裏付けとなる財源が不十分であったことなどから長期金利が急騰した。デリバティブによって保有資産を上回る金利エクスポージャーをとっていた英国の年金基金は、大幅なデリバティブ評価損に見舞われ、追加証拠金確保のため保有国債を投げ売りせざるを得ず、これが一段の金利上昇を招いたと指摘されている。

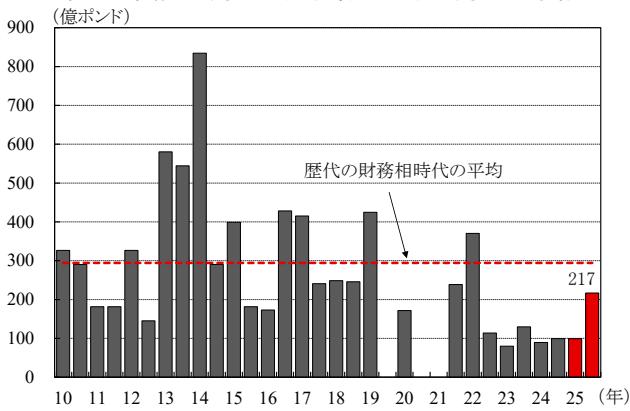
(注 2) 1976 年、当時の労働党キャラバン政権は、大幅な財政赤字と貿易赤字によって英國経済が危機に陥った中、IMF に対し、39 億ドルの融資を申請した。

## (2) 2025年秋季予算案の評価

今回の予算案では、約 260 億ポンド規模の増税により財政的余裕（現在の予測の下で、政府自身の財政ルール（赤字や債務の上限）を遵守した上で、どれだけ追加的な支出や減税に回せるかという「余裕枠」）を一定程度拡大したことが評価され、市場の急激な反応は回避されている（第 1 図）。しかし、今回の追加増税は、主に予測期間（2031 年度までの後半に実施されるものであり、目標達成が昨春の財政報告時に比べ 1 年後ずれするなど、負担を先送りする形となっている。また、今回の予算案には増税に加え、景気下支えを目的とした一部減税や公共サービス支出の拡大が盛り込まれているが、こうした組み合わせは、高債務・高金利という厳しい制約下で、政府が限られた政策余地を最大限活用した結果であり、財政的な余力があることを示しているわけではない。

実際、英国の政府債務、財政赤字は、EU 平均と比べても高水準であるほか（第 2 図）、過去 20 年間の政府債務対 GDP 比率の上昇幅は EU 諸国と比較して最大である。また、英國政府が目標として掲げる「日々の支出と収入の均衡」についても、過去 20 年以上達成されておらず、財政赤字は常態化している。

第1図：英国の財政収支目標に対する財政的余裕

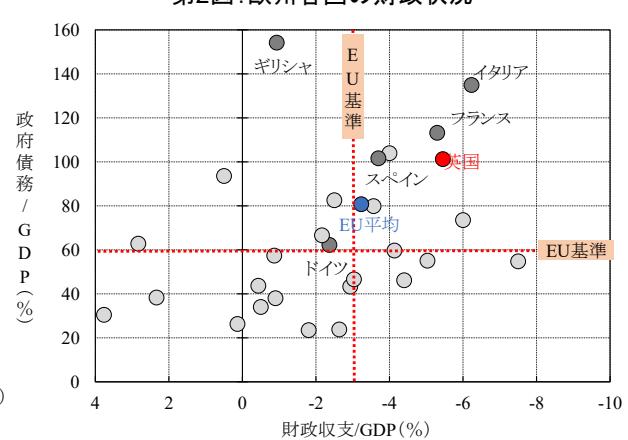


(注)1. 財政的余裕とは、財政健全化目標を達成した上での残る余剰のこと。

2. 通常年2回公表も、2015年は3回、2019年～2021年は1回。

(資料) 英国予算責任局資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：欧洲各国の財政状況



(資料) 欧州統計局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

本稿では、英国財政の不確実性を構造的に整理した上で、今後の市場・経済・政治への影響を展望し、同様の課題を抱える日本への示唆も検討する。

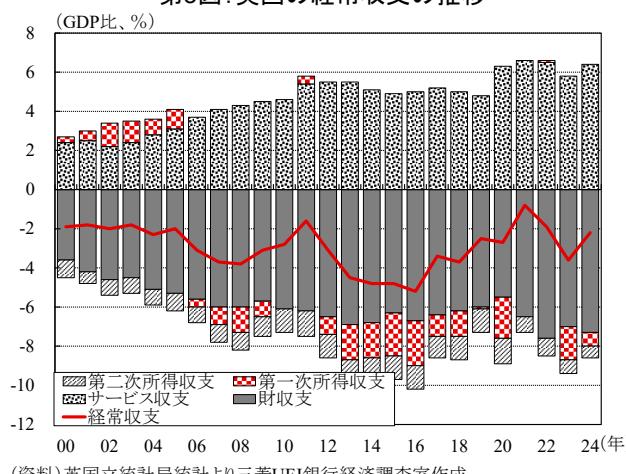
## 2. 英国財政の持続性への懸念と構造的背景

英国財政は市場と密接に結びついており、他の先進国に比べ、政策決定が金利や通貨に影響しやすいとされている。本章では、その背景を「経済構造」「マーケット特性」「制度」の3つの側面から整理し、さらに、市場・政治・経済の相互作用が、財政運営に与える影響をどのように増幅していくのかを確認する。

### (1) 財政運営と金融市場の関係性（英国特有の構造）

まず、英国経済の特徴として、慢性的に経常赤字を抱えていることが挙げられる（第3図）。早くからサービス業中心の経済に転換したことで、足元のGDPに占める製造業割合は約8%に過ぎず、日本（20%）やドイツ（19%）に比べて低い。こうしたことから、財輸出はGDP比で約15%と小規模に止まっており、貿易（財）収支赤字が大きいことが経常赤字の主因になっている。近年はコンサルティングサービス需要の高まりなどにより、サービス収支の黒字が拡大傾向にあるものの、Brexit以降の財輸出の低迷が続く中で、財収支の赤字を完全に相殺するには至っていない（第4図）。このため、経常収支赤字を海外からの資金流入で賄う構造となっている。

第3図：英国の経常収支の推移



第4図：英国の財輸出とサービス輸出の推移

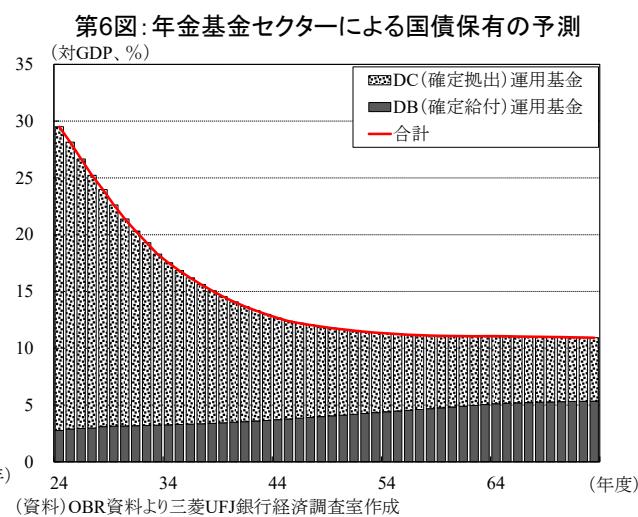
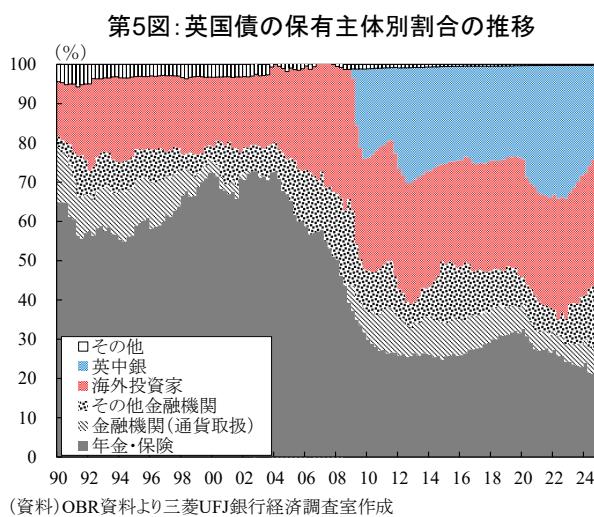


次に、国債市場の特徴として、海外投資家の影響を強く受けやすいことも指摘できる。英国債の保有に占める海外投資家の割合は2000年代以降上昇し、近年は概ね3割前後となっている（次頁第5図）。世界的に突出して高いわけではないが、日本が10%程度であることと比べると海外投資家への依存度は相応に高い。

背景として、第一に2000年代後半からの国債発行の急増が挙げられる。国債発行残高は、2000年代前半まではGDP比30%弱で安定していたものの、リーマン・ショック後に急拡大し、2015年頃には同70%近くにまで上昇した。こうした中、需要を賄ったのが中銀（QEによる巨額買い入れ）と海外投資家であった。さらに、コロナ禍対応を経て、足元では同90%程度にまで上昇しており、海外投資家への依存度は高い状況が続いている。

加えて、かつて英国の長期債市場を支えてきた年金基金の需要が不安定化している点も指摘できる。年金基金の国債保有割合は、1990 年には 50%超に達していたが、現在では約 20%まで低下している。国債発行量の増加に加え、年金制度の構造変化も影響している。従来主流であった確定給付型（DB）年金から、株式や海外資産を重視する確定拠出型（DC）への移行が進んだことに加え、2022 年のトラス・ショックを契機に、債券レバレッジを用いる LDI（Liability Driven Investment）戦略が縮小された。この傾向は今後も当面、国債需要の減少要因となるとみられる（第 6 図）。

一般的に、海外投資家は国内の機関投資家に比べて利回り重視で売買判断が早く、政治イベントや経済指標の変化といった比較的小さな要因でもポジションを動かす傾向があるため、海外投資家の比率が高い英國市場は国際資本の動きに敏感になりやすい。加えて、国内の年金基金による安定的な買い手の需要が減ったことで、ショック時の緩衝機能も弱まっている。結果として、財政政策や予算発表の内容が市場に与える影響が大きくなりやすい構造となっていることが指摘できる。

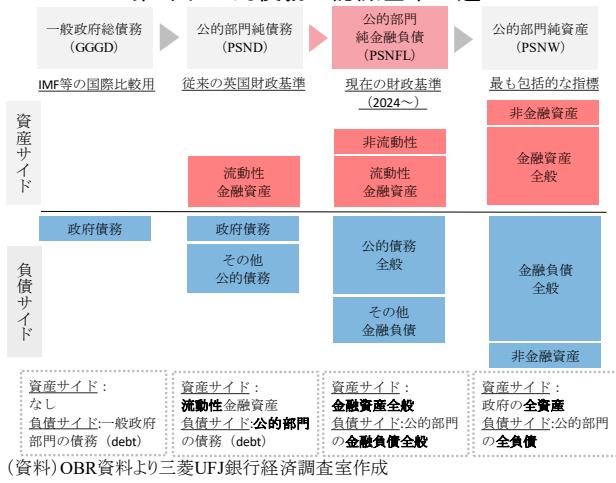


他にも、財政ルールなどの制度的要因が市場の反応を高めている側面もある。英国ではこれまで財政ルールが頻繁に変更されてきており、直近でも、労働党政権が債務削減目標について、当初公約で対象としていた「公的部門純債務（Public Sector Net Debt）」から、昨年の秋季予算で「公的部門純金融負債（Public Sector Net Financial Liability）」に変更している（次頁第 7 図）。こうした変更は管理上一定の合理性があるとされているが、結果として財政余力を広げる効果を持っていることから、財政規律の緩和と捉える見方も存在する（次頁第 8 図）。また、英国政府は財政政策及び予算策定に際し、経済・財政見通し等の財政運営の中核部分を予算責任局（OBR）の試算に強く依拠しており、成長率や生産性の前提が小幅に変わるだけでも財政余力も大きく変化するため<sup>(注 3)</sup>、秋季予算案と春季財政報告の年 2 回のイベント時には特に市場の注目を集めやすくなっている。

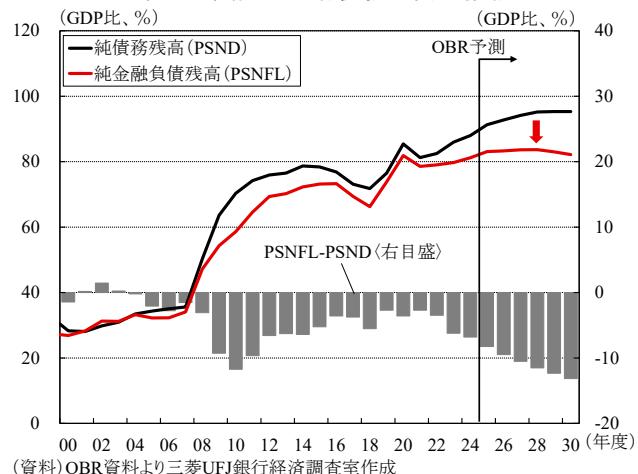
(注 3) IFS (Institute for Fiscal Studies) の試算では、生産性成長率が 0.1%ポイント下振れするだけで、2029 年度の公的借入は約 70 億ポンド増加するとの目安が示されている。

以上のような英国の経済構造、マーケット特性、制度運営の特徴を背景に、財政政策が金融市場と密接に結びついている。

第7図：公的債務の認識基準の違い



第8図：英国の政府債務残高の推移



## (2) 英国財政を巡る不確実性の要因～財政運営と市場、政治、経済との相互作用～

前節で示した英国特有の経済構造・マーケット特性・制度という土台の上で、財政運営は、主に市場・政治・経済の三つの経路からその動きを制限される。これらは単独での作用に止まらず、相互に連関し、政策の選択肢を狭めながら不確実性を増幅させる（次頁第9図）。

まず、市場の経路としては、英国では前述した各種構造要因により、財政政策に対する反応の即時性が高く、振れ幅が大きくなる傾向にある。それを象徴するのが2022年のト拉斯・ショックであった。その記憶が刻まれた中、毎年の予算案や財政ルールの変更といった財政関連の発表時などには、例え財政健全化へのコミットメントへの小さな疑惑であっても、長期金利の上昇やポンド安を通じて市場の不安が表面化しやすい。こうした市場の信認低下は利払い負担の増加に繋がり財政余力を一段と削るために、財政運営の制約要因となる。

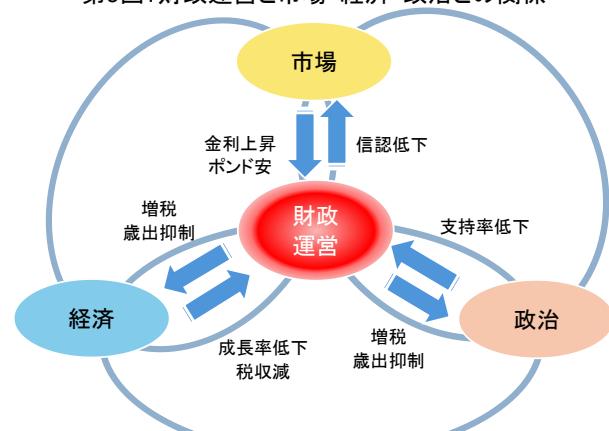
次に、政治の経路としては、財政健全化と政権維持との間の強い緊張関係の存在が指摘できる。市場の信認確保のためには財政健全化の継続が必要である一方、増税や歳出削減は国民の反発を招きやすい。現政権は主要税率の引き上げを避ける公約を掲げているが、それ以外の実質的な増税や公共サービス改革に対しても党内外の抵抗が根強い。社会保障費やNHS<sup>(注4)</sup>等の、聖域化した支出項目が多いことも、政治的裁量余地をさらに狭める。英国では選挙サイクル自体が短い訳ではないが、支持率の急変や党内分裂によって政権基盤が中期的に不安定化しやすく、現実的には、政府は大胆な方針転換を避け、財政政策は慎重かつ漸進的になりやすい。この構造は、短期的な政治的安定を優先させ、結果として長期的な財政規律が損なわれることで、市場の警戒感を高める要因ともなる。

(注4) National Health Service の略。英国の医療制度で、全ての住民が無償で医療サービスを受けられる。

最後に、経済の経路としては、財政運営と実体経済が双方向に影響し合い、不確実性を高めている構図が伺える。これは英国に限った話ではないが、増税や歳出抑制が繰り返されれば、企業投資や家計消費が抑制され、潜在成長率が低下するリスクが高まる。実際、今回の予算案を前にして家計・企業の慎重姿勢が強まっていたことからも、不確実性が経済行動へ影響することが伺える（第10図）。潜在成長率の低下は税収の伸び悩みを通じて財政余力を削り、景気悪化や外生ショック時の対応力を弱める。成長戦略に不可欠な公共投資についても、必要性が高まる一方で、財源確保の困難さが政策実行の制約となることで、成長を通じた財政健全化を難しくする。

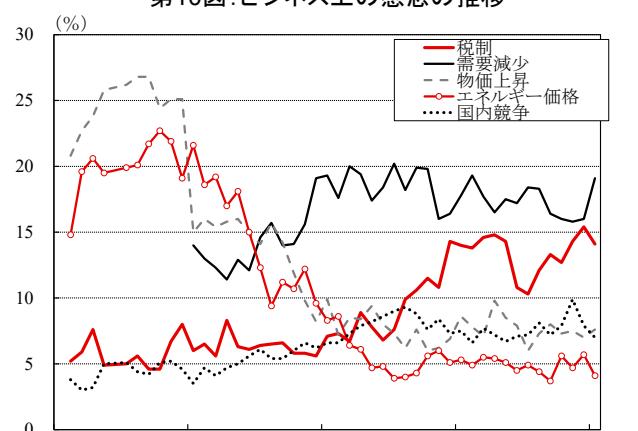
このように市場・政治・経済の経路は単独で作用するだけでなく、市場不安が金利上昇や通貨安を招き、それが財政調整圧力を生み、政策自由度を奪い、成長低迷や税収不足を通じて再び市場不安が高まるといった循環的な構図の中で、負の相互作用を形成し、財政運営を累積的に困難にしている。英国財政は、金融市場の安定性、政権の持続性、そして経済成長という三つの基盤の間で難しい運営を余儀なくされているといえる。

第9図：財政運営と市場・経済・政治との関係



(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図：ビジネス上の懸念の推移



(資料) 英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 先行きの財政運営と中長期展望

本章では、前章で述べた制約の下で、先行きの歳出圧力と調達余力の視点から中長期のシナリオを検討する。

#### (1) 歳出圧力の更なる強まり

先行き、歳出圧力はより一層強まる可能性が高い。高齢化の進行に伴い、社会保障費・医療費の増加は避けられない。実際にこれまでの歳出の推移をみると、ここ20年では社会保障関連の伸びが大きいほか、OBRによれば、今後も負担は拡大していく見通しである（次頁第11図）。特に英国では、物価等に合わせて自動的に年金額が増額していくTriple lock<sup>（次頁注5）</sup>が年金支出を肥大化させているとの指摘もある。また、近年は長期療養者が増加していることなどから、NHSのサービス維持負担の増加も問題となっている。政府としても、昨春に一旦は社会保障費の削減を決定したものの、党内の強い反発によって

撤回した経緯があり、歳出削減への政治的ハードルは高い。

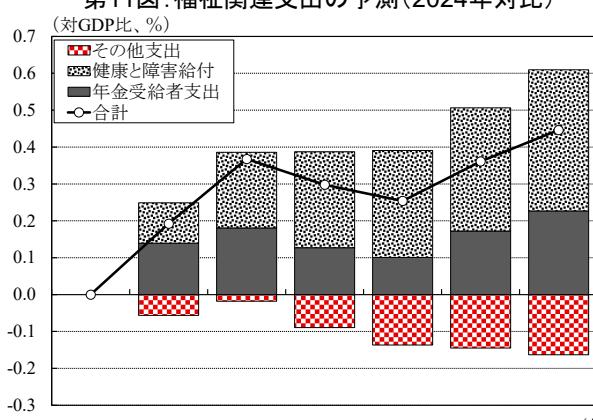
加えて、安全保障面からの歳出拡大圧力も強まっている。NATOは昨年6月、2035年までに防衛費をこれまでのGDP比2%から5%（関連費1.5%を含む）まで引き上げる目標を打ち出した。現時点では同2%程度に留まる英國においても相応の引き上げが必要となることから、所謂「平和の配当」の剥落が逆風となる。

一方、経済成長に資する投資の拡大も欠かせない。特に英國では、2016年のBrexit決定以降、民間投資の抑制傾向が鮮明となっており（第12図）、公共投資への支出額も世界平均を大きく下回る。今後は、インフラ・人的資本・グリーン移行などの戦略投資を安定的に積み上げる必要があるが、財源確保と執行能力が恒常的なボトルネックとなるだろう。

以上のように、歳出は構造的に増加しやすい。その一方で、こうした膨張圧力に見合う原資をどこまで確保できるのかが論点となる。

（注5）年金を毎年「物価上昇率」「平均賃金の伸び率」「最低保証（2.5%）」の内、最高増加率で引上げる制度。

第11図：福祉関連支出の予測（2024年対比）



（注）年金受給者支出には冬季燃料補助が含まれる。

（資料）OBR資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第12図：英國の総固定資本形成の推移



（資料）英國立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## （2）財源拡大の限界

今後の財源拡大に向けた制約も強い。主要な手段としては、「増税」「国債発行」「財政ルール変更」が考えられるが、いずれもハードルは高い。まず、「財政ルール変更」は一昨年に実施済みで、市場の信認を維持する観点では当面再変更は困難とみられる。

また、「増税」については、政府が政権公約として、所得税等の国民が直接的に負担する税金を増加させないことを約束しており、この公約を前提とすると、税収の約7割は動かしづらい。加えて、英國の税負担割合（税収/GDP比）はここ最近急速に高まっており、OBRによれば2030年度には過去最高となる38%に達する見込みで、増税への世論の反発も今後は従来以上に強まるだろう（次頁第13図）。今回の予算案では、所得税の閾値凍結を延長<sup>（次頁注6）</sup>することで、税率には手を加えない「実質的な増税」を中心の財源確保を行ったが、国民からは公約違反との見方もあり、今後、政府が公約を守ると仮定すると、銀行税や賭博性などの小規模の税制改革の余地しか残されていない。

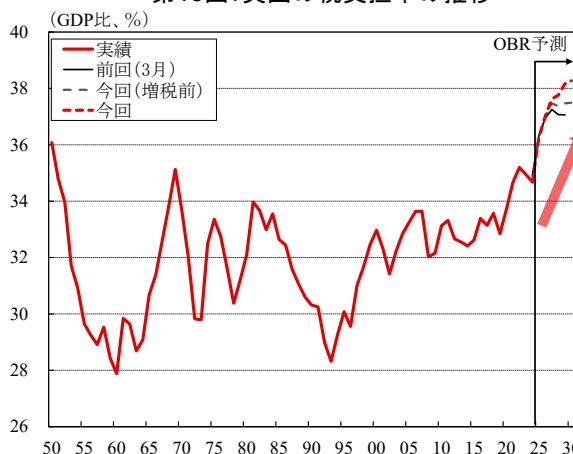
そして、「国債発行」であるが、前段でみたように英國の金融市場の不安定性を鑑みれ  
三菱UFJ銀行



ば、無秩序な増発はトラス・ショックの再燃に繋がりかねない。需要面では、BoE（中央銀行）の量的緩和縮小が進んでいることや、既述の通り長期債の安定的な受け手であった年金基金の需要が弱まっている。コロナ禍以降の利上げにより利払い負担が増加する中、海外投資家への高い依存自体が、より高い金利に繋がる可能性もある（第14図）。2022年の経験が示すように、需給とコミュニケーションの両面で慎重さが欠かせない。

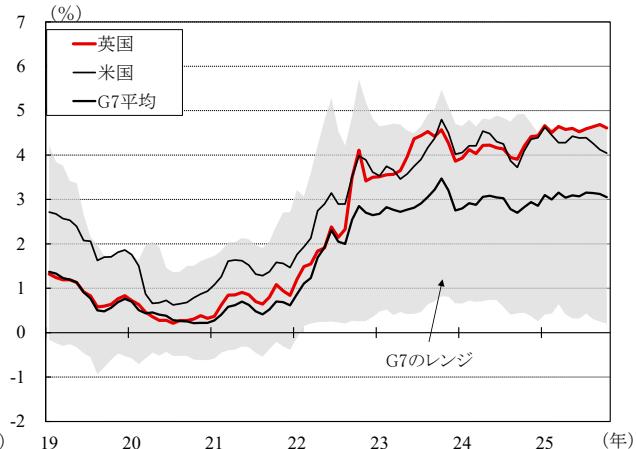
(注6) 英国の所得税は累進課税であり、通常その閾値はインフレに合わせて毎年改定される。既に2028年度まで閾値を凍結する方針があったが、今回予算では、凍結を2031年度まで3年間延長した。これにより、より多くの納税者がインフレにより自然に高い税率区分に入るため、実質的な増税となる。

第13図：英国の税負担率の推移



(資料) OBR資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第14図：世界の国債(10年債)利回りの推移



(資料) OBR資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 中長期的展望 ~急激な調整は回避も、慎重な財政運営が求められる~

秋季予算案では相応の増税によって短期的な安定が確保されたが、歳出圧力の高まりと調達余地に乏しい状況の継続が予想される中、この先も、英国財政を巡る不確実性は依然大きい。本節では、「債務持続性」「金融市場の感応度」「政策余力」という三つの軸を用いて、財政運営のシナリオを整理し、景気への影響を展望する（第1表）。

第1表：英国の財政シナリオ

概要	emainシナリオ	楽観シナリオ	悲観シナリオ
	慎重な財政運営の継続 →急激な調整を回避	財政改革と信認強化 →財政運営の抜本的変化	政策の失敗、外性ショック →トラス・ショックの再来
債務の持続性	△・税基盤の部分的な改革 ○・抜本的な改善に至らず	○・財政ルールの厳格運用 ○・債務持続性改善	✗・財政拡張的な政策実施 ✗・財政規律逸脱
金融市場の感応度	○・無秩序な国債発行を回避 ○・感応度をコントロール	○・財政への懸念後退 ○・市場の信認が強化	✗・財政への懸念が高まる ✗・市場の信認が低下
政策余力	△・社会保障費等の負担増 △・追加的な政策余力なし	○・財政基盤拡大、歳出抑制 ○・政策余力拡大	✗・利払い負担の増加 ✗・政策余力の一層の低下
金融市場への影響	現状比不变 ・金融市場を大きく刺激することは回避 ・引き続き不安定な金融環境が継続	金融市場の安定化 ・英国債に対する需要が安定 ・英国債市場のボラティリティが縮小	金融市場の混乱 ・長期金利を中心に急騰 ・大規模な金融混乱に繋がる可能性も
マクロ経済への影響	現状比不变 ・成長率は現状程度に ・財政が長期的な成長制約要因に	潜在成長率の押し上げ ・投資の拡大、効率化に繋がる ・長期的には潜在成長率の押し上げに	景気の重石に ・金融条件に引き締めで投資が減退 ・企業や家計のマインドを大きく下押し
蓋然性	高い ・政権支持率低下、政権内左派勢力の強さなどから、抜本的な改革は困難 ・一方、トラス・ショックの教訓から、金融市場への警戒感も強い	低い ・昨年春にも社会保障関連の歳出削減に失敗。 ・政治的不安定性の中では、財政改革の実施は難易度が高い。	中程度 ・選挙を控えた景気支援等で、市場から「規律逸脱」とみなされる可能性。 ・但し、トラス・ショックの経験から中銀の対応等により影響は軽減されうる。

(資料)各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

① メインシナリオ：慎重な財政運営継続が成長力底上げのハードルに 【蓋然性（高）】

最も可能性が高いのは、政府が現状程度の財政規律を維持し、急激な調整を避けるシナリオである。このシナリオの下では、これまでみてきた構造要因によって、国債の追加発行が抑えられる一方、政府は選挙公約による制約から、VAT（付加価値税）や所得税といった税収の大部分を占める主要税目の大幅な税率変更には踏み切らない。このため、税基盤の整備は部分的な改善に止まる上、党内外からの反発が強いことから、抜本的な社会保障改革も進まない。債務の持続性や政策余力は徐々に縮小していくものの、国債の発行年限ミックスの工夫や慎重な市場とのコミュニケーション等によって、金融市場の感応度をある程度管理していくことを想定する。

経済的な影響をみると、Triple lock 制度と NHS 関連支出による自動的な社会保障関連の歳出押し上げ、高めの利払い負担も続くことから、潜在成長率の押し上げに繋がる公共投資は制約されるだろう。家計は大幅な増税を回避するが、公共サービスの質低下が消費マインドの重石となるほか、企業投資も高金利と政策不確実性が払拭されないことから慎重姿勢が続くとみられる。この結果、潜在成長率の押し上げには繋がらず現状程度の成長に止まろうが、むしろ、資本投入拡大や生産性改善の制約となるリスクには注意を要する。

② 楽観シナリオ：財政改革と信認強化による成長力底上げの起点に 【蓋然性（低）】

財政ルールの厳格運用や税基盤拡大、歳出抑制が進み、政策余力が拡大する楽観シナリオでは、市場感応度が低下することでタームプレミアムが縮小、海外投資家の国債需要が安定する。この間の経済成長は緊縮財政によって下振れるものの、その後、公共投資の拡充や投資効率の改善が進めば、資本形成と生産性が押し上げを促し、潜在成長率は高まる可能性がある。ただし、こうした取り組みには財源確保と政治的安定が不可欠であり、実現のハードルは高いといえよう。

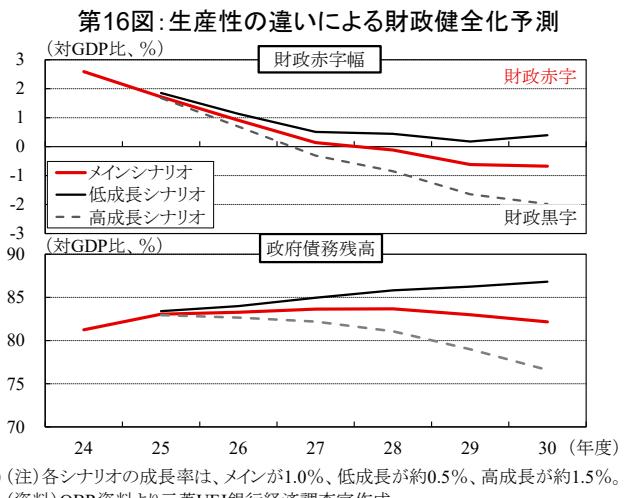
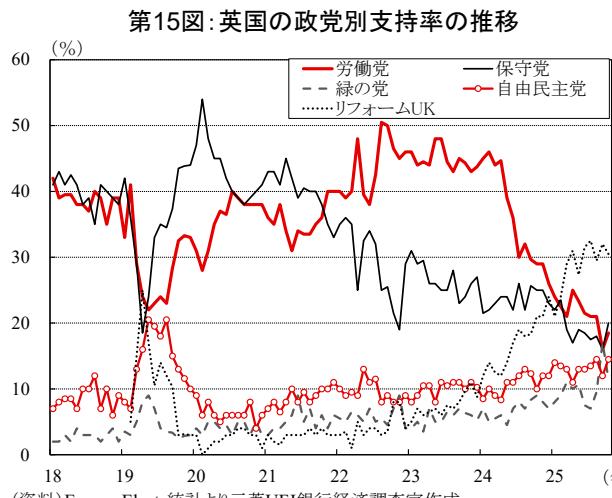
③ 悲観シナリオ：政策の失敗・外生ショック再発を通じた成長力毀損 【蓋然性（中）】

緩和的な財政政策や大型歳出が「規律逸脱」と受け止められ、市場の信認が低下する悲観シナリオも想定されるだろう。この場合は成長率の下振れと金利高止まりにより、債務持続性への懸念が一段と強まる。国債需給の逼迫から長期金利が急騰し、金融市場が混乱、企業や家計のマインドを大きく押し下げる。但し、2022年のトラス・ショック時に危機を增幅させた LDI のレバレッジ構造は縮小しており、当時、市場の鎮静化に貢献した BoE による安定化措置のより迅速な実施も想定されるため、前回ほどの混乱にはならないとみられる。金融条件の急激な引き締めで住宅投資や設備投資が急減し、消費も金利負担増と不安心理で大幅に抑制される。潜在成長率を長期に亘り損なう可能性がある。

2024年夏の政権交代以降、労働党の支持率は低下の一途を辿り、すでに極右政党リформ UK に大きく水をあけられている（次頁第 15 図）。加えて、労働党政権内でも社会福祉削減への反発が強いことなどから、スターマー首相とリーブス財務相の求心力低下が懸

念されている。本年 5 月の地方選挙や 2029 年の総選挙に向け、首相交代による左派的政策転換や大型歳出実施の可能性は否定できない。

メインシナリオで示したように、急激な調整は回避される可能性が高いが、慎重な運営の継続は景気の押し上げ要因にならず、潜在成長率向上には繋がりにくい。信認強化をきっかけに供給改革が進む楽観シナリオは可能性が低く、むしろ政治リスクや OBR の成長率予測のブレの大きさや、市場感応度の高さから、悲観シナリオに振れるリスクが相対的に高いといえよう（第 16 図）。



#### 4. 英国財政の総括的な評価と日本への含意

##### （1）英国財政の総括的な評価

英国財政は、構造的な歳出圧力の強まりと高金利環境の長期化という逆風の中で、難しい舵取りを迫られている。高齢化に伴う社会保障費や防衛費の増加、Triple lock 制度による年金支出の自動肥大化は、財政の持続性を長期的に脅かす要因となる。さらに、海外保有比率の高い国債市場は需給に敏感であり、追加発行余地は限られている。

こうした構造的な制約の下、政府は秋季予算案において増税を実施し、財政ルールを維持することで健全化路線の継続を選択した。この対応は足元の市場の安定に寄与しており、現時点では一定の評価ができる。しかし、国民からの負担増への強い警戒感や、社会保障改革への反発が続く中で、政策余力は極めて限定的となっている。さらに、政治リスクや市場感応度の高さ、成長率のわずかな変化が財政に大きな影響を与える構造は、英国経済の多層的な不確実性を示しているといえよう。

今年の春季財政報告、そして一斉地方選挙、そして 2027 年には財政運営の中間報告に当たる歳出見直し（Spending Review）が予定されており、こうしたイベントが目先の注目ポイントになろうが、2029 年の総選挙まで英國財政は不安定な道のりが続き、政府が進める潜在成長率引上げのための各種経済政策の効果を削ぐ方向に働く。

## (2) 日本への含意

折しも日本では、高市政権が「責任ある積極財政」を掲げ、拡張的な財政方針を打ち出している。足元では長期金利が急上昇するなど、金融市場では財政運営に対する警戒感が急速に高まっており、英国の財政運営から得られる示唆は小さくない。

日英両国を比較すると、世界的に高水準の政府債務残高、高齢化による社会保障費の増加、金利上昇局面への移行、潜在成長率の低さなど、財政を巡る多くの構造課題を共有している（第2表）。一方で、財政と市場の関係性には重要な相違も存在する。英国は経常収支赤字を抱え、国債保有に占める海外投資家比率が高いことから、市場感応度が相対的に強い。他方、日本は強固な国内投資家基盤に加え、中央銀行による大規模保有に支えられており、少なくとも現時点では、短期的な資金調達リスクは相対的に大きくない。

もっとも、政治構造に目を転じると、財政健全化と政治的制約とのジレンマは日英共通の課題である。一般に、政策の予見可能性を確保する上で、政治の安定性は極めて重要であるが、英国では政権支持率の低迷や新興勢力の台頭が、政策決定の不確実性を高めてきた。他方、日本ではこれまで比較的安定した政権運営が続き、市場の変動を抑制する要因になってきた面がある。しかし近年は、多党化の進行や少数与党化により議会運営の流動性が高まり、こうした従来の強みは次第に失われつつある。

このような状況下でも、英国は中長期的な財政フレームを用いて財政健全化姿勢を可視化することで、市場の安定に一定の効果をもたらしてきた<sup>(注7)</sup>。一方でト拉斯・ショックは、裏付けの乏しいポピュリズム的減税が市場の信認を急速に損ない、調達コストを急速に押し上げうることを示した。特に、近年の極右政党の台頭など、政治的安定性を欠く局面では、こうしたリスクが一層増幅しやすくなっている。

(注7) 年二回のOBR財政報告は透明性の向上に資する一方、発表直後に市場が見通し修正を織り込む過程で、むしろ一時的にボラティリティが高めるとの指摘もある。

第2表：英国と日本の財政運営を巡る状況の比較

	英国	日本
財政の健全性	日本に比べると健全性高い	世界的な高債務国
政府債務残高	約100%	● 約250%（世界一位）
財政収支	● 5%前後	● 5%前後
プライマリーバランス	● 2028年度黒字化目標	2026年度黒字化予想
市場との関係	市場との関係性が強い	相対的に耐性が強い
10年債利回り	● 4.5%程度	2%程度
海外投資家依存度	● 30%	10%
経常収支	● 赤字：貿易赤字主因	黒字：第一次所得収支主因
社会・マクロ環境	成長率相応/高齢化警戒	低成長/高齢化
潜在成長率	● 1.5%	● 0.5%
高齢化率	● 20%	● 30%
制度・政治	財政へのコミットメント強い	財政へのコミットメント弱い
財政ルール	PB黒字化/債務比率削減 (OBRの監視、法的拘束力)	● PB黒字化/債務比率削減 (法的拘束力なし)
政治の安定性	● (相対的に)低い 2大政党制の揺らぎ	(相対的に)高い 多党化による揺らぎ

(注)1. 項目ごとに、相対的に悪い方を黒丸で表示(財政収支については互角)。

2. 各項目の数値は凡そその数値。

(資料)各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国の経験は、財政信認の維持が市場の安定と政策余力確保の前提条件であることを改

めて示している。日本でも「金利のある世界」への移行が進み、債務の利払い負担が再び政策制約として意識され始めている中で、現下の高市政権による拡張的な財政運営を一定程度許容する姿勢は、市場からの財政規律への視線を一段と厳しくしている。こうした環境下で、日本が財政を活用しつつ持続的な成長を維持していくためには、英國の事例も一つの参考としながら、骨太方針や中長期の経済試算といった既存の枠組みにとどまらず、財政規律の実効性や長期国債市場の安定性を高める制度・政策を、どの程度、どのように取り入れていくか、改めて検討していく余地があるだろう。

以 上

(令和 8 年 1 月 27 日 野瀬 陽平 yohei.nose@uk.mufg.jp)  
発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 1-4-5  
三菱 UFJ 信託銀行本店ビル

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よう、宜しくお願い申し上げます。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おります。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。