



英国の誤った財政政策が世界の先例となり 1970年代のようなスタグフレーションが再来するリスク

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

英国はIMF(国際通貨基金)によるとGDPギャップが2021年からプラスになっている(下表)。その英国で9月にトラス政権が発足した。トラス首相は、個人の自助努力を重視することで英国病を克服し英国経済を成長軌道に戻したサッチャー元首相を信望し、政権のテーマに「成長、成長、成長」を掲げる。しかし、打ち出した政策は正反対で、「バラマキ、バラマキ、バラマキ」と言える内容だ。600億ポンドのエネルギー価格対策と450億ポンドの減税はGDP比約4%(日本なら約22兆円)をやや上回る規模感だ。内容は、電気代の凍結や減税など庶民の味方の政策ではあるが、大部分の財源は国債の新規発行だ。GDPギャップのプラス幅を拡大させるこの財政政策は、インフレの火に油を注ぐ逆噴射である。この逆噴射が長期金利急上昇の形で9月下旬に市場に混乱をもたらした。その後トラス政権は減税の内容を微修正し、英国銀行が市場に国債買入れ介入したことで、市場は小康状態となっている。しかし、根本的には財政政策の規模を大幅に縮小しない限り、いつまた市場が混乱に陥ってもおかしくない情勢だ。

まともな先進国である英国で、経済成長を志向する保守党の政権が、このような新興国のポピュリスト政権のような誤った財政政策を打ち出したのは驚きである。従来の常識なら、これは1980年代の中南米のような通貨危機や財政危機を頻繁に起こした新興国で、素人の政治家がポピュリズムの波に乗って国家元首となった場合に打ち出す政策だ。その場合、その後の修正のパターンも決まっている。通貨の急落や金利の上昇で政策が実現出来なくなり、IMFからも政策修正の勧告を受ける。そして最後には、ポピュリスト政権がIMF勧告を国際金融筋の陰謀などとして批判はするものの、市場に抗うことはできず、実現できないまま立ち消えとなる。この「国家対市場」で市場が勝つ姿こそ、市場原理主義と批判されながらも、1990年頃の東西冷戦終結後の低インフレと高成長をもたらした原動力だ。

トラス政権が、電気代が高騰する中、庶民の生活を思う気持ちは政治家としては正しい。しかし、それが政策として実現可能かどうかは別問題だ。一般化するなら、GDPギャップがマイナスの国では、英国と同様の政策は実現可能だ。日本の岸田総理は、電気代について前例のない思い切った対策を表明しているが、下表のとおりGDPギャップがマイナスの日本では実現可能だ。しかし、GDPギャップがプラスでインフレが発生している国では、庶民のための減税の原資として増税など他の財源を探さない限り、実現できない。米国や産油国のノルウェーがこの条件に該当する。

主な先進国のGDPギャップ(GDP比、%)

	2021	2022	2023
豪州	-1.0	1.0	0.9
カナダ	-1.5	0.3	0.8
フランス	-1.8	-0.5	-0.6
ドイツ	-2.1	-1.1	-0.3
イタリア	-4.1	-1.2	-0.3
日本	-2.6	-1.7	-0.4
韓国	-1.3	-1.0	-0.4
ノルウェー	0.3	0.9	0.4
英国	-0.1	0.4	-0.7
米国	0.3	1.6	1.5

出所：IMF(WEO)より当社作成

もし逆噴射の政策を無理やり実現すれば、インフレの火に油を注ぎ、結局は財政政策の効果を打ち消す大幅な金融引締め追い込まれるだろう。そうなれば、経済はスタグフレーションとなり、通貨の下落、金利の上昇、株価の下落など金融市場は混乱するだろう。1980年代にラテンアメリカの多くの国がスタグフレーションで「失われた10年」に陥ったのと同じメカニズムだ。

英国で誤った財政政策が打ち出された背景には、インフレ批判、市場原理主義批判、格差批判などマグマのような不満が社会に鬱積している可能性がある。近年の英国保守党政権は、週休3日制の導入による実質的な大幅賃上げを行い、更に今年は鉄道や航空でストを容認している。世論調査では、自助努力を軽んじて気ままに過ごしたいという国民の意識も鮮明になっている。英国の政策が世界の例外か、正反対に世界の先例なのか、予断を持つことなく見定める必要がある。もし英国が世界の先例になれば、1970年代のようにインフレが常態化してスタグフレーションが再来する可能性が高い。資産運用の常識も変わる。現実的なリスクとして認識すべきだろう。(脱稿10月12日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡す「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。