

国際通貨研究所 日本の財政ウェビナー

『日本の財政運営を考える～英国トラス前政権下の混乱から学ぶべきこと～』資料

IIMA Webinars “UK’ s turmoil during Truss’ s administration and lesson learned for Japan’ s fiscal sustainability”

英国トラス前政権期の混乱と財政規律

UK’ s turmoil during Truss’ s administration and

Fiscal discipline



2023年10月27日

(株)ニッセイ基礎研究所

経済研究部 常務理事 伊藤さゆり

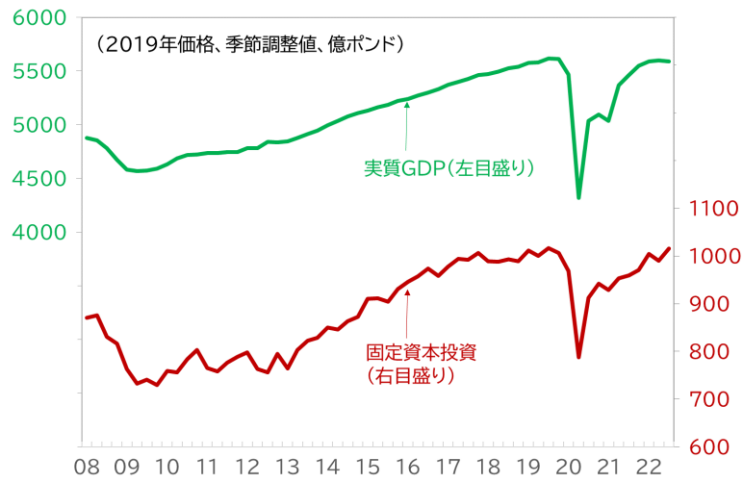
NLI-research Institute

Sayuri Ito

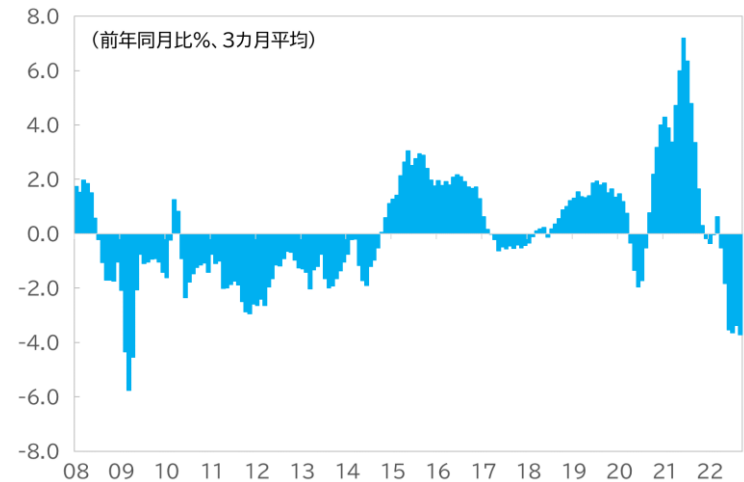
①経済協力開発機構(OECD)経済見通し(2022年11月)(OECD Economic Outlook, Nov. 2022)

	実質GDP					CPI				
	20年	21年	22年	23年	24年	20年	21年	22年	23年	24年
英国	-11.0	7.5	4.4	-0.4	0.2	0.9	2.6	8.9	6.6	3.3
米国	-2.8	5.9	1.8	0.5	1.0	1.2	4.7	8.0	3.9	2.6
ドイツ	-4.1	2.6	1.8	-0.3	1.5	0.4	3.2	8.5	8.0	3.3
フランス	-7.9	6.8	2.6	0.6	1.2	0.5	2.1	5.9	5.7	2.7
日本	-4.6	1.6	1.6	1.8	0.9	0.0	-0.2	2.3	2.0	1.7

②英国の実質GDPと固定資本投資
(UK real GDP and Gross Fixed Capital formation)



③英国の実質賃金伸び率
(Average Weekly Earnings, YoY, 3 month moving average)



Evolution ① Timeline of Key Events

展開① | 成長計画公表を嫌気したトリプル安。OBR、BOEが歯止めに



9月6日	トラス政権発足 (inauguration of Truss administration)
9月8日	大規模なエネルギー価格安定化策の方針表明(announcement of “Energy Price Guarantee for families and businesses”)
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
9月21日	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	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、国債発行による大規模減税策を盛り込むミニ予算「成長計画2022(Growth Plan 2022)」公表⇒ポンド、国債価格、株価急落(トリプル安) (a three-way decline in the pound, the value of government bonds, and stock prices)
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(BOE financial stability purchase of long-dated conventional gilts until 14 October)
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



Evolution ② Timeline of Key Events

展開② | 相次ぐ見直しの末、トラス政権は退陣。新政権が軌道を修正

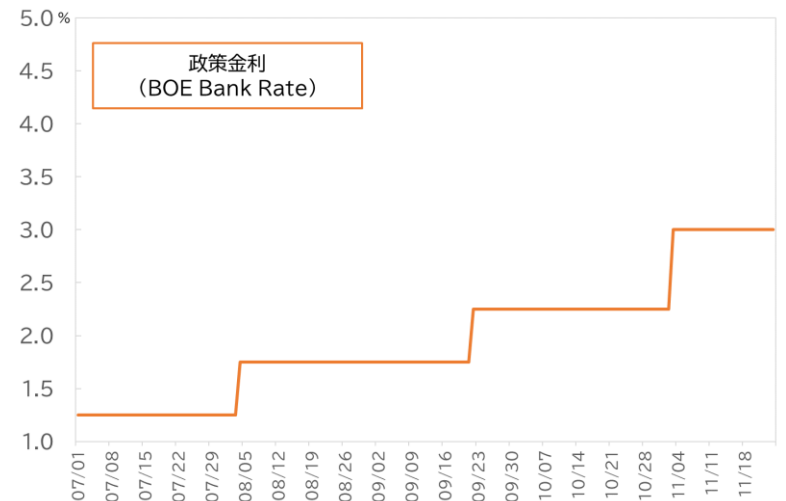
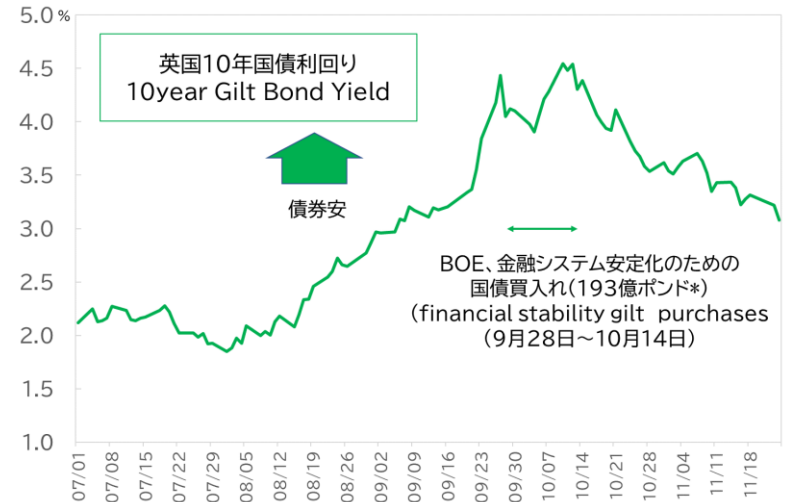
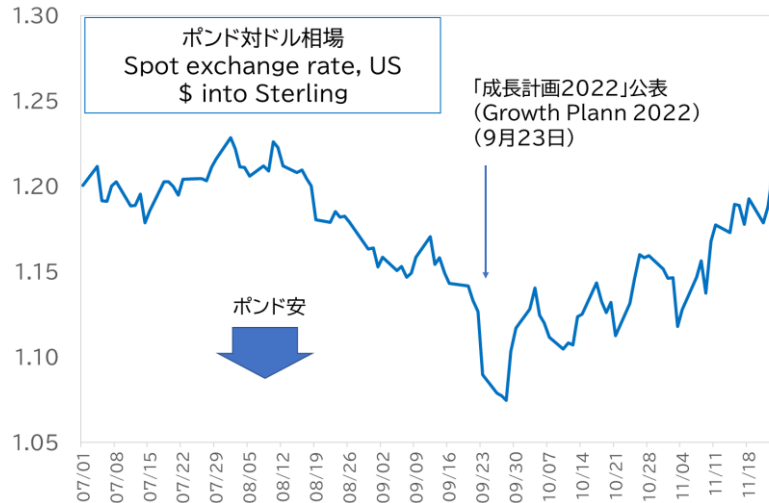


10月5日	格付け会社フィッチ、英国の長期外貨建て発行体デフォルト格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に変更。格付けは「AAマイナス」で据え置き
10月10日	「中期財政計画」の公表を10月31日に前倒しする方針を表明 BOE、金融システム安定のための長期国債買入れの一日あたり上限額を引き上げ(50億ポンド→100億ポンド)
10月11日	BOE、国債買入れ対象に物価連動国債を追加(index-linked gilts purchase)
10月14日	BOE、金融システム安定のための長期国債買入れを予定通り終了(長期債12.1億ポンド、物価連動国債7.2億ポンド、合計193億ポンドを買入れ) クワーテング財務相解任、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(家計向け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 (PM Truss announces resignation)
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(Autumn Statement)」、中期財政計画を提示 OBR、「経済財政計画(Economic and fiscal outlook)」を公表



Evolution③ | A three-way decline in sterling, gilts and stock prices

展開③ | 混乱は短期で一旦終息。BOEは買入れ国債を売却。利上げ継続



(*)BOEは、23年1月12日に売却を終えた(BOE completes unwind of recent financial stability gilt purchases on 12 January 2023)

資料(source) BOE, Financial times

英国の低成長、低投資、低生産性とインフレのスパイラル化に関する診断と処方箋

	トラス政権 (Truss's Administration)	真の原因と改善策 (Real Causes and Solutions)
診断 diagnosis	<ul style="list-style-type: none"> ● 分配重視の経済政策 ● 企業・富裕層への過剰な負担 	<ul style="list-style-type: none"> ● 場当たりの経済政策 ● 先行きの不透明感の持続(EU離脱、コロナ禍、ウクライナ侵攻)
処方箋 prescriptions	<ul style="list-style-type: none"> ● 供給重視、安全保障重視のエネルギー危機対策 ● 企業、富裕層優遇の大規模減税 	<ul style="list-style-type: none"> ● 政策の一貫性向上 ● EUとの関係改善 ● 移民制度の見直し



トラス政権の優先課題 (priority of Truss's Administration)	政策対応の問題点(problems related to the policy measures)
エネルギー危機対応 (Deal with the energy crisis)	<ul style="list-style-type: none"> ● 持続不可能な長期固定価格維持、膨大なコスト、借入依存 ● 省エネルギーのインセンティブの欠如 ● 脆弱世帯への厚めの支援の欠如 ● 環境への負荷、脱炭素化後退のリスク
減税と改革を通じた成長 (Grow the economy through tax cuts and reforms)	<ul style="list-style-type: none"> ● 高インフレ下での大規模減税によるインフレ加速のリスク ● 2.5%のトレンド成長の実現による債務安定化の非現実性 ● 大企業、富裕層に大きい恩恵 ● 政策不信による「トリプル安」による成長基盤の脆弱化
3.国民医療サービス(NHS)の改善	<ul style="list-style-type: none"> ● 具体策が不明(「成長でより多くの資金を確保」*) ● サービス改善の財源である国民保険料引き上げは撤回

(*)「成長計画2020」公表時のクワーデング財務相の演説での発言(22年9月23日)

Cause② | Disregard for fiscal discipline framework

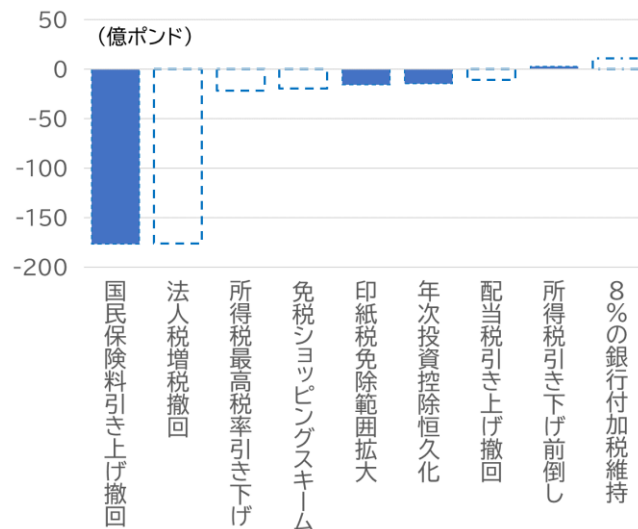
原因② | 財政規律の枠組みの軽視



①「成長計画2022」の主な減税策(Growth Plan 2022 Tax Measures)

目標(target)	2.5%のトレンド成長(2.5% trend rate)
法人税(Corporation Tax)	● 23年4月予定の25%への増税撤回、19%に据え置き
所得税(Income Tax)	● 基本税率20%→19%への引き下げの1年前倒し(23年4月～) ● 所得税最高税率40%への引き下げ(15万ポンド以上への45%の税率廃止)
国民保険料(National Insurance)	● 22年11月以降の1.25%の引き上げ撤回
配当税(Dividend Tax)	● 23年4月予定の31%への引き上げ撤回、25%に据え置き
印紙税(Stamp Duty)	● 土地・不動産に掛かる印紙税(SDLT)の免税範囲拡大(12.5万ポンド→25万ポンド、初めての住宅取得の場合は42.5万ポンド)

②「成長計画2022」の減税措置の政策コスト(Policy Cost)



注(Note)破線は撤回されたことを示す(Dashed lines indicate that the policy has been withdrawn)

資料(source)HM Treasury “Policy Paper The Growth Plan 2022 Documents”, 23 September 2022



Economy

①「予算責任憲章(2011年～)」の概要 (Overview of the Charter for Budget Responsibility)

- 財務省は財政政策の形成や実施、国債管理政策に関する文書である「予算責任憲章」を策定しなければならない。
- 「予算責任憲章」は財務省が策定し、議会に提出、下院の承認を得ることで効力を発揮する。
- 財務省が財政健全化目標等を変更する必要があると判断する場合、その理由を添えて、修正案を議会に提出し、下院の承認を得ることで、変更を行うことができる。

②「予算責任憲章」の内容 (Contents of the Charter for Budget Responsibility)

- 政府の財政政策に対するアプローチと目標(Fiscal Targets))
- 予算報告の頻度、概要、議会による精査方法
- 予算責任局(OBR)による予算報告書への経済財政見通しの提供
- 国債管理の目標と管理方法

③「予算責任憲章」導入以来の財政目標(fiscal rules from the Charter for Budget Responsibility)

2011年4月	「マンドート(5年間の予測期間中の景気循環調整後の経常収支目標達成」 「補完的な債務目標(政府純債務残高GDP比引き下げ)」
2014年3月	同上に加えて、「福祉キャップ」を導入
2014年12月	マンドートと補完的債務目標を変更、福祉キャップは維持
2015年10月	マンドートと補完的債務目標を変更、福祉キャップは維持
2017年1月	「財政の目標」を設定、マンドート、補完的債務目標、福祉キャップを変更
2022年1月	マンドート、補完的債務目標、福祉キャップを変更、「投資上限」を設定
2023年1月	マンドート=政府純債務残高GDP比を5年目までに引き下げ 補完的債務目標=政府純借入GDP比を5年目までに同3%以下 福祉キャップ=福祉支出を財務省が設定する上限とマージン以下に抑制

OBRが予算の
適合性を評価

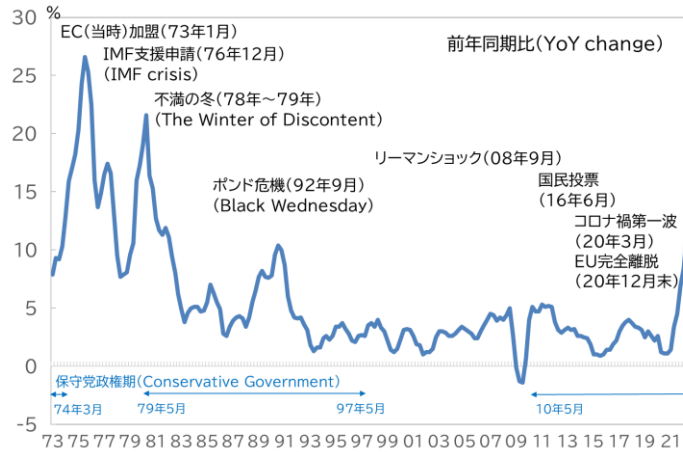


Background ① Surging inflation, persistent external imbalance

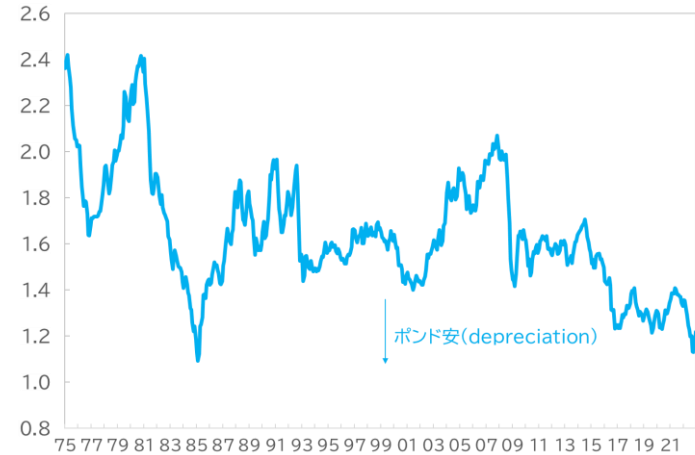
背景① | 高インフレ、政府債務増、経常赤字。繰り返されてきたポンド危機



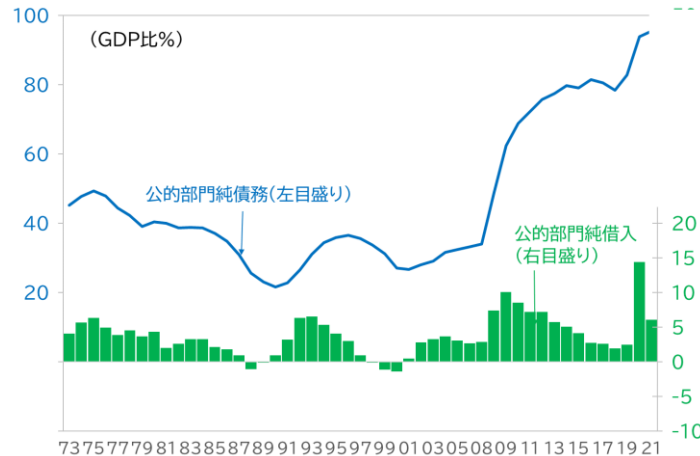
①英国のインフレ率(UK RPI)



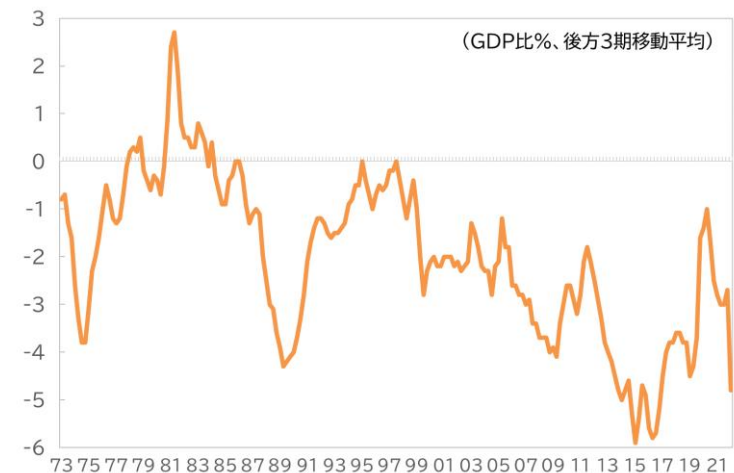
②ポンド対ドル相場(US\$ into Sterling)



③英国の公的部門の収支と債務(UK Public sector Net Borrowing & Debt)



④経常収支(UK Current Account)



資料(source) ONS, BOE, OBR

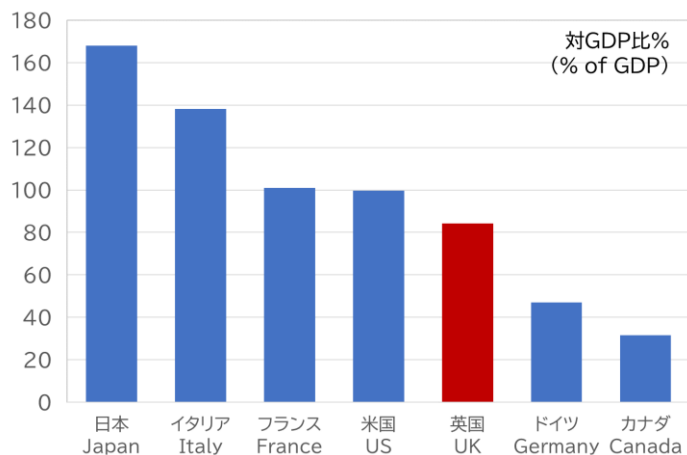


Background ② Vulnerability to changes in the external environment

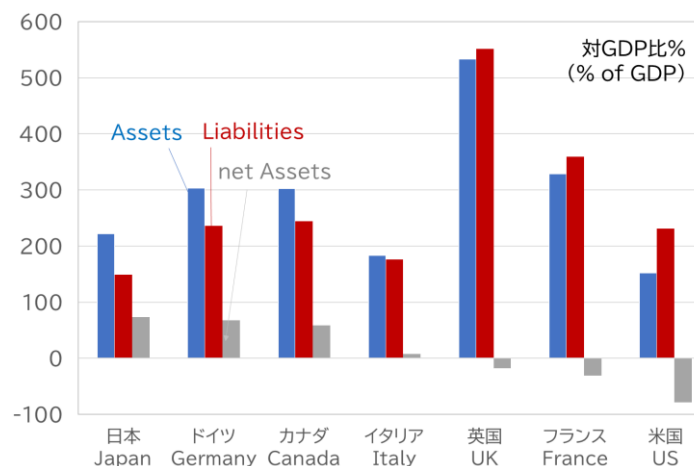
背景② | 開放度の高い純債務国。外国投資家の行動・認識の変化に脆弱



①G7一般政府純債務残高
(General Government Net Debt)

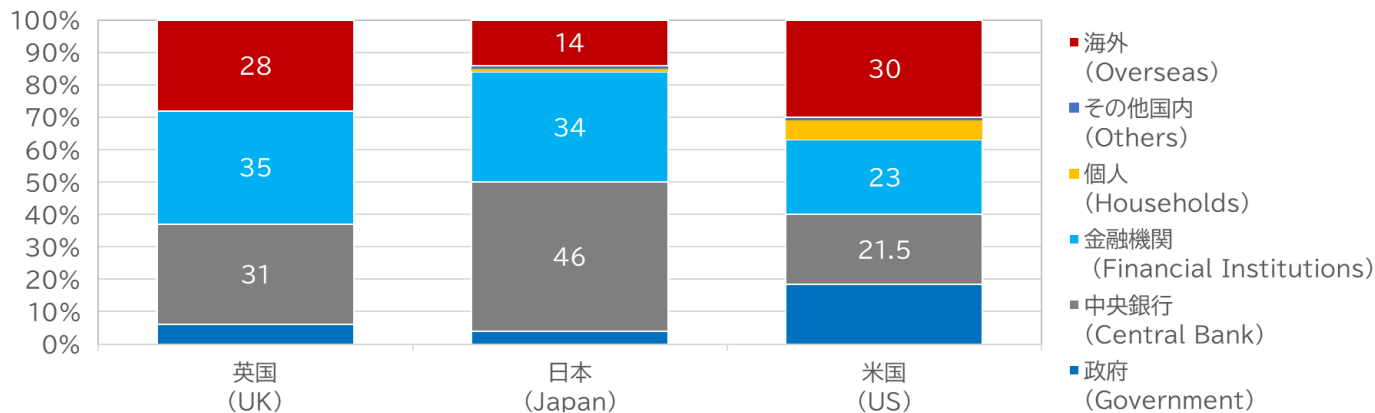


②G7対外資産・負債残高
(International Investment Position)



資料(source) IMF

③国債所有者別内訳 (Breakdown of Government Bonds by Holder Category)



資料(source) 財務省「債務管理レポート2023」(MOF “Debt Management Report 2023”)

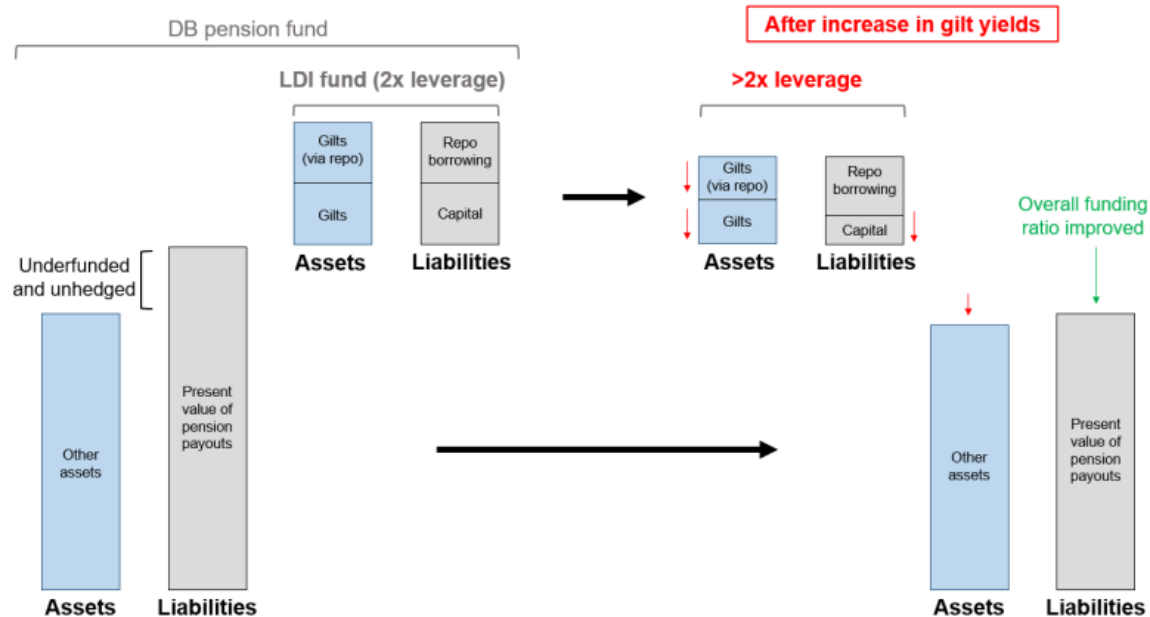


Background ③ Systemic risks in financial markets

背景③ | 負債主導型投資(LDI)ファンドのレバレッジ問題



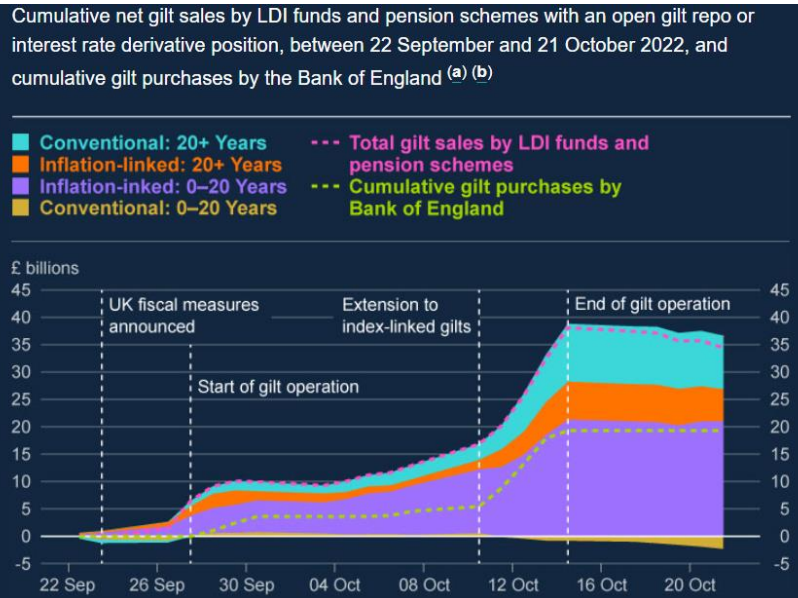
長期国債利回り時の負債のヘッジにLDIを用いている確定給付企業年金の資産と負債の変化の例
(Illustrative change in assets and liabilities for a DB pension fund using LDI to hedge its liabilities, with impact of an increase in long-term gilt yields)



- 国債価格が、流動性バッファーで吸収できるレベルを超えて下落したことで、LDIファンドは、追加の担保差し入れか、確定給付年金の投資家に追加の資金提供を求める必要に迫られ、国債等の売却で資金の確保に動いた

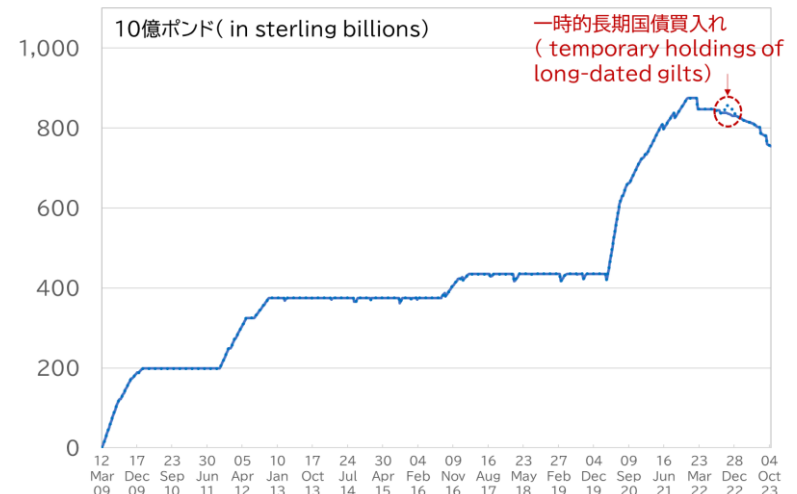
資料(source)カンリフBOE金融安定担当副総裁の英国議会財政委員会議長への10月18日付け書簡(Letter from Sir Jon Cunliffe, Deputy Governor of Financial Stability at the Bank of England to the Chair of the Treasury Committee dated 5 October)

LDIファンドに強靱性向上の時間的猶予を与えるために
BOEがとった行動
(Action taken by the Bank of England gave
LDI funds time to build resilience)



資料(source)BOE「金融安定報告(22年12月号)」(BOE Financial Stability Report - December 2022)

BOEによる国債買入れ残高
(Stock of holdings of gilts by the BOE)



資料(source)BOE

- (LDI危機から1年が経過した現在)負債が減少し、ファンディングの水準が改善し、ヘッジに関するガバナンスと業務が改善された (The situation now is largely one of lower liabilities and thus better funding levels, and improved governance and operations around hedging.)

“A year on from LDI crisis, U.K. pension funds in a better place” *Pensions & Investments*, Sep 25, 2023

[英国の経験(UK experience)]

- トラス政権期の混乱は、利上げと量的縮小が加速する局面で、与党内での政策路線での対立から、財政への信頼確保のための枠組みである財政ルールと独立財政機関の役割を事実上無視し、高インフレ下での借入に依存した大規模減税策が打ち出されたことに、市場が激しく反応したことで引き起こされた
- 英国は、経常赤字で、対外債権・債務の規模が大きく、国債の海外保有比率も高いため、外国投資家の行動や認識の変化による影響を受けやすい。年金の運用戦略としてのLDIファンドの広がりなど、金融面でも市場の危機が増幅しやすい構造だった
- OBRが信認をつなぎ留めるアンカーとしての役割を果たし、BOEが金融システム・リスクに的を絞った対応をしたことが、危機の長期化を防いだ

[日本への示唆(Implication for Japan)]

- 日本は、財政への信頼確保のための枠組みが英国ほど厳格ではなく、財政枠組みを軽視した政策が、市場の激しい反応を引き起こす可能性は低いが、市場の信用をつなぎとめるアンカーもない
- 国際収支面では、日本は経常黒字で対外純債権国であるため、トラス政権期の英国が経験したような型の危機は生じ難い。しかし、中期的には、日本は経常赤字国に転落する見通しであり、時間の経過とともに外国投資家の信認を得られるように財政を運営する必要性は高まることが見込まれる
- 日本の財政の問題点は、①裁量的な財政政策の運営が恒常的に行われていること、②拡張的財政政策か、財政健全化かという二者択一の議論に陥りやすいことにある
- 英国のOBRのような、中立的な機関による予算案と中期目標、経済見通しの整合性の点検、政策評価は、財政運営を巡る議論の土台となり、二者択一的議論からの脱却につながる。外国投資家の信認を得る上でも有効であろう
- 国債価格の変動に対する金融システムの脆弱性の把握も重要である

当資料に関する留意事項(Disclaimer)



当資料に記載のデータは、信頼できると考えられる情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。

当資料の内容について、将来見解を変更することもあります。

当資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。



Economy