

# トラスノミクスはなぜ失敗に終わったか？

第一生命経済研究所  
主席エコノミスト

田中 理



## 1. 幻に終わったトラスノミクス

相次ぐスキャンダルで7月に辞意を表明した英国のボリス・ジョンソン首相に代わり、保守党の後継党首選を制して9月6日に就任したリズ・トラス首相（本稿執筆時点では退任）を待ち構えていたのは、金融市場からの厳しい洗礼だった。トラス氏がボリス・ジョンソン前首相から引き継いだのは、40年振りの高インフレ、景気後退転落間近の経済、新型コロナウイルスの感染拡大時に膨れ上がっ

た政府債務、英国の欧州連合（EU）からの離脱の余波、生活困窮に対する国民の不满、待遇改善を求めて頻発するストライキ、保守党政権に対する国民の幻滅などだった。

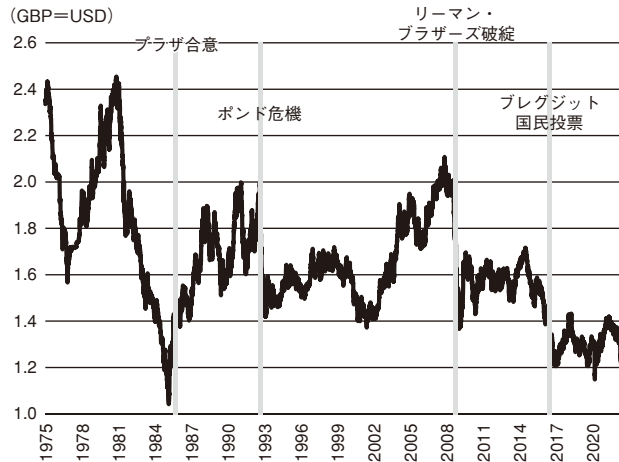
2ヶ月近くに及んだ党首選でトラス氏は、物価高騰対策に加えて、大型減税と規制緩和による経済活性化を訴えた。政権発足に当たっては、自身に政治的な立場に近い人物を主要閣僚に任命し、財務相には2010年の当選同期で盟友であるクワジ・クワーテング元ビジネス・エネルギー・産業戦略相を充てた。トラス氏は財務相主導の経済政策運営に疑問を呈してきた。クワーテング氏の財務相登用は首相官邸と財務省が一体となって政策策定に当たることを意味した。

トラス首相とクワーテング財務相は、就任直後に10月以降のエネルギー料金の凍結を発表し、エリザベス女王死去の喪が明けた9月23日には、2026-27年度までに総額450億ポンドの大型減税（通称：ミニ・パッケージ）

### 〈目 次〉

1. 幻に終わったトラスノミクス
2. トラスノミクスが失敗した背景
3. 財政の穴はどの程度か？
4. 政策転換後の新たな不安要素
5. 英国の命運はスーナク氏に託された

(図表1) 英ポンドの対米ドル為替レートの推移



(出所) イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

を発表した。だが、財政規律を度外視した減税案に英国の関連資産は売り浴びせられ、ポンドの対ドル為替相場が一時1ポンド=1ドルのパリティに迫る史上最低を更新し、長期国債の利回りが大幅に上昇（価格が大幅に下落）した（図表1）。

市場沈静化に向けて英国政府は26日、11月23日に中期財政計画を発表し、政府債務の削減をどのように進めていくかを説明する方針を明らかにし、イングランド銀行（BOE）は同日、11月3日の次回の金融政策委員会（MPC）での政策対応を約束したが、即時対応を期待した市場の失望を招いた。市場の不安心理が増幅するなか、BOEは28日、10月14日までの時限措置として英国債の買い入れを開始し、過去の量的緩和を通じて保有する国債の売却（量的引き締め）開始を予定していた10月上旬から10月31日に延期することを発表した。

政府は当初、看板政策である大型減税の方針を堅持したが、金融市場の動揺の広がりや党内外からの政治的な反発が高まり、保守党の党大会が行われている最中の10月3日に、富裕層優遇との批判が多かった所得税の最高税率の引き下げを撤回した。だが、撤回した減税措置の規模は、総額450億ポンドのうち20億ポンド程度に過ぎず、時限買い入れ終了後の国債需給悪化への不安払拭にはつながらなかった。

BOEは買い入れが金融安定上の時限措置であるとして、10月14日以降の買い入れ継続を改めて否定し、同月10日には1営業日当たりの買い入れ額を引き上げるとともに、国債価格の下落で経営不安が広がった年金基金を救済するため、担保条件を緩和した時限的なレポファシリティ（TECRF）を創設することを決め、翌11日には年金基金が多く保有す

るインフレ連動国債を買い入れ対象に加えた。

BOEの時限買い入れが終了期限を迎えた同月14日、トラス首相はクワーテング財務相を解任し、前政権時代に決めた来春からの法人税率の引き上げを凍結する方針を撤回した。後任の財務相には、経験豊富なジェレミー・ハント元保健相を任命した。ハント新財務相は金融市場の信頼回復に向けて、財政規律を重視する趣旨の発言を積極的に発信し、更なる減税撤回や歳出削減の可能性に言及した。同月17日には、トラス政権の看板政策である大型減税の大半を撤回するとともに、エネルギー料金の凍結を半年で打ち切ることを決定した。こうして、トラス首相が目指した経済改革（トラスノミクス）は幻に終わった。大型減税と規制緩和による経済活性化で「第二のサッチャー」を目指したトラス首相だが、就任から僅か44日目の10月20日、英国史上最短での辞任表明に追い込まれた。

## ■ 2. トラスノミクスが失敗した背景

エネルギー料金の凍結による物価高の抑制、大型減税と規制緩和による経済活性化は、英国経済が直面する課題に対する処方箋として、必ずしも間違っていた訳ではなかった。では、トラスノミクスはなぜ失敗に終わったのだろうか。最大の理由は、規制緩和で経済が活性化するストーリーを頼りに財政規律を軽視したことだが、この他にも様々な要因が重なった。

金融当局がブレーキを踏む一方、財政当局がアクセルを踏む“ちぐはぐさ”を問題視する声もある。中央銀行がインフレ警戒で金融引き締めを行い、政府が景気の下支えで減税や財政出動を行う政策協調が悪い訳ではない。だが、BOEによる政策正常化がある程度進展し、量的引き締め（国債売却）を開始するタイミングで、政府が大幅な財政拡張路線を採ったことで、国債需給の急激な悪化が意識された。

トラス首相は党首選を通じて、BOEの対応の遅れが物価上昇を招いたと批判し、BOEの政策目標の見直しの必要性などに言及してきた。今回の危機対応でも、政府とBOEの間の意思疎通が円滑でなかったとの印象を与えた。自らの中銀批判が政策協調の信頼性を損ねてしまった側面もある。

低金利下で覆い隠されていた金融問題が露呈したことも大きい。2000年代以降、英国の年金基金の間では、低金利下で十分な年金給付を確保するため、国債を担保に金融派生商品（デリバティブ）などに投資する運用手法（LDI）が幅広く使われてきた。国債価格の下落（利回り上昇）で担保価値が目減りし、そうした年金基金の多くが追加の証拠金の提出を求められた（マージンコール）。手元資金を確保するため、年金基金は保有する国債の売却を迫られ、更なる国債価格の下落を招く悪循環を招いた（図表2）。

BOEによる市場介入で国債価格の下落に歯止めが掛かったが、10月14日で時限買い入

(図表 2) 英10年物国債利回りの推移



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所が作成

れは終了し、11月10日までのレポファシリテイも年金基金を直接支援するものではない。BOEによる一段の利上げと量的引き締めが続くなか、国債市場を取り巻く不安定さが完全に払拭された訳ではない。

政策を発表する手順にも問題があった。政府は巨額の財政悪化につながるエネルギー料金の凍結と大型減税を先行して発表した。この段階では予算責任局(OBR)による財政評価を求めず、財政安定に不可欠の規制緩和の具体策も、中期的な財政安定をどのように確保するかを青写真も示さなかった。金融市場の動揺が広がった後も、中期財政計画の発表は当初、1ヶ月以上も先の11月23日に設定された。その後、10月31日に前倒しされたものの(11月17日に再延期された)、政権の危機意識の低さを露呈した。

トラス首相のパーソナリティも今回の危機

をもたらした面がある。トラス氏は過去に尊敬する政治家として、かつて英国経済を立て直したマーガレット・サッチャー首相の名前を挙げたことがある。減税と規制緩和による経済活性化に固執したのも、サッチャー氏が進めた経済改革(サッチャリズム)と自身の政策を重ね合わせていた可能性がある。

トラス氏は熱心な労働党支持者の両親の下で育ち、学生時代はリベラル政党・自由民主党(FDP)に所属し、途中で保守党に鞍替えした経歴を持つ。2016年のEU離脱の是非を問う国民投票では残留票を投じたが、その後は熱心な離脱支持者に転向し、今回の党首選でも強硬離脱派の支持を受けて首相に就いた。トラス氏のこうした政治的な立場の変遷からは、同氏の掲げる政策も確固たるイデオロギーに基づくものではない可能性が示唆される。今回の党首選では、財政規律を重視す

(図表 3) 英トラス政権の政策転換

	当初方針	修正後
エネルギー料金（家計向け）	2年間凍結	半年間凍結
エネルギー料金（企業向け）	半年間凍結	変更なし
法人税率	据え置き	引き上げ
国民保険料	据え置き	変更なし
所得税の基本税率	引き下げ	撤回
所得税の最高税率	引き下げ	撤回
住宅取得時の印紙税	引き下げ	変更なし

(出所) 第一生命経済研究所が作成

るリシ・スーナク元財務相が有力な対立候補だったこともあり、敢えて真逆の立場を採った面もあったのではなからうか。

### 3. 財政の穴はどの程度か？

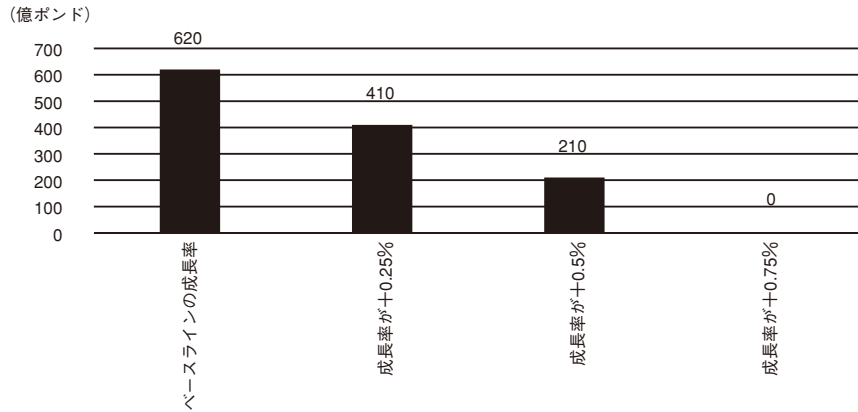
政策迷走による金融市場の動揺封じ込めを託されたハント新財務相は10月17日、トラス首相・クワテング前財務相が決めた2026-27年度までに総額450億ポンドの大型減税案の大半を撤回するとともに、家計向けエネルギー料金の凍結期間を2年間から半年間に短縮した(図表3)。既に導入見送りを決めた所得税の最高税率引き下げと法人税率引き上げの凍結に加えて、所得税の基本税率の引き下げを撤回することなどで、320億ポンドの財政赤字の圧縮が可能となる。また、エネルギー料金の凍結期間を短縮することで、930億ポンドの財政圧縮要因となる。トラス減税で残るのは、国民保険料の引き上げ撤回と住宅取得時の印紙税引き下げのみで、大幅な軌道修正を余儀なくされた。看板政策の撤回でトラス首

相は結局何も出来ぬまま辞任に追い込まれた。

英国の独立系研究機関・財政研究所(IFS)は、450億ポンドのトラス減税を実行する場合、政府債務の膨張を食い止めるには、620億ポンドの財政赤字削減が必要であると試算している。英国メディアによれば、政府の財政政策を評価する予算責任局(OBR)は、720億ポンドの追加の財政赤字削減が必要であると試算している。今回の方針転換で必要な財政赤字の削減額は300~400億ポンドに圧縮されるが、それでもなお政府債務の膨張が避けられない。11月17日に発表予定の秋季予算に合わせて、ハント財務相は追加の増税や歳出削減策を公表するとみられる。エネルギー企業の超過利潤への課税や大規模な歳出削減が盛り込まれることが予想される。

トラス政権は従来、大型減税と規制緩和によって経済成長率が高まり、債務の削減が可能になると説明してきた。IFSの試算によれば、成長率が0.25%高まると、政府債務の膨張回避に必要な財政赤字の削減額が410億ポンドに、成長率が0.5%高まると、必要な財

(図表4) 英国の債務均衡に必要な財政赤字削減額



(出所) IFS資料より第一生命経済研究所が作成

(図表5) 英国の主な歳出削減策とその効果

歳出削減策	財政赤字の削減額 (億ポンド)
トラス減税の完全撤回	450
年金給付のトリプルロック	130~200
歳出を一律10%削減	450
国民医療費と国防費を除く歳出を10%削減	230
公共投資を半減	360
公共投資の対GDP比率を2%に抑制	140

(出所) IFS資料より第一生命経済研究所が作成

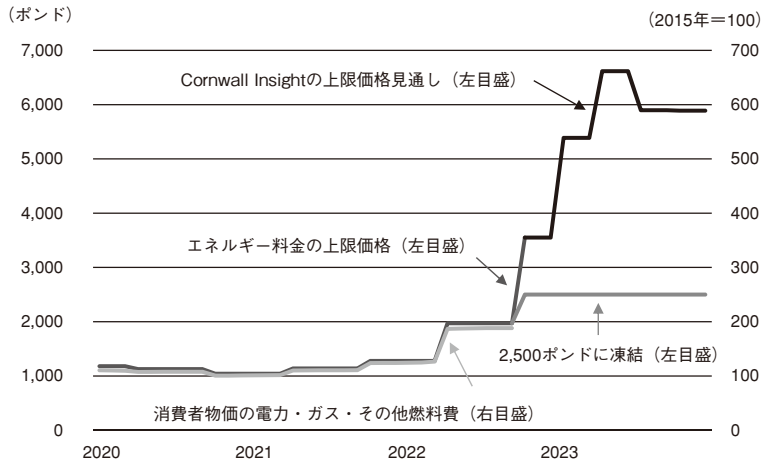
政赤字削減額が210億ポンドに縮小し、成長率が0.75%高まると、財政赤字の削減が不要になる(図表4)。今回の大型減税の抜本的な見直しにより、金融市場の動揺による景気への下押し圧力が緩和するものの、短期的な景気浮揚に期待することはできない。トラス政権は当初、経済特区の創設、銀行の賞与規制の廃止、EU関連規則の適用停止などの規制緩和の具体策を発表予定だった。政権を引き継いだスナク氏がどのような規制緩和策を発表するかは現時点で見通せない。規制緩和

が経済成長率をどの程度高めるかは不透明なうえ、その効果が現れるまでには時間が掛かる。OBRは通常、構造改革や規制緩和が成長改善につながる確かな証拠が確認されるまでは、そうした効果を財政見通しに反映しない。

では、政府債務の膨張回避に必要な財政赤字の削減を実現するには、どの程度の歳出削減が必要になるのだろうか。IFSの試算によれば、公的サービスの支出を一律10%削減した場合、450億ポンドの財政赤字削減につながる。コロナ禍やウクライナ侵攻で削減対象



(図表6) 英国のエネルギー料金の上限価格



(出所) Ofgem、Cornwall Insight、英統計局資料より第一生命経済研究所が作成

となりにくい国民医療サービス (NHS) の関連費や国防費を除外すると、財政赤字の削減額は230億ポンドに縮小する。公共投資を半減すると360億ポンドが節約でき、公共投資の対GDP比率を2%に抑制すると、140億ポンドの赤字削減効果が得られる。この他に、年金支給額の伸び率を、平均成長率、インフレ率、賃金上昇率のうち最も低いものに設定することで (トリプル・ロック)、最大200億ポンドの赤字削減ができる。こうしてみると、300~400億ポンドの財政赤字削減には、かなりの歳出削減が必要なことが分かる (図表5)。

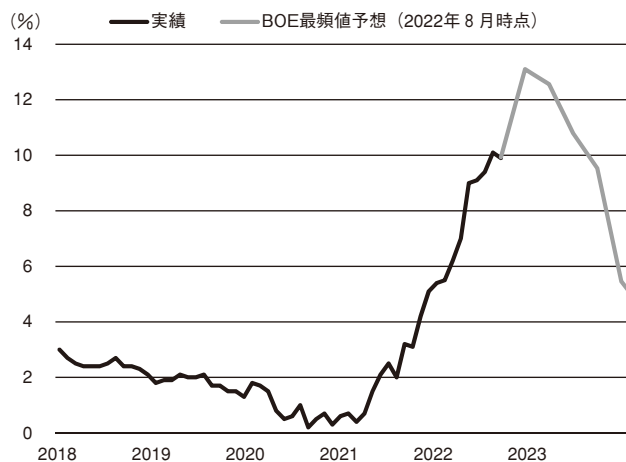
#### 4. 政策転換後の新たな不安要素

英国はロシア産のガスにエネルギー供給を依存していないが、エネルギー消費に占める

ガスの割合が高く、ガス価格の高騰がエネルギー料金の上昇につながりやすい。トラス政権が誕生する直前の8月26日、政府のガス・電力市場監督局 (Ofgem) は、10月からエネルギー会社が平均的な世帯に請求できるエネルギー料金の上限金額を年1,971ポンドから年3,549ポンドに引き上げることを発表した (図表6)。エネルギー関連のコンサルタント会社コーンウォール・インサイトは、最近のガス価格の動向などから判断して、来年1月には上限金額が年5,387ポンドに、同年4月には年6,616ポンドに一段と引き上げられると予想していた。

このままエネルギー価格の高騰が続けば、7月に40年振りに前年比で2桁台に乗せた英国の消費者物価は秋から冬にかけて一段と加速し、来年1月には前年比で20%近くに達するとの見方も浮上していた (図表7)。生活

(図表 7) 英国の消費者物価の推移



(出所) 英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

費の高騰による国民の不満が高まっており、賃上げや待遇改善を求め、鉄道、港湾、郵便労働者などのストライキも相次いでいる。こうしたなかで誕生したトラス政権は、物価の更なる高騰を抑制するため、10月にエネルギー料金を年2,500ポンドに引き上げ、その後は家計向けを2年間、企業向けを半年間、凍結することを決定した。ジョンソン政権時代に決めた1世帯当たり一律400ポンドのエネルギー料金の時限軽減措置と合わせると、10月から半年間の平均的な世帯のエネルギー負担は年相当で2,100ポンド、その後2024年9月までは年2,500ポンドと、当初の想定から大幅に軽減される予定だった。

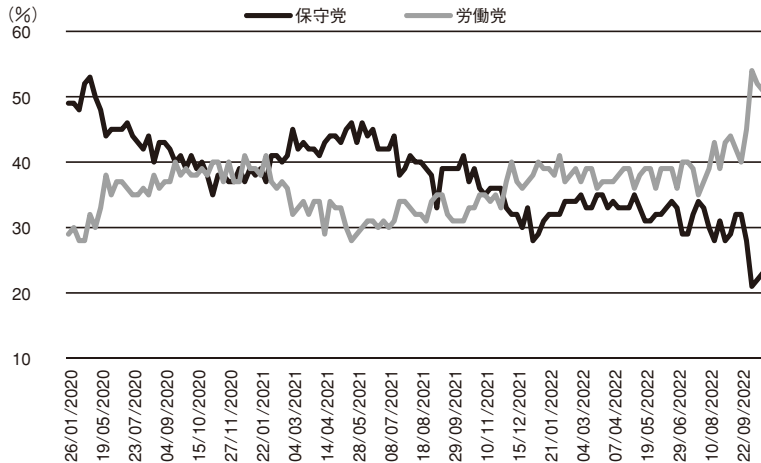
これにより消費者物価は10月の引き上げ時の前年比11%前後をピークに、その後は上昇率が鈍化するとみられていた。家計のエネルギー負担が軽減される一方、政府はエネルギ

ー供給企業に対して、2,500ポンドとの差額を補填する。その財政負担は重く、10月から来年3月までの半年間で600億ポンドの財政悪化要因となる。家計向けのエネルギー料金凍結は当初2年間継続する予定だったため、その財政負担は総額1,530億ポンドに上ると見られていた。これらはコロナ危機対応で英国政府がこれまで費やした約3,700億ポンドには満たないが、GDP比で8.5%もの財政悪化要因となる。

今回の方針転換では、エネルギー料金の凍結を半年間で打ち切ることで、財政負担が600億ポンドに抑制される一方、来年4月以降の物価の上振れリスクが高まる。現状程度のガス価格が続いた場合、凍結期間終了後のエネルギー料金の上限金額が年4,000~5,000ポンド程度に引き上げられることが予想される。この場合、来年4月以降も消費者物価が



(図表 8) 次の英総選挙でどの政党に投票するか？



(出所) YouGov資料より第一生命経済研究所が作成

前年比2桁台で高止まりする可能性が示唆される。今回の減税見直しは、金融市場の動揺封じ込めとBOEの利上げ幅縮小が景気を下支えする一方で、減税見直しによる景気浮揚効果の縮小と物価の上振れを通じて景気を下押しする。方針転換を好感し、英国の長期国債利回りは低下しているが、追加の財政赤字削減による景気の下振れ懸念が払拭されない。トラス・ショック以前に比べてなお高止まりしている。短期的には英国経済のマイナス成長転落と物価の高止まりが避けられそうにない。

## ■ 5. 英国の命運はスーナク氏に託された

トラス首相の辞任に伴う保守党の後継党首選は、立候補に必要な推薦議員数を前回の20名から100名に引き上げたうえ、議員投票の

開始から党员投票の結果が発表されるまでの期間を前回の1ヶ月半から最短5日に短縮し、早期決着を目指した。前回党首選の議員投票で終始リードを保ち、トラス氏との党员投票で敗れたスーナク元財務相が立候補に必要な推薦議員を確保したのに対して、首相への電撃復帰を目指したジョンソン元首相と、前回党首選で最終3候補まで残ったモーダント枢密院議長兼下院院内総務は、何れも推薦議員を確保できずに立候補を断念し、スーナク候補が後継党首に選出され、首相に就任した。

今回の党首選のダークホースとなったのが、休暇先から急遽帰国したジョンソン元首相だった。同氏は2019年の総選挙で、労働党が牙城としていたイングランド北部の選挙区を次々と奪い、保守党に地滑り的な勝利をもたらした。保守党の支持率が低迷するなか、次の総選挙で保守党に勝利をもたらせる人物

として、ジョンソン氏に期待を寄せる声も浮上していた（図表8）。同氏は今も党員から絶大な人気を誇り、100名の推薦議員を確保して党員投票に持ち込めば、辞任から僅か1ヶ月半で、まさかの首相再登板も夢物語ではなかった。だが、相次ぐスキャンダルで僅か3ヶ月前に辞任に追い込まれたジョンソン氏の再登板は劇薬となりかねない。保守党の政治倫理は地に落ち、党内の分断が一段と進む恐れがあった。過去の政権運営や党首選でジョンソン氏を支持した強硬離脱派議員の一部もスーナク候補支持に回り、結局、ジョンソン氏は将来の首相再登板を視野に、名誉ある撤退を選択した。

現在42歳のスーナク氏は、インド系として初の英首相となる。1980年にインド系移民で医師の父と薬剤師の母の下に英国南部の都市サウザンプトンに生まれた。オックスフォード大学を卒業後、大手投資銀行に勤め、米国のスタンフォード大学でMBAを取得。そこで出会ったインドの大富豪の娘と結婚した。資産家の妻が英国で納税していなかったことが財務相時代に発覚し、批判を浴びた。金融業界での成功の後、2015年の総選挙で初当選して政界に転身。メイ政権でレベルアップ・住宅・コミュニティ省の政務次官、ジョンソン政権で財務省の首席担当官を務めた後、辞任したサジド・ジャビド財務相の後任として2020年から財務相を務め、コロナ禍の経済対応を陣頭指揮した。経済財政運営を巡ってジョンソン首相としばしば衝突したとされ、同

氏とジャビド保険相の閣僚辞任がジョンソン首相退任の引き金となった。2016年の国民投票では離脱に投票したが、強硬離脱派と距離を保ち、離脱のメリットを声高に主張することもなかった。雑貨屋の娘だったサッチャー元首相と、薬屋の息子だった自身の出自を重ね合わせ、自らを保守党的価値観と自由主義の信奉者と呼ぶが、国民にはコロナ禍の財務相として史上最大規模の政策介入を行った人物として映る。トラス氏と争った前回の党首選では、インフレが沈静化した後の減税を主張し、財政規律を度外視したトラス氏の大型減税の危うさを指摘した。

財政規律を重視するスーナク首相の就任を受け、金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、減税規模の縮小、歳出削減、物価の高止まりで、今後、英国景気には一段のブレーキが掛かることが予想される。エネルギー料金凍結が終了する来春以降の物価再高騰で国民生活への打撃が続くうえ、BOEが大幅利上げの継続を余儀なくされ、景気をオーバーキルするリスクも高まる。スーナク首相は、保守党の信頼回復と党内融和を進めるとともに、緊縮財政と金融引き締め下で景気浮揚を目指すことになり、その前途は多難だ。

#### 〔参考文献〕

- ・ Institute for Fiscal Studies (2022), "Outlook for the public finances", October 11
- ・ Office for Budget Responsibility (2022), "Economic and fiscal outlook", March 23