

## 英国経済概況

12月は利下げへ。秋季予算では数百億ポンドの増税か

丸紅欧州会社

国際調査チーム長 近内 健

chikauchi-ken@marubeni.com

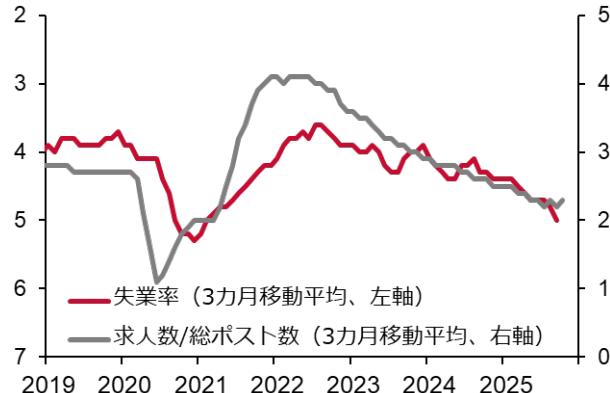
- 英国経済：第3四半期は予想を下回る減速。ジャガー・ランドローバーに対するサイバー攻撃の影響が想定以上に響く結果に。支出項目別では住宅投資が好調。
- 11月26日に秋季予算が発表される。今年3月の春季予算公表時に比べて財政ルールを守るための余裕（ヘッドルーム）が縮小しており、数百億ポンド規模の増税が打ち出される可能性が高い。昨年の秋季予算で発表された実質的な増税の影響もあって経済成長が弱い中で、来年に向けさらに下押し圧力となる見通し。

### 1. 2025年第3四半期および10月経済概況

#### 第3四半期 GDPは予想以上に低調

11月13日に英国国家統計局（ONS）が発表した第3四半期のGDPの速報値は前期比0.1%増と、第1半期の前期比0.7%増、第2四半期の0.3%増から更なる減速となり<sup>1</sup>（図表1）、コンセンサスや英中銀（BoE）の予想（ともに前期比0.2%増）を下回った。

図表1 実質GDP（前期比、%）



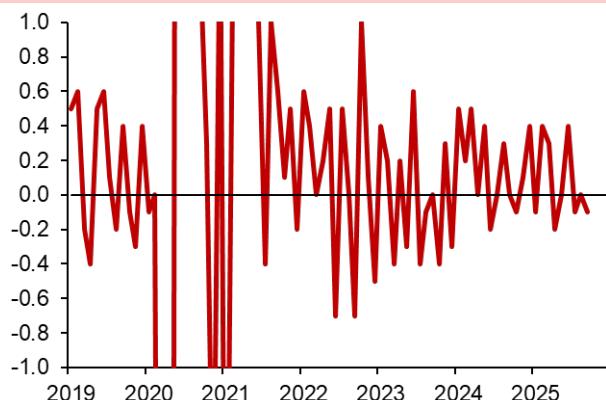
出所：ONS

予想以上の減速となった主な要因は、8月末に発生したジャガー・ランドローバー（JLR）へのサイバー攻撃に伴う同社工場の生産停止だ。これによって9月の単月GDPは前月比0.1%減と予想外の減速となった（図表2）。9月の自動車生産は2020年4月以来のマイナス幅となる前月比28.6%減

<sup>1</sup> 2025年第1四半期は米国の関税の導入に先立ち経済活動が前倒しになったことや、航空機の引き渡しに伴う企業投資の一時的な急増といった一過性の要因により上振れが生じた。

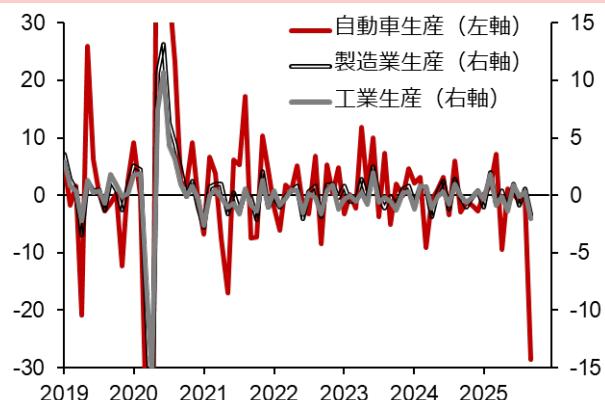
まで落ち込んだ<sup>2</sup>（図表 3）。これは工業生産、製造業生産をそれぞれ前月比 2.0%減、1.7%減と大きく落ち込ませ 9 月の月次 GDP を 0.17%pt 押し下げた。

図表 2 実質 GDP（前月比、%）



出所：ONS

図表 3 生産指数（前月比、%）



出所：ONS

JLR で生産される自動車の多くは輸出向け<sup>3</sup>であることから需要側では輸出にも影響が生じたようだ。英国自動車製造者販売者協会(SMMT)によれば 9 月の英国の自動車輸出台数は前年同月比 24.5% 減少した。

四半期ベースにおける財・サービス（貴金属を除く）の輸出は前期比 0.6%減。2023 年第 4 四半期以来の減少となった（図表 4）。企業投資も低迷が続く。企業投資の拡大は政府の経済戦略の主要目標であったが、第 2 四半期の前期比 1.1%減に続き、第 3 四半期も同 0.3%の減少となった。4 月に実施された雇用主負担の国民保険料（employer NI）率の引き上げや<sup>4</sup>、最低賃金の引き上げ<sup>5</sup>による影響が残っていると見られる。

家計消費支出は第 2 四半期の前期比 0.1%増から若干加速し、第 3 四半期は前期比 0.2%増となつた（図表 6）。しかし、小売売上高が第 3 四半期に前期比 0.9%増であったことを考慮すると、家計消費支出の低い伸びは期待外れとも言える。外食や旅行など小売以外の支出を抑えていることは消費者信頼感の低さや、後述する雇用環境と一致した動きとみてよいだろう。消費者信頼感はトランプ氏による相互関税が発表された今年 4 月を底に、家計の所得環境に関しては改善も見られているが、英国経済の見通しについては極めて限定的な改善にとどまる（図表 6）。家計貯蓄率は第 2 四半期時点で 10.7%と高い水準にあったが、第 3 四半期も概ねこの水準を維持していると見られる。

<sup>2</sup> 乗用車の生産台数ベースでは前年同月比 27%減の 51 千台に。パンデミックの時期を含めても 9 月の生産台数としては 73 年ぶりの低水準。<https://www.smmt.co.uk/vehicle-data/car-manufacturing/>

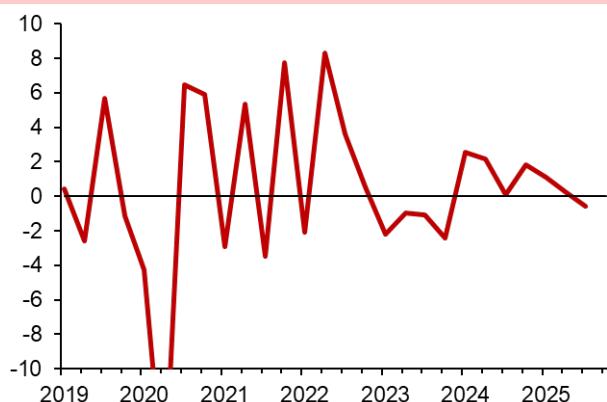
<sup>3</sup> JLR は英国内に 3 工場を有し、製造される車両のうち 80%以上が輸出向けとされている。

<https://www.gov.uk/government/news/500-million-loan-guarantee-supports-jaguar-land-rovers-electric-vehicle-plans>

<sup>4</sup> 13.8%から 15%に引き上げ。

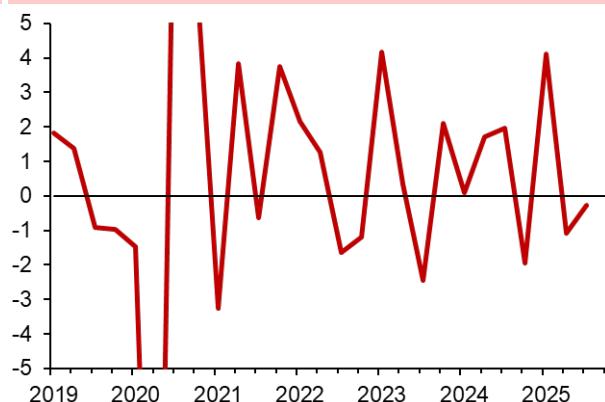
<sup>5</sup> 21 歳以上の場合、時給 11.44 ポンドから 12.21 ポンドへ 6.7%引き上げ。

図表 4 貴金属を除く輸出（前期比、%）



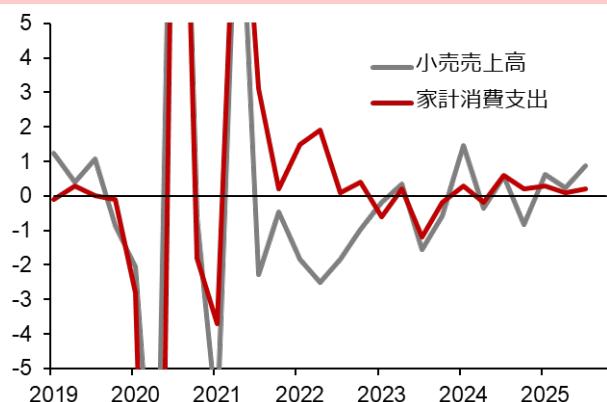
出所：ONS、丸紅欧洲会社

图表 5 企業投資（前期比、%）



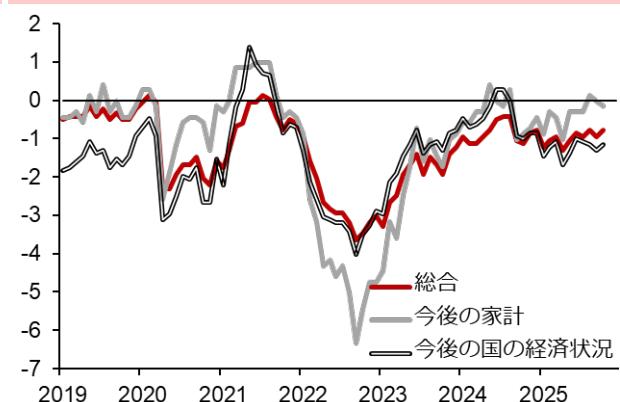
出所：ONS、丸紅欧洲会社

図表 5 家計消費支出（前期比、%）



出所：ONS、丸紅欧洲会社

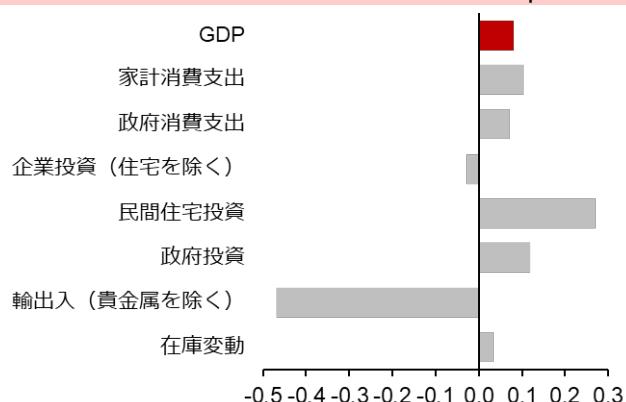
図表 6 消費者信頼感 (Zスコア)



出所：GfK、丸紅欧洲会社

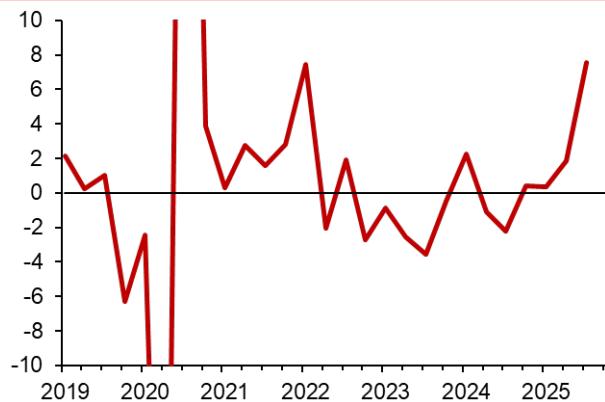
第3四半期の成長を支え、唯一好調だったとも言えるのが民間セクターによる住宅投資だ（図表7および8）。これまでが悪すぎたことに加えて、利下げによる効果が顕在化してきたと見られる。政府支出および投資もプラスの寄与となつたが、政策で一時的に押し上げられている部分が大きく、持続性や今後の加速を見通す材料としてはやや不十分だろう（図表9）。

図表 7 GDP 成長率の寄与度分解 (%pt)



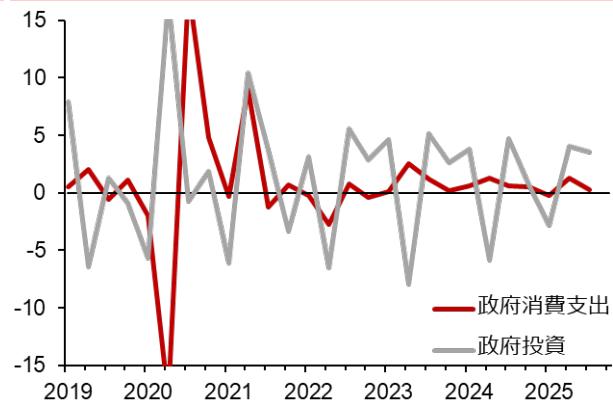
出所：ONS、丸紅欧洲会社

図表8 民間住宅投資（前期比、%）



出所：ONS、丸紅欧州会社

図表9 政府消費支出および投資（前期比、%）



出所：ONS、丸紅欧州会社

なお、第3四半期のGDPの低下に大きく影響を与えた自動車生産であるがJLRは10月8日より部分的に生産を再開したことが報じられている。しかし、英サイバー監視センター(CMC)はフル稼働への復帰に際しては、ITインフラに残る課題やサプライチェーンの制約といった問題に直面する可能性が高いとして、完全復帰の時期を来年1月とした上で当該インシデントの財務インパクトの分析を行っている<sup>6</sup>。また、9月の製造業生産について、輸送用機器が大きく落ち込んだのは当然として、13のサブセクターのうち（輸送用機器を含む）計7つで生産が減少したことは、自動車製造に関与するセクターの広さを考慮しても、成長の加速に対して別の足かせが存在することを示唆しているのかもしれない<sup>7</sup>。第4四半期は住宅投資の回復が続き、個人消費がもう一段伸びることで多少の加速が見込まれるが、大きく加速するシナリオは描きにくい。

### 失業率はパンデミック期以来の5%台へ

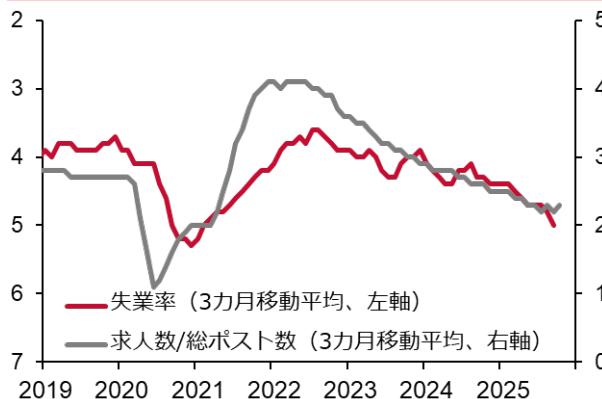
予て緩和傾向が見られていた英国の労働需給であるが、11月11日にONSが発表した7~9月の英国の失業率は6~8月の4.8%から上昇、5.0%となった（図表10）。5%台となるのは2020年11月～2021年2月以来、約4年ぶりのこと。また、速報性の高い源泉徴収システム(PAYE)に基づく10月の雇用者数は、9月に続き約3.2万人減少。昨年10月の秋季予算で雇用者が負担する国民保険料率の引き上げおよび最低賃金の引き上げが発表された後、11月から今年10月までの1年間におけるPAYEベースの雇用者数は18万人減となった。

賃金上昇率も引き続き鈍化傾向にある。3か月平均賃金（前年比）は全部門の総賃金、定期給与ベースでそれぞれ8月の5%増、4.7%増から、9月は4.8%増、4.6%増へ減速した（図表11）。BoEが注視している民間部門の定期給与（同）も8月の4.4%増から9月は4.2%増へ減速した。

<sup>6</sup> <https://cybermonitoringcentre.com/2025/10/22/cyber-monitoring-centre-statement-on-the-jaguar-land-rover-cyber-incident-october-2025/#>

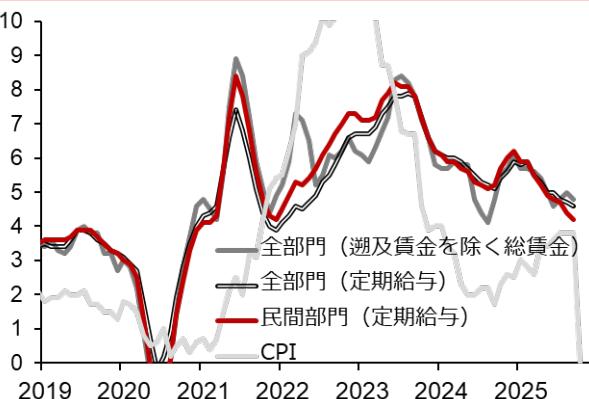
<sup>7</sup> 前月比で減少となったサブセクターは輸送用機器以外に、医薬品、化学品、ゴム・プラスチックおよびその他非金属鉱物、金属、繊維・衣服・皮革、その他機械装置。

图表 10 失業率と求人人数/総ポスト数 (%)



出所：ONS、丸紅欧州会社

图表 11 賃金上昇率（前年同月比）



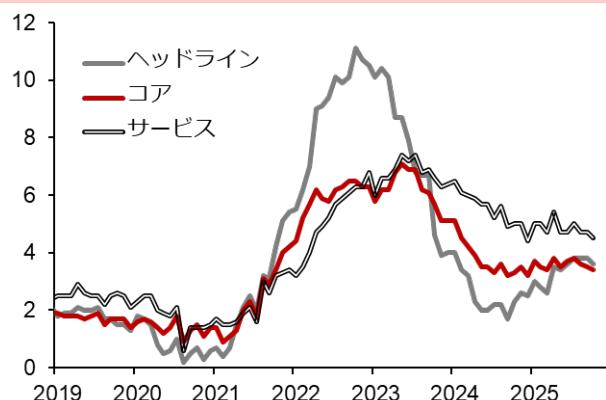
出所：ONS、丸紅欧州会社

### 消費者物価は予想通りの減速へ

11月19日にONSが発表した10月の消費者物価指数（CPI）はヘッドラインインフレ率が前年同月比3.6%増（图表12）。9月はサプライズの横ばい（8月に引き続き前年同月比3.8%増）となつたが、今月は予想通りの減速となった。9月から10月にかけてコアインフレ率は前年同月比3.5%増から同3.4%増へ、サービスインフレ率は同4.7%増から同4.5%増へいずれも減速した。ヘッドラインインフレ率減速の主な要因はガス・電力市場監督局（Ofgem）による規制料金。10月の電力価格は昨年が前月比7.7%増に対して今年は同2.4%増、ガス価格は昨年が前月比11.7%増であったのに対して今年は同2.1%増に抑えられた。結果的に9月から10月にかけて電力価格は前年同月比でそれぞれ8.0%増から2.7%増、ガス価格は13.0%増から2.1%増へと大きく減速した（图表13）。

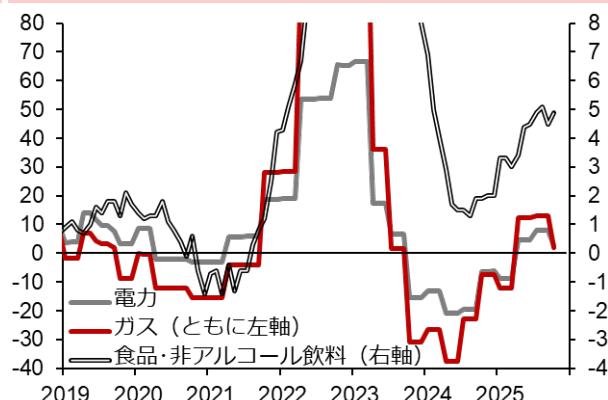
多くの項目でインフレが減速する一方、上昇要因としての寄与が大きかったのは食品・非アルコール飲料。9月から10月にかけて前年同月比で4.9%増から同5.2%増へ加速した（图表13）。前年同月比3.1%増から同4.3%に加速したパン・シリアルの影響が大きい。

图表 12 消費者物価指数（前年同月比、%）



出所：ONS、丸紅欧州会社

图表 13 消費者物価指数（前年同月比、%）

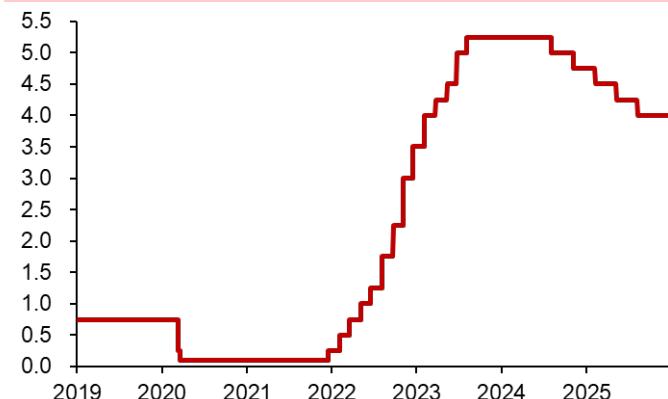


出所：ONS、丸紅欧州会社

## 12月の利下げの可能性が高まる

11日に労働市場の更なる緩和が明らかになったことに加え、13日に発表されたGDPが予想以上に良くなかったこと、さらに19日にCPIが予想通り減速したことを見て英中銀（BoE）が12月に利下げを行うとの見方が強まった。10月の金融政策委員会（MPC）では9人の委員のうち4人が25 bpの利下げを支持、僅差で4%への据え置きが決定されたが、20日時点では9割近くが12月18日の25 bpsの利下げを見込んでいる。

図表 14 英中銀バンクレート（%）



出所：BoE

## 2. 2025年秋季予算

### 予算発表を前にして様々な混乱

いよいよ11月26日に秋季予算が発表される。昨年の秋季予算に続き大規模な増税が打ち出される可能性があること、リークが例年に無く多いこと、さらに一旦打ち出された所得税の引き上げが撤回されるなどの混乱があったことで一層注目を集めている。

### 労働党の財政を巡る公約

予算を巡る一連の議論や混乱の背景を理解するには、労働党が自らに課した公約やルールについて理解しておく必要があるだろう。税に関しては2024年の総選挙に向けたマニフェストの中で、主要な税の税率を引き上げないことを約束している<sup>8</sup>。一方、財政ルールに関してはマニフェストにおいては「日常的な支出を歳入で賄う」、「予測期間の5年目までに債務をGDP比で減少させる」とされ、

<sup>8</sup> 「働く人々への税負担が可能な限り低く抑えられるようにする。労働党は働く人々への税金を増やさない。国民保険料、所得税の基礎税率（basic rate）、高税率（higher rate）、追加税率（additional rate）および付加価値税（VAT）は引き上げない」「法人税率について議会期間中を通じて現行の25%（G7の中で最低）を、他国の税制変更が英国の競争力を脅かす場合には対応する。設備投資に対する恒久的な全額損金算入制度と、中小企業向けの年間投資控除（annual investment allowance）は維持する」とした。一方で歳出の増加は、ノン・ドム税制（イギリス居住で税務上の居住地が国外にある人は海外資産が一定期間非課税になる制度）の廃止や租税回避策の強化、私立学校に対するVATおよびビジネスレート（事業用固定資産税）の適用、キャリード・インターレストに対する課税の抜け穴をふさぐことで賄えるとした。<https://labour.org.uk/updates/stories/labour-manifesto-2024-sign-up/>

昨年の秋季予算で債務の定義<sup>9</sup>ならびに目標とする年度の変更がなされた<sup>10</sup>。具体的には図表 15 に示すように、財政責任目標 (fiscal mandate) としての安定性ルールと 2 つの補足目標 (supplementary target)、即ち投資ルールと福祉キャップからなる。

図表 15 現在の英国の財政ルールの概要（2024 年秋季予算）

投資などを除く経常的な予算は 2029/30 年度までに均衡となる見通し<sup>11</sup>でなければならぬ。2029/30 年度が予測期間の 3 年目となる（2026/27 年度）までは安定性ルール 2029/30 年度が目標となるが、その後はローリングして 3 年目の財政年度に対しての目標となる。また、2026/27 年度からは経常的な予算の「均衡」において GDP 比 0.5%までの赤字が認められる<sup>12</sup>

公的部門の純金融負債 (PSNFL) の対 GDP 比が 2029/30 年度において 2028/29 年度より低くなる見通しでなければならない。ルール 1 同様に 2029/30 年度の 3 年前になると、その後は毎年ローリングされ、予測期間の 3 年目の財政年度が対象となる。

福祉キャップ 特定の種類の福祉関連支出はあらかじめ定められた水準を下回らなければならない。

出所：HM Treasury

### 失われたヘッドルーム、公約破りの所得増税？

今回、増税の議論が至る所でなされているのはこの安定性ルールの達成が難しくなっているからに他ならない。今年の春季予算においてリーブス財務相は 99 億ポンド (GDP の約 0.3%) を 2029/30 年度時点のヘッドルームとして確保していたものの<sup>13</sup>、福祉改革<sup>14</sup>や年金受給者への冬季燃料補助金の削減について撤回<sup>15</sup>により約 62 億ポンドを失うこととなった。また、国債の利払い費用の算定のベースとなる長期国債の金利が春季予算のベースとなった期間に比べて上昇していること、さらに

<sup>9</sup> 1997 年にブラウン財務相（当時）が正式な財政ルールを導入して以来、債務の範囲としては公的部門純債務 (PSND) が用いられてきたが、2022 年に BoE を除く公的部門純債務 (PSND ex. BoE) に変更された。

<sup>10</sup> <https://www.gov.uk/government/publications/draft-charter-for-budget-responsibility-autumn-2024>

<sup>11</sup> 予算責任局 (OBR) によるもの。OBR は独立行政機関として財務省から委託を受け、中立的な立場から経済・財政に関する分析を実施し公表する。

<sup>12</sup> 但し、GDP 比 0.5%以内であっても赤字見通しとなった場合、翌年度の財政イベントにおいて 3 年目の財政年度の経常的予算の見通しは黒字としなければならない。

<sup>13</sup> 2024 年の秋季予算においてもヘッドルームは 99 億ポンド。その後見通しが悪化しつつあった中で、財政引き締めを行い 2025 年の春季予算で 99 億ポンドに戻した。

<sup>14</sup> 障害や長期的な健康問題を抱える人向けの個人自立支援給付金 (PIP) の受給資格の厳格化やそのインフレ連動の停止など。

<sup>15</sup> いずれも労働党内の反発によって撤回。

OBR による生産性に関する見通しの下方修正<sup>16</sup>によってヘッドルームがマイナスに転じることだ。ヘッドルームが減少していることは予て明らかであったが、問題はその幅と埋め方であった。

9月半ばには主要メディアが200億あるいは300億ポンドという財政ギャップの幅を報じ、10月下旬にはそれを埋める手段として公約破りの所得税の増税についてリーブス氏が検討していることについて報じられた。そして11月4日にはリーブス首相が異例とも言える朝8時過ぎから記者会見を行い、所得税の増税について仄めかしたのだ。さらに11月10日には、所得税率を1ポンド当たり2ペンス引き上げ、国民保険料（NI）を同額引き下げて相殺するという方針<sup>17</sup>についても報じられた。

### 突然の所得税率引き上げ撤回。OBR の見通し修正があっても300億ポンド規模の増税が必要か

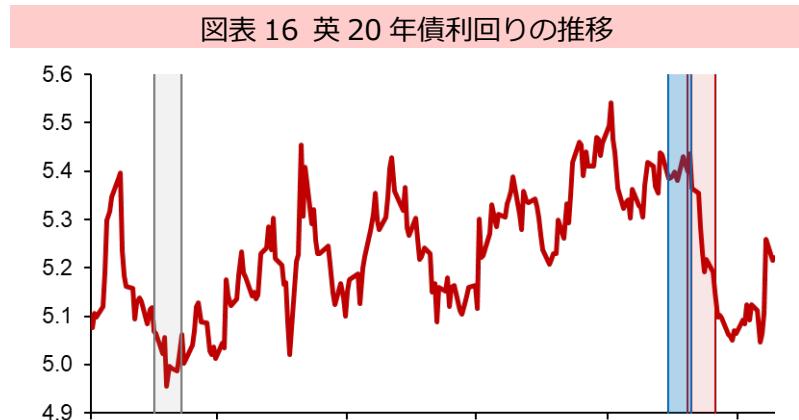
ところが、その3日後の11月13日、所得税の引き上げを断念したことが報じられた。最大の理由は労働党内からの反発に対する懸念とみられる。一方で、OBR による見通しが当初よりも改善されたことが所得税率引き上げ撤回であるとするという報道もあり、以下で実際の数字を考えてみたい。

まず、福祉改革や冬季燃料補助金削減の撤回によるヘッドルームの喪失はそのままだ（62億ポンドの悪化）。次に利払い費用であるが、OBR は算定にあたっては20年債の利回りをベースに利を算定するが、春季見通しにおいては参考する金利や前提条件は2月12日までの10営業日とされた。一方、秋季経済見通しにおいては経済見通しを作成するのにあたって取り込んだ金利や前提条件が10月10日までの10営業日（図表16のブルーの網掛け）とされたのに対して、財政見通しを作成するのにあたっては10月21日までの10営業日（図表16のピンクの網掛け）とされている<sup>18</sup>。当初の財政見通しの金利の取り込みをどの期間で実施したかは明示的に示されていないものの、経済見通しと同じ期間であったとするならば、当初の見通しからはヘッドルームは増加したことになる。ただ、10月21日までの10営業日の場合であっても春季見通しに用いた期間（2月12日までの10営業日）からは平均で26bps程度上昇している。これは2029/30年度において約32億ポンドのヘッドルームの減少に相当する。

<sup>16</sup> OBR による生産性成長予測は当初から楽観的と見られていた。例えば OBR の春季予算の見通しでは生産性の伸びを年間1.3%（2029年）とされたのに対して、BoE は同1.0%（2027年）としている。

<sup>17</sup> ベル年金担当相がかつて率いていたレゾリューション財団による提案に基づく。同財団の提案は、従業員保険料（employee NI）を払っている人は所得税率の引き上げが保険料（NI）料率の引き下げで相殺される一方で、NI を払っていない人（働かずに賃貸収入のみで生活している人や年金受給者）、従業員 NI ではなく自営業 NI（self-employed NI）を支払っている自営業者の負担が増すというもの。なぜ自営業 NI が引き下げの対象とされないかについては以下の報告書を参照。<https://www.resolutionfoundation.org/publications/call-of-duties/>

<sup>18</sup> <https://obr.uk/november-2025-forecast-timetable/>



出所：OBR

生産性の成長見通しの引き下げについては判然としない。10 月下旬には「0.3%pt の引き下げ」という関係者の言葉をベースに「210 億ポンドの悪化」という試算<sup>19</sup>が報じられているものの、140 億ポンド程度を見る向きもあるようだ。

一方、プラス要因としては賃金上昇率の上方修正の可能性が報じられている。賃金が上昇すれば所得税および国民保険料による歳入も増加する。税基盤が広く、実行税率も相応に高いため少しの上振れであっても税収への影響は大きい。130 億ポンド程度という数字が報じられている<sup>20</sup>ものの、生産性の成長を引き下げるとする見通しがある一方で賃金上昇率が大幅に上方修正されることは見込みにくい。

春季予算以降の 2029/30 年度におけるヘッドルームの変化をまとめると図表 17 のようになる。ケース A は最終的に大きな財政収支の改善が必要になるケース、ケース B はより少ない財政収支の改善で済むケースだ（賃金上昇率の上方修正による影響は上述の理由によりここには含んでいない）。賃金上昇率の上方修正を見込まないケースではヘッドルームをこれまでと同様の 99 億ポンドに戻すだけでも少なくとも 230 億ポンドの財政収支の改善が必要になる。下方修正が大きい場合には 300 億ポンドだ。

<sup>19</sup> 財政研究所（IFS）は生産性が 0.1%pt 下方修正されるごとにヘッドルームが 70 億ポンド失われるとしている。

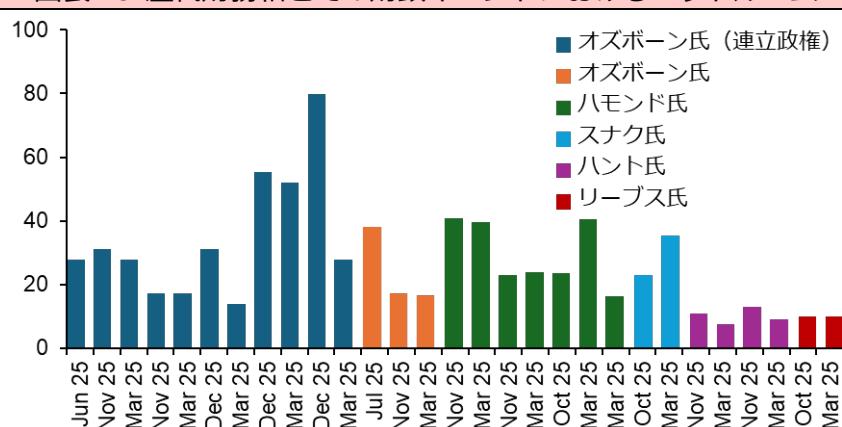
<sup>20</sup> <https://www.resolutionfoundation.org/app/uploads/2025/11/Black-holes-and-consolidations.pdf>

図表 17 2029/30 年度におけるヘッドルーム確保と必要な財政収支改善額 (単位 : 10 億ポンド)

	ケースA	ケースB
ヘッドルーム (2025年3月)	9.9	9.9
福祉改革、燃料補助金削減の撤回	-6.2	-6.2
国債利回りの上昇	-3.2	-3.2
生産性成長率の下方修正	-14.0	-21.0
賃金上昇率の上方修正		
ヘッドルーム (公表済の政策およびOBRによる修正を含む見通し)	<b>-13.5</b>	<b>-20.5</b>
ヘッドルームを£9.9 bnに戻すために必要な財政収支改善	<b>23.4</b>	<b>30.4</b>
ヘッドルームの拡大 (+£5 bn/+£10 bn)	5.0	10.0
<b>ヘッドルームの拡大 (+£5 bn/+£10 bn) に必要な財政収支改善</b>	<b>28.4</b>	<b>40.4</b>

ヘッドルームについて昨年の秋季予算、今年の春季予算においていずれも 99 億ポンドとしてきたが、これは歴史的に見ると極めて低い水準だ (図表 18)。ヘッドルームが小さければ、僅かなブレやショックが生じたときでもルールを守るために政策の変更が必要になってしまう。リーブス氏にしてみれば、次の財政イベントで再度の「増税」を避けるために拡大をしておきたいところだ<sup>21</sup>。図表 17においてはヘッドルームを現在よりも、ケース A では 50 億ポンド、ケース B では 100 億ポンド拡大するとして行を追加している。しかし、現在の政治的環境でヘッドルームの大幅な拡大ができるかというとそれも容易ではないだろう。難しい政治的判断となりそうだ。

図表 18 歴代財務相とその財政イベントにおけるヘッドルーム



出所 : OBR

結局のところ OBR による修正 (賃金上昇は含まない)、現在までに公表されている政策およびヘッドルームの拡大を見込むと、ケース A では 280 億ポンド、ケース B (悪化を織り込みヘッドルームを相応に拡大) では 400 億ポンド程度の財政収支の改善が必要になる。また、図表には盛り込んでい

<sup>21</sup> 英国のヘッドルームの拡大の必要性については IMF も 4 条協議報告書などでたびたび言及している。

<https://www.imf.org/en/publications/cr/issu.../united-kingdom-2025-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-568905>

ないが 11 月 10 日にリーブス氏は、党内からの要求が強い子供二人分までとしている給付についての制限 (two-child benefit cap) の廃止を示唆した。これは 35 億ポンドのヘッドルームの減少となる。これも織り込むと少なく見積もっても 300 億ポンド、厳しめに見積もる場合は 440 億ポンド規模の改善が必要になる計算だ。

財政収支の改善には歳出削減、増税いずれの手段もあり得るが、わずか数か月前に数十ポンドの歳出削減策を撤回しなくてはならなかつたスター・マー政権の状況を考えればその大部分を増税に頼らざるを得ないだろう。300 億ポンドにしても 400 億ポンドにしても大きいことには変わりはなく、税の種類によるものの年間ベースで GDP の 0.2%程度の下押しは避けられないと見られている。

どのような税で賄うかについては、ほぼ推測の域を出ない。企業に対する負担を昨年に続けて行うのは政治的ハードルも高いうえ、経済成長を一層阻害する可能性が高まる。所得税の税率引き上げを撤回してしまった以上、現時点では增收分のおよそ 20%程度は個人向け税控除や税率区分の凍結によるもので、残りは細かい増税の寄せ集めになると見られている。しかし、そういう寄せ集めは税収の安定性が低くなったり、小さい税基盤に重い税負担を負わせることになりかねず、成長にとって一層ネガティブなものになりかねないという指摘も少なくない。所得税率引き上げに比べるとインフレ抑制効果も小さくなる可能性が高い。

二回目の秋季予算、リーブス氏の手腕が問われるところだ。

## 丸紅欧州会社

95 Gresham St, London EC2V 7AB  
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。