

2026 年 10 月 22 日 全 15 頁

欧州経済見通し 仏財政不安、長期化の覚悟

国民世論の二極化で、決められない政治が続くリスクが高まる

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 財政・政治不安を背景にフランスの長期金利が急上昇している。フランス財政における当面の課題である 2027 年予算に関して、ルコルニュ政権は財政赤字の縮小を目指す予算案を提出した。しかし、野党の反対により予算協議は難航する見込みであり、成立するとしても、赤字削減幅は当初案を下回る公算が大きい。
- 2027 年予算をめぐる不透明感に加え、フランス財政・政治の不安材料となっているのが、2027 年 4、5 月に予定される大統領選挙である。現在、選挙で先行する極右・国民連合のルペン氏は大統領選挙に向け財政健全化を含む財政計画を公表したが、その実現性は不確かであり、財政悪化懸念が払しょくされたとは言い難い。
- また、大統領選挙においては、緊縮財政に反対する極左・不服従のフランスのメランション氏の支持率が高まっている。メランション氏が次期大統領になる可能性は現時点では低いとみられるが、国民の政治的な二極化が進む中、大統領選挙後の解散総選挙では議会の分断が一層深刻化するリスクがある。フランス政治の機能不全、財政問題が長期に続く可能性を覚悟しておく必要があるだろう。
- ラガルド ECB 総裁は、現時点でフランスの長期金利の上昇に対して、市場分断抑制策である TPI (Transmission Protection Instrument) を適用する意向がないことを明らかにしている。もっとも、投機的な動きによって金利がさらに極端に上昇すれば、ECB が TPI の発動を検討することも考え得る。ECB のバックストップとしての役割によって、フランスの財政問題が債務危機に発展する可能性は低い。
- 財政懸念が金利上昇につながり得る状況は英国も同様である。金利上昇による利払いの増加や防衛費の増加によって、英国の財政は厳しさを増しており、10 月 28 日に公表される、バーナム首相就任後初の秋季予算では、財政に負担がかかる大規模な政策は見送られる公算が大きい。

ユーロ圏経済

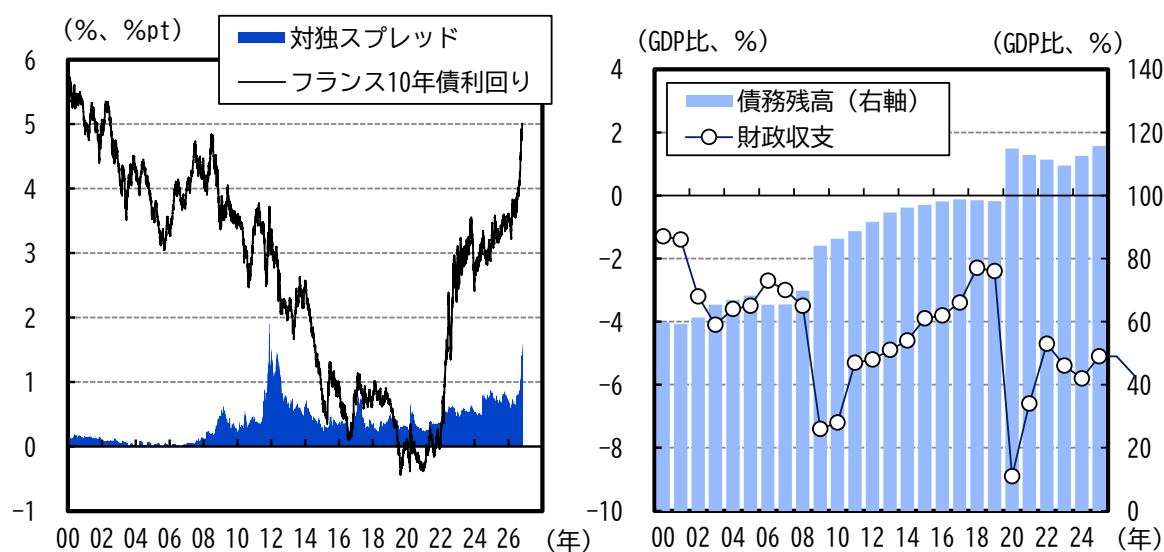
財政・政治不安でフランスの長期金利が急騰

世界的に長期金利が上昇傾向となる中、とりわけフランスの金利上昇ペースが速い。フランスの10年国債利回りは5%を突破し、2002年以来の高水準となった。また、ドイツとの金利スプレッドは1.5%ptを上回り、欧州債務危機時の2011年以来の水準まで拡大している。

フランスの長期金利上昇圧力が強まっている背景には、そもそものフランスの財政状況の悪さがあるが、これに加えて、政治混乱によって一段と悪化するリスクが高まっていることがある。

これまでのフランスの財政状況を確認すると、2025年時点の政府債務残高 GDP 比は115.7%とEU加盟国の中でギリシャ、イタリアに次いで3番目に高い。もともと、財政収支を見ると、ギリシャが GDP 比+2.0%の黒字、イタリアが同▲3.1%の赤字だったのに対し、フランスは同▲5.1%と赤字幅が大きい。債務残高の先行きという点では、ギリシャ、イタリアよりもフランスのほうが深刻な状況にある。

図表1 フランス10年債利回りと対独スプレッド（左）、フランスの財政収支と債務残高（右）



(出所) Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

2027年予算案には財政赤字縮小が盛り込まれるも、成立には譲歩が必要

こうした状況に対応すべく、財政再建を目指すルコルニュ政権は、2026年10月1日に2027年の予算案を閣議決定した。同予算案では2026年にGDP比▲5.4%まで赤字が拡大する見込みの財政収支を、2027年には同▲5.0%まで縮小することを目標とする。歳出面では、国防などの重点分野を除く省庁予算の大幅な削減、公務員給与のインフレ連動分の凍結、年金のインフレ連動の一部停止などが提案されている。歳入面では、家計や企業の負担になる広範な増税は実施しないとしつつ、年金受給者の所得税における基礎控除の廃止、企業向け社会保険料負担

軽減措置の縮小などが盛り込まれた。

だが、この 2027 年予算案に対し、野党は総じて批判的であり、予算協議は難航が見込まれる。年金受給者を対象とした措置に対しては、大統領支持会派と国民議会を 3 分する極右政党・国民連合、および左派の双方から強い批判が上がっている。

予算は議会に提出されてから 70 日以内に成立させる必要があると憲法に規定されており、12 月 17 日がその期限となる。だが、議会内での対立を踏まえれば、通常の採決で予算が承認されるのは難しく、政権は議会の承認を経ずに予算を成立させる憲法第 49 条 3 項を適用する可能性が高い。49 条 3 項を適用した場合、野党には不信任案の提出が認められ、これが否決されれば、予算は正式に成立する。一方、不信任案が可決されれば、予算案は否決されたものとみなされ、内閣は総辞職することになる。

当然、ルコルニュ政権が 49 条 3 項を適用すれば、野党は不信任案の提出を検討することになるが、大統領選挙を目前に控える中、不信任案の提出は、その後避けられないであろう政治混乱の責任の一部を負うことになるため、一部の野党はこれに慎重になるとみられる。実際、国民連合のルペン氏は、政府が提出した予算案に対し、「不完全な予算でも、予算がないよりはまし」と発言しており、予算案への全面的な反対ではなく、自党の要求を反映させるための交渉に臨む姿勢を明らかにしている。ルコルニュ政権としても不信任案を否決するために、野党に対して一定の譲歩を示すのが落としどころとして現実的とみられる。そうなれば予算が成立しないという最悪のシナリオは避けられることになるが、当初案よりも財政赤字の縮小幅は小さくなる公算が大きい。

仮に、49 条 3 項を適用せず、期限までに予算が成立しなかった場合、2025 年、2026 年と同様に特別法を成立させ、前年予算をつなぎ予算として繰り越して予算審議を延長する、もしくは政令を用いて強制的に予算を成立させるという選択肢が残る。政令による予算措置の場合、その後不信任決議によって政権が崩壊したとしても、予算は成立することになる。だが、1958 年以降の第 5 共和政においてはこの政令による予算措置は使われたことがなく、野党から強い批判を受けるのは必至である。大統領選挙を控える中、ルコルニュ政権がこの手段に踏み切る可能性は低いとみられる。

ルペン氏も財政健全化を強調、ただし実現性に疑問符

2027 年予算に加えて、フランスの財政・政治不安の大きな要因になっているのは、2027 年 4、5 月に予定される大統領選挙である。フランスでは、これまで財政再建を重視する中道のマクロン大統領支持会派が議会を主導してきたことで、なかなか進展こそしなかったものの、財政再建を最優先課題の 1 つとして取り組んできた。だが、大統領の交代によって、フランスの財政再建はこれまで以上に進まなくなる可能性がある。

世論調査によれば、2027 年の大統領選挙の候補者のうち、最もリードしているのは国民連合のルペン氏である。ポピュリズム的な主張をするルペン氏が大統領になれば、財政再建が一層

遅れるとの警戒感がフランス国債の金利上昇の背景にはあるとみられる。これは2024年にマクロン大統領が議会の解散を宣言した際、国民連合が国民議会第1党になるとの観測から、長期金利が跳ね上がったのと同じ構図である。

こうした中、ルペン氏は10月6日に大統領選挙を見据えた財政計画、「財政ルネッサンス」を発表した。政権交代後の財政懸念によって金利上昇圧力が強まる中、財政計画を示すことで金融市場の懸念を払しょくする狙いがあったとみられる。

実際、計画では財政健全化への姿勢が強調されている。ルペン氏が大統領に就任した場合、18ヵ月以内にプライマリーバランスを均衡させ、財政収支対GDP比は2030年までにEUが基準とする▲3%以内、大統領任期の最終年にあたる2032年までに▲2.5%まで縮小させることが目標として掲げられた。また、毎年の債務削減を義務付ける独自ルール「黄金律」の導入を目指し、憲法改正のための国民投票を行う方針を明らかにしている。財政赤字削減の主な手段は歳出の見直しであり、移民に対する社会保障給付の制限、EUへの拠出金の削減、政府機関および地方自治体への支出削減などが挙げられている。

ただし、国民連合が掲げるこれらの政策の実現性には疑問が残る。移民に対する社会保障給付の制限については、単なる財政上の問題ではなく、フランス憲法やEU法との整合性が問われる可能性が指摘されている。EUへの拠出金の削減についても、フランスが独自に決められるものではなく、他のEU加盟国の承認が必要となるため実現は容易ではない。

また、年金支給開始年齢の引き下げや、エネルギーや生活必需品に対する付加価値税の引き下げなど、財政に負担がかかる政策に対する国民連合の意欲は従来のまま変わっていない。財政計画を発表し、財政規律を重視する姿勢が示されたことは前向きに評価できるものの、かねて懸念されているように、国民連合がポピュリズム的な政策を実施し、財政を一層悪化させるリスクが拭い去られたとは言い難い。

極右のみならず極左への支持も拡大、政治不安は長期に続く可能性

さらに、大統領選挙に向けて金融市場が警戒感を強めているのは、極右への支持が集まるのと同時に、その対極にある極左への支持も高まっていることだ。大統領候補者のうち極左政党・不服従のフランスのメランション氏の支持率は徐々に上昇しており、各種世論調査では中道左派で欧州議会議員のグリュクスマン氏、および中道政党・地平線のフィリップ元首相と2番手争いを繰り広げている。

メランション氏が掲げる政策は一貫して労働者保護を目指しており、年金支給開始年齢を60歳まで引き下げ、最低年金の引き上げを提案する。また、産業への公的管理の強化、エネルギー・水道の再国有化、大規模公共投資などを公約とし、拡張財政への志向が非常に強い。財源としては歳出削減ではなく、法人税の累進化や金融取引への課税など、企業や富裕層への課税強化を掲げ、財政規律にも一定の配慮がみられるものの、基本的には緊縮財政には反対する。

また、メランション氏は、フランス中銀が保有するフランス国債の帳消しを主張する。EUは

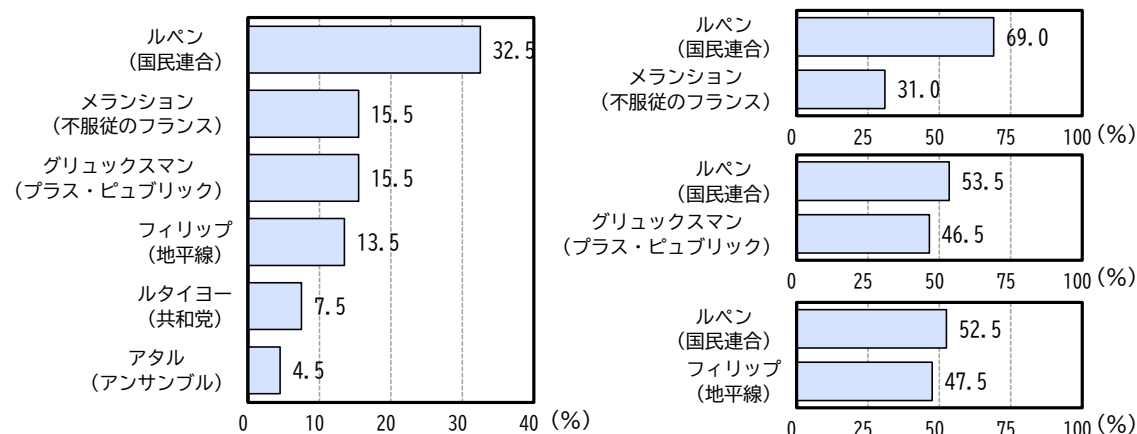
中央銀行による財政ファイナンスを明確に禁じており、実現の可能性は極めて低い、ルールや金融市場への影響を無視したこうした発言は、フランス国債への警戒感を高める一因になっている。

メランション氏は大統領選挙で決選投票に進む可能性がある一方、フランスの調査会社 Elabe が実施した世論調査の投票意向を見ると、決選投票になった場合の支持率はルペン氏に大差をつけられている。これは極端な主張が極右のみならず中道右派・左派支持者からも敬遠されているためとみられる。メランション氏が次期大統領になるのは、あくまでテールリスクといえる。

だが、極左への支持の拡大で懸念すべきは、極左大統領が誕生するリスクのみならず、国民世論の二極化によってこれまで以上に議会での意思決定が難しくなることにもある。現状、フランス議会ではハング・パーラメント（どの政党も単独過半数を占めない状態）によって予算を始めとする政策決定が難しくなっている。次期大統領は、大統領選挙後に議会での影響力拡大を目指して解散総選挙に踏み切る公算が大きいものの、国民世論の二極化が進んだことで、ハング・パーラメントが解消する見込みは低く、むしろ議会での対立が強まる恐れすらある。

財政問題への対応の必要性は政党をまたいだ共有認識になりつつあるものの、実現のために目指す手段が政党によって大きく異なる以上、財政再建は難しい状況が続くと見込まれる。財政・政治不安を理由としたフランスの長期金利上昇圧力は、大統領選挙後も解消するとは限らない。

図表 2 世論調査によるフランス大統領選挙の投票意向 第 1 回投票（左）、決選投票（右）



(出所) Elabe より大和総研作成

ラガルド総裁は現時点でのフランスへの TPI 発動に否定的

フランスでの金利上昇に歯止めが掛からない中、ECB による市場分断抑制策、すなわち金利スプレッド拡大への対応にもにわかに衆目が集まっている。ECB はユーロ圏内の市場分断抑制策として2つのツールを持つ。1つは欧州債務危機に際して2012年に導入された OMT (Outright Monetary Transactions) であり、もう1つが2022年の利上げ局面でのイタリア国債金利の上

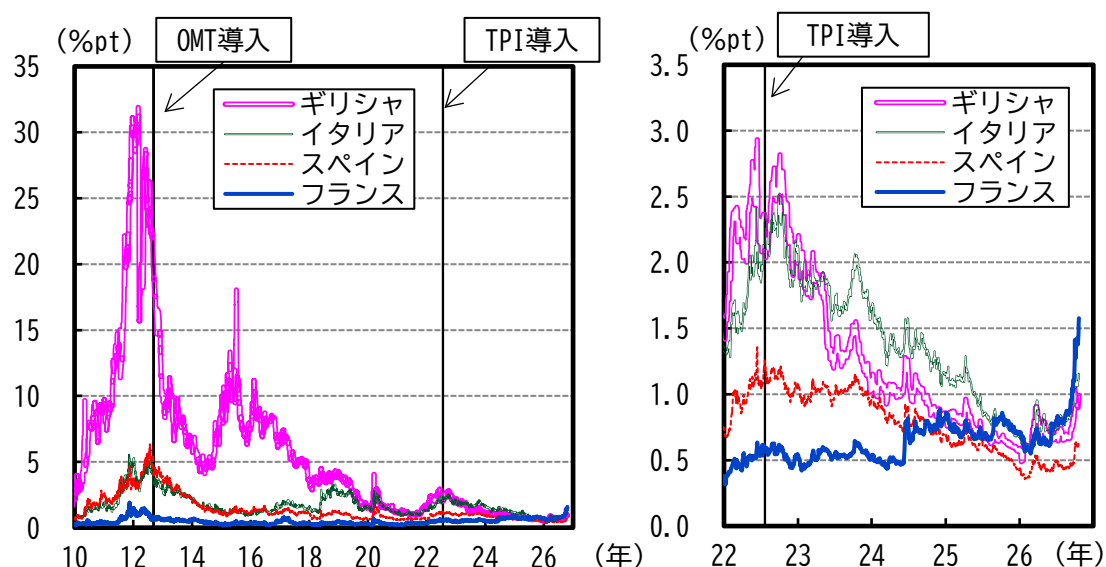
昇への対応として導入された TPI (Transmission Protection Instrument) である。OMT は債務危機に陥った国を救済するための手段であるのに対し、TPI はファンダメンタルズからは正当化できない金利差への対応策であり、ECB 理事会の判断でより柔軟な発動が可能となる。

現在のフランスを取り巻く状況は、国債のデフォルトが懸念されるような債務危機ではなく、発動が意識されているのは TPI である。だが、足元のフランス国債利回りの対独スプレッドは大きく拡大しつつも、ECB が TPI を導入するきっかけとなった、2022 年のイタリア国債の対独スプレッドに比べればまだ小さい。もちろん財政状況の違い等を踏まえれば、単純に比較できるものではないが、過去、現在のフランスよりもスプレッドが開いた局面においても発動されなかったという点に鑑みれば、現時点で TPI が発動される可能性は低いとみられる。

実際、ラガルド ECB 総裁は、10 月 14 日に IMF の年次総会に合わせてバンコクで開催されたイベントにおいて、フランスの金利上昇に関して、財政健全化を通じて解決すべきとの見方を示し、ECB による介入期待をけん制した。ラガルド総裁が財政再建に言及したことは、フランスの金利上昇はファンダメンタルズからの乖離ではなく、むしろファンダメンタルズに起因しているという見方を示すものであり、TPI の発動を否定するものといえる。10 月 29 日に開催される ECB 理事会後の記者会見でも、TPI の発動に関する質問が記者から出る可能性があるが、ラガルド総裁はこれを否定するとみられる。

ただし、ラガルド総裁の発言は、少なくとも現時点の金利水準に関するものであり、ECB による将来の TPI の発動を完全に否定するものではない。仮にフランス国債の金利が投機的な動きによって極端に上昇する場合には、ECB が TPI の発動を検討することも十分考え得る。ECB がこうしたツールを備え、バックストップとしての役割を持っていることから、フランスの財政問題が債務危機に発展する可能性は低い。

図表 3 ユーロ圏諸国の 10 年債利回り対独スプレッド 2010 年～ (左)、2022 年～ (右)



(出所) Bloomberg、ECB より大和総研作成

ECB は 10 月会合では様子見

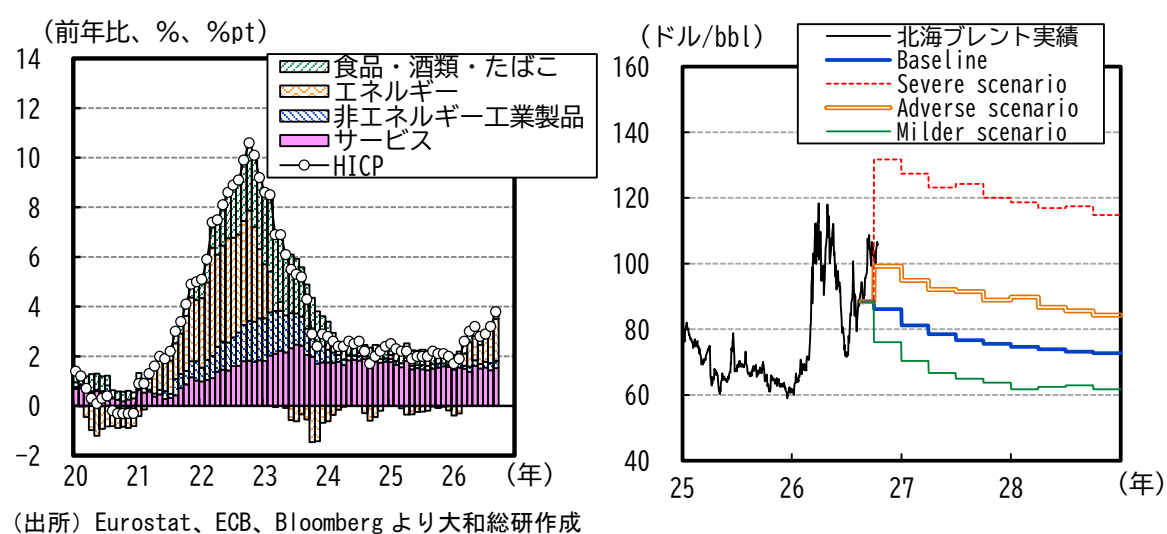
なお、金融政策に関連して、ECB は前回、9 月の理事会で 0.25%pt の利上げを実施したが、次回、10 月 28～29 日の理事会では政策金利は据え置かれるとみられる。

足元のインフレ率の状況を確認すると、9 月のユーロ圏の HICP（消費者物価指数）は前年比 +3.8%に加速し、2023 年 9 月以来の高い伸びとなった。加速の主な要因はエネルギー価格の上昇幅が同 +18.9%と 2023 年 1 月以来の大きさになったことである。また、食品価格（同 +1.3%）、コア HICP（同 +2.5%）の伸びも前月からわずかに拡大している。コア HICP の内訳では、コア財（非エネルギー工業製品）価格の伸びが前月からわずかに縮小したものの、サービス価格の上昇幅が拡大し、押し上げ要因となった。

ただし、9 月に ECB が公表した経済見通しと比較すると、エネルギー以外は、ほぼ ECB の見通しに沿う内容であった。原油やガスの国際市況は ECB の見通しにおけるベースラインシナリオの前提を大きく上回って推移しているにもかかわらず、HICP のうちエネルギー以外の価格が見通しから上振れしていないという点は、ECB にとっては安心材料といえる。

当然、エネルギー価格が上振れしている以上、その波及が強まる可能性も含めて、ECB のインフレ率の上振れに対する警戒感が高まっているとみられるが、現時点で追加利上げを検討するほど状況は差し迫っていない。10 月理事会でのフォワード・ガイダンスは、データ次第で会合ごとに判断し、先行きのパスはコミットしないという定例の文言が維持されることになるだろう。一方、長期金利の上昇、ユーロの下落、原油価格の上昇など、相場環境は前回会合から大きく変化しており、これらを踏まえた経済、およびインフレ見通しのリスクバランスの変化が 10 月理事会での注目点となる。

図表 4 ユーロ圏の HICP の要因分解（左）、原油価格と ECB 見通しのシナリオ別前提（右）



ユーロ圏の8月のハードデータは軟調

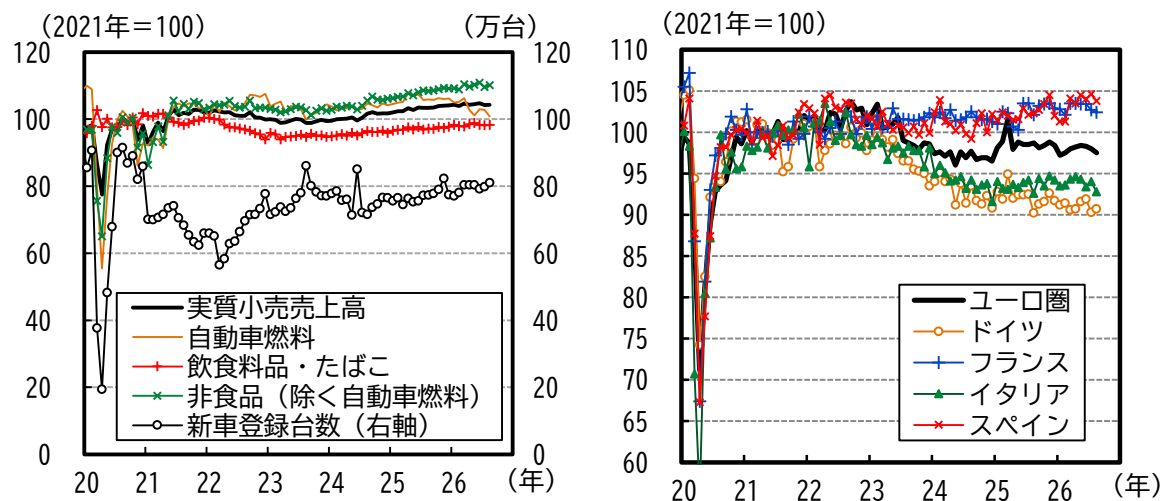
ユーロ圏の経済動向に関して見ていくと、実体経済面のデータは総じて冴えない結果となった。

個人消費関連では、ユーロ圏の8月の実質小売売上高は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。もっとも、8月の増加幅は前月の減少幅（同▲0.6%）に比べて小さかった。7～8月の平均値は4-6月期平均値を0.3%下回っており、7-9月期が前期から増加するためには9月に前月比+0.8%の増加が必要となるため、達成のハードルは高い。

8月の内訳を業種別に見ていくと食品・たばこが前月比+0.1%と3ヵ月ぶりに増加し、非食品（除く自動車燃料）も同+0.5%と2ヵ月ぶりに増加した。一方、自動車燃料が同▲1.9%と2ヵ月連続で減少したことが全体を押し下げた。自動車燃料の水準は2023年8月以来の低さまで落ち込んでおり、エネルギー価格高が個人消費の重しになっていることがうかがえる。

一方、実質小売売上高に含まれない新車登録台数（ECBによる季節調整値）は、8月に前月比+1.5%と2ヵ月連続で増加した。サービス消費に関しては現時点で手に入る統計が限られるが、7月のサービス業生産は前月比+0.4%と2ヵ月ぶりの増加に転じている。サービス消費等も含めた個人消費全体は、実質小売売上高ほどには弱くないとみられる。

図表5 ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売台数（左）、ユーロ圏主要国の鉱工業生産（右）



(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

企業部門に関して、8月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比▲0.5%と3ヵ月連続で低下し、2026年2月以来の低水準となった。7～8月の平均値は4-6月期平均値を0.6%下回っており、こちらも実質小売売上高と同様、7-9月期は前期比低下に転じると見込まれる。

8月の内訳を業種別に見ると、医薬品が前月比▲7.1%と前月の低下に続いて大きく落ち込んだほか、衣料品（同▲6.9%）の低下幅が大きかった。また、自動車（同▲2.8%）、コンピューター・電子機器（同▲2.6%）、石油製品（同▲2.5%）、化学（同▲2.4%）など、幅広い業

種で指数が低下した。国別ではドイツが同+0.4%と上昇したものの、イタリア（同▲1.3%）、スペイン（同▲0.8%）、フランス（同▲0.3%）では低下した。また、アイルランドが同▲3.1%、ベルギーが同▲5.1%と大きく落ち込んだこともユーロ圏全体の生産を押し下げる要因となった。

8月は欧州全域で記録的な猛暑によって主要河川の水位が低下し、物流が停滞したことが生産に影響を及ぼした可能性がある。また、ドイツ連邦統計局は、自動車の生産減少に関して夏季休暇による生産ラインの停止が8月に集中したことが要因になったと報告した。8月の生産の低調さには一時的要因が影響している可能性があり、基調を判断する上では9月以降の結果も併せて見ていく必要があるだろう。

企業マインドは堅調、消費者マインドの再悪化に警戒

マインド統計に目を向けると、2026年9月の景況感指数（欧州委員会公表）は、前月差▲0.5ptと5ヵ月ぶりに低下した。主な下押し要因となったのは、消費者信頼感指数が同▲1.0ptと低下したことである。一時低下していたエネルギー価格が再び上昇に転じたことで、家計の物価見通しは再び上昇しており、これが家計の景況感を悪化させた。

一方、企業部門の景況感指数は9月も総じて底堅かった。小売業は消費者信頼感の低下と連動する形で前月差▲0.1ptと小幅に低下したが、サービス部門については同+0.5ptと5ヵ月連続の上昇を維持し、生産部門も同+1.2ptと4ヵ月連続で改善した。このところの生産部門の改善ペースは他の業種と比べて速く、また、建設業の指数は前月から横ばいだったことから、生産部門の指数の水準は建設業を上回った。サービス業の指数が最も高いという状況は変わっていないが、製造業を中心とする生産部門の景況感は着実に改善している。

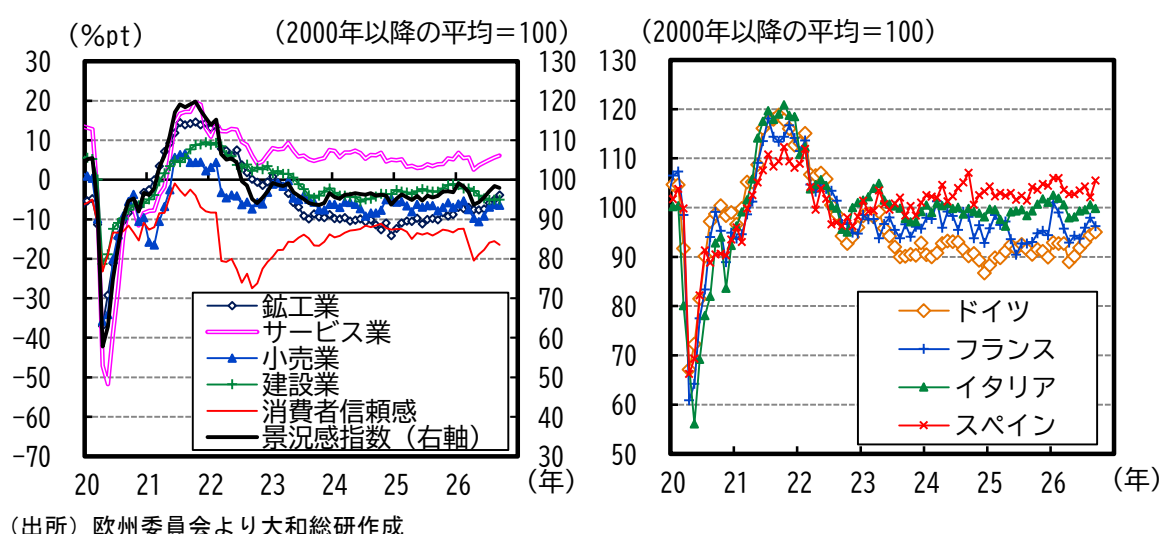
国別に景況感指数を見ると、主要国ではスペインが前月の落ち込みからの揺り戻しによって前月差+3.4ptと大きく上昇したほか、ドイツが同+0.6ptと改善した。ドイツの改善は5ヵ月連続であり、指数の水準は2023年5月以来の高さとなった。主要国の中ではまだ相対的には低いものの、生産部門の改善傾向が押し上げ要因となり足元のモメンタムが強い。他方、フランスは同▲1.7ptと3ヵ月ぶりに低下し、イタリアは同▲0.8ptと5ヵ月ぶりの低下に転じた。

企業景況感の回復は別の統計でも確認されている。9月のユーロ圏の総合PMI（S&P Global公表）は前月から1.1pt上昇の53.1%となり、2023年4月以来の高さとなった。製造業PMIが前月差+0.2ptの52.9%、サービス業が同+1.4ptの53.0%と、いずれも基準となる50%を上回り、企業活動は幅広く拡大している。また、足元で改善傾向が目立つドイツに関して、9月のifo景況感指数も欧州委員会の景況感指数と同様に5ヵ月連続で改善し、2023年5月以来の高さとなった。ドイツ企業の景況感の改善は、国防、インフラ投資という公共投資の増加が押し上げ要因となっているとみられ、こうした押し上げは当面持続する公算が大きい。また、景況感の堅調さに照らせば、足元で弱含んでいる鉱工業生産などの実体面でも持ち直しへと向かうことが期待される。

他方、注意が必要なのは、消費者マインドの下振れリスクである。原油価格が再び上昇する中、エネルギーを中心にインフレ率の上振れリスクは大きい。ドイツをはじめとする主要国では、減税を延長したことでガソリン価格は10月に入ってむしろ低下しているが、冬季の需要期に入り、電気・ガスも含めたエネルギー価格の上昇が家計の負担感を増幅させる恐れがある。

また、物価高、生活不安を背景に、欧州ではデモや暴動が広がっている。こうした社会不安もマインドの悪化を加速させ、景気の下振れリスクを増加させかねない。目先、特に警戒すべきなのはフランスであることに間違いないが、それが他国にも広がるリスクにも注意が必要である。

図表6 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



英国経済

8月の月次GDPは製造業が押し上げ、増加基調を維持

英国の2026年8月の月次GDPは前月比+0.1%となり、3ヵ月連続の増加を維持した。増加ペースは鈍化したものの、6、7月がいずれも同+0.4%と高い伸びだったことに鑑みれば、十分に底堅い結果であったといえる。月次GDPの7～8月平均値は4～6月期平均値を0.7%上回っており、7～9月期の四半期GDPは4～6月期（前期比年率+2.1%）に続いて、高めの成長率が見込まれる。

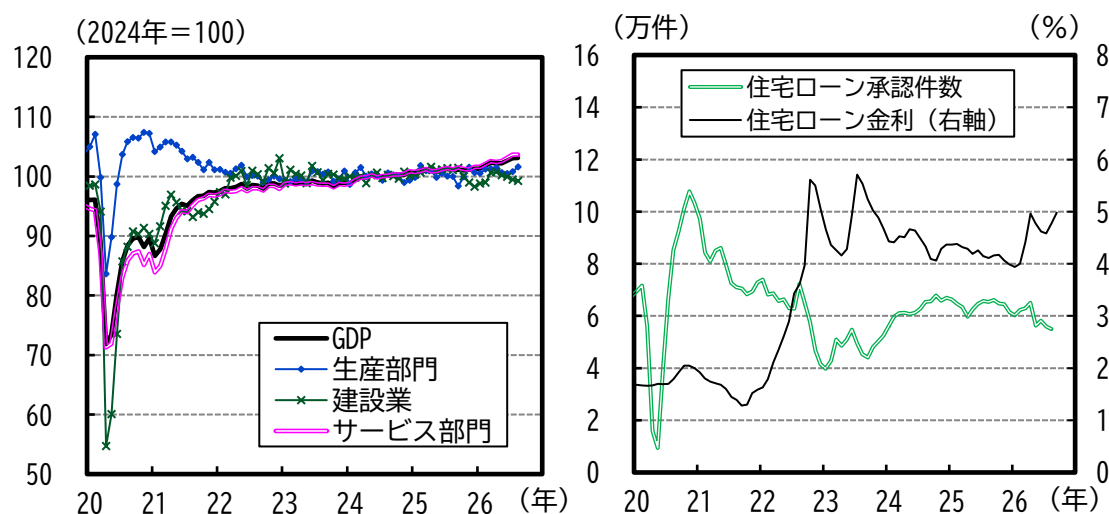
8月の月次GDPの内訳を見ていくと、生産部門が前月比+0.8%と2ヵ月連続で増加したこと、特に製造業が同+1.2%と好調だったことが全体のけん引役となった。製造業の中では、医薬品が同+5.1%と大きく増加し、これが最大の押し上げ要因となった。これに加えて、木製品・紙製品（同+3.2%）、ゴム・プラスチック製品（同+2.1%）、機械（同+2.0%）、輸送用機器（同+1.8%）など、幅広い業種で生産が増加している。また、前月に大幅に増加したコ

ンピューター・電気機器は同▲0.5%と減少に転じたが、高い水準を維持しており好調さを維持している。

一方、サービス部門については前月比横ばいとなり、7月まで3ヵ月連続で続いた増加が足踏みする形となった。内訳では、専門サービス業（同+1.5%）が4ヵ月連続の増加と好調を維持し、卸売・小売業は同+2.0%と6ヵ月ぶりの増加に転じた。卸売・小売業では、特に情報通信機器の卸売が好調であり、引き続きAI関連需要の堅調さがプラスに働いたとみられる。他方、サービス業全体の足を引っ張ったのは、娯楽サービス（同▲2.7%）、宿泊・飲食業（同▲2.1%）である。両業種は7月に好天による押し上げが報告されていたことから、そこからの反動が押し下げ要因になったとみられる。

建設業は、前月比▲0.2%と小幅ながら4ヵ月連続で減少し、全体の足を引っ張った。民間による新築住宅の減少が主な下押し要因となっており、これは住宅ローン金利の上昇が影響している可能性が高い。実際、2026年に入って住宅ローン金利が上昇するのに反比例する形で、住宅ローン承認件数は減少基調を強めており、2026年8月は5.5万件と2023年12月以来の低水準まで落ち込んでいる。

図表7 英国の月次GDPと業種別内訳（左）、住宅ローン金利と住宅ローン承認件数（右）



(注) 右図の住宅ローン金利は2年固定金利。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

労働市場に安定化の兆し

想定以上に景気が底堅く推移する中、英国経済における最大の懸念材料であった労働市場でも少しずつ底打ちの兆しが見られてきた。

2026年6～8月の失業率は前月差▲0.2%pt低下の4.7%と、2025年5～7月以来の低さとなった。内訳では、就業者数が同+10.0万人増加し、失業者数は同▲6.6万人と大幅に減少しており、内容としても良好である。また、源泉徴収情報を基にし、統計の信頼度が高いとされる給与所得者数は、8月が同+700人と、前月公表された速報段階の同▲2.6万人から上方修正さ

れ、極めて小幅ながら7ヵ月ぶりの増加に転じた。さらに9月分の速報値は同+1.3万人と増加が続く形となっており、これまで緩やかな減少が続いてきた給与所得者数にも下げ止まりの兆しが見られる。景気拡大の恩恵がようやく労働市場にも広がりつつあることを期待させる結果であったといえる。

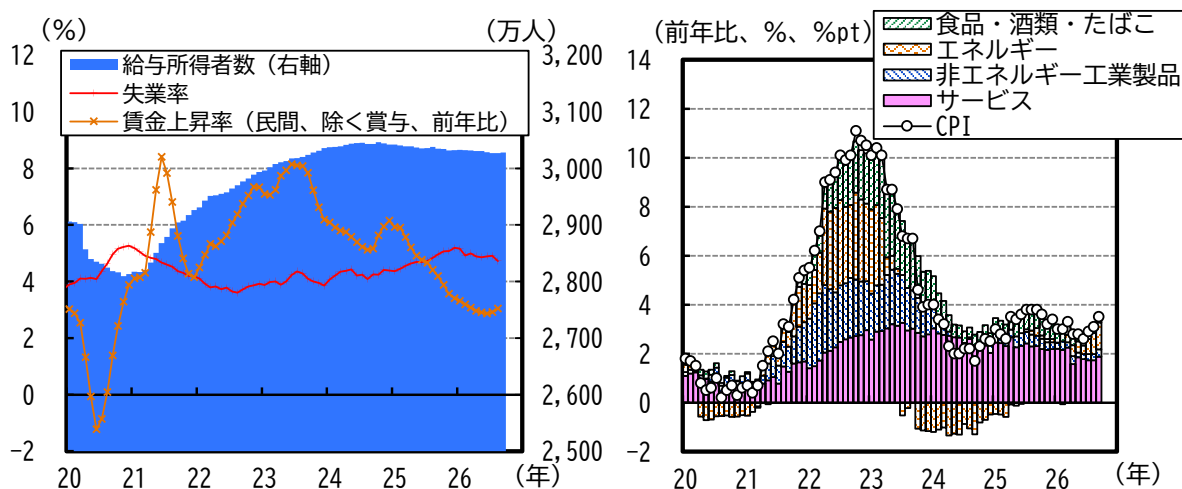
賃金動向に関して見ると、6～8月の賃金（含む賞与）は前年比+3.7%と、5～7月（同+3.9%）から伸びが縮小し、2020年9～11月以来の低さとなった。もっとも、賃金上昇率の鈍化は賞与が前年から減少した影響が大きく、賞与を除く名目賃金は同+3.7%と5～7月の同+3.6%からむしろ伸びが加速している。NHS（国民保健サービス）職員の賃金の年次改訂によって、公的部門の伸び率の高さが全体を押し上げているが、民間部門の賃金（除く賞与）も同+3.0%と、5～7月の同+2.9%からわずかながら加速しており、基調的な賃金上昇率は底堅さを増した。

金融政策の観点からは、こうした労働市場の改善の動きは、英国経済の堅調さと相まって、BOEの利上げを後押しする材料となると見込まれる。

インフレ率の動向を確認すると、9月のCPIは前年比+3.5%と前月（同+3.1%）から加速し、2025年10月以来の高さとなった。これは7月時点のBOEによる予想（同+3.0%）を大きく上回っている。

上昇率が加速した主因はエネルギー価格が前年比+17.9%と上昇幅を拡大させたことだが、これに加えてコアCPIも同+2.8%と、前月から上昇幅が拡大した。コアCPIは5月から8月の間、上昇率が同+2.6%で変わらず安定的に推移してきたが、これが4ヵ月ぶりに加速した形である。コアCPIを財とサービスに分けると、コア財（非エネルギー工業製品）価格が同+1.1%、サービス価格が同+3.7%と、いずれも上昇幅が前月から+0.2%pt拡大している。

図表8 英国の失業率・賃金上昇率、給与所得者数（左）、英国のCPIの要因分解（右）



(注) 左図の失業率、賃金上昇率は3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、Haver Analytics より大和総研作成

前回、9月の金融政策委員会でBOEは、9人の委員のうち6人の賛成で6会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。政策金利の据え置きの大きな根拠となったのは、エネルギー価格の二次的波及、すなわち賃金への波及が見られていないことであった。

足元の統計を見る限り、BOEが重視する賃金へのインフレ率の二次的波及は、まだ明確に見られているとはいえない。だが、これまで賃金の抑制要因となっていた労働需給に改善の兆しが見られることを踏まえれば、二次的波及は今後強まる可能性が高い。

また、BOEはこれまでエネルギーコストが高い期間が長引けば長引くほど、インフレ率の上振れリスクは高まるとの見方を示してきた。足元のインフレ率の上振れに加えて、原油、ガスの市況の上昇、高止まりが続く中、インフレ率の上振れへの警戒感が高まっているとみられる。11月5日に結果が公表される次回の金融政策委員会で、BOEは2023年8月以来の利上げに踏み切ると大和総研は予想する。

バーナム政権初の秋季予算、注目は増税

世界的に長期金利が上昇する中、英国の長期金利も上昇しており、10月前半には10年債利回りはザラ場ベースでは一時5.5%を突破した。ユーロ圏と比べて政策金利の水準が高いこともあり、長期金利の水準は足元で上昇が大きく話題になっているフランスよりも高い。

また、財政懸念がさらなる金利上昇につながり得る状況は英国も同様である。その意味では10月28日に公表される、バーナム首相就任後初の秋季予算に対する金融市場の注目度はこれまで以上に高まっている。

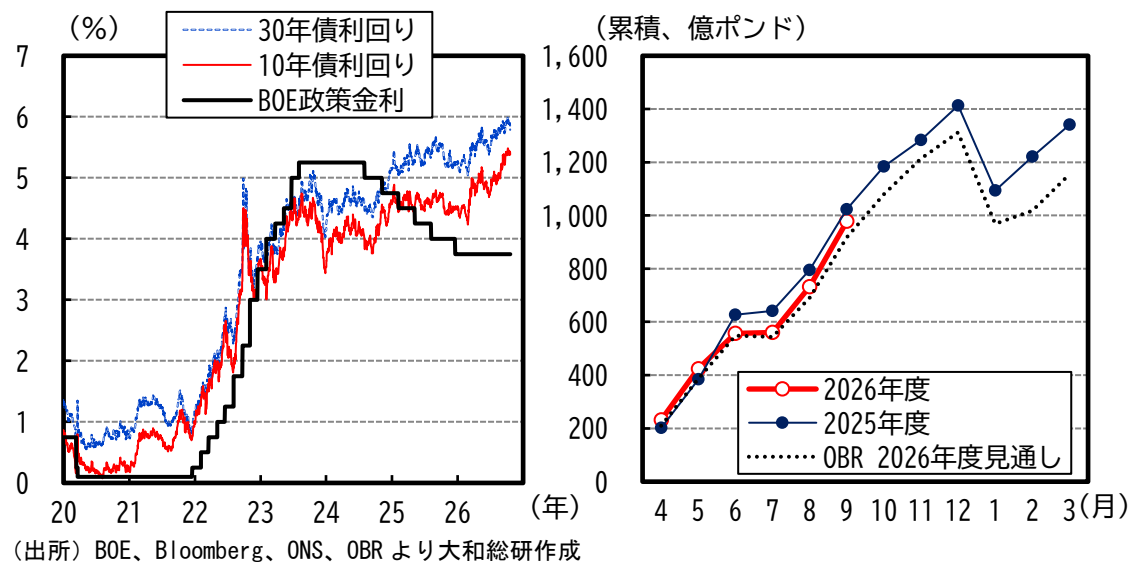
英国では、2022年のトラスショック以降、財政悪化懸念に長期金利が反応しやすい状況が続いており、金融市場への配慮からバーナム首相やヒーリー財務相は、これまで財政規律を順守することを幾度となく強調してきた。その上、フランスで財政悪化懸念が金利急騰を招いているという目下の状況に鑑みれば、財政の悪化を伴う予算が発表されるとは想定しづらい。

また、金利上昇による利払いの増加や防衛費の増加によって、英国の財政はすでに厳しさを増している。9月の公的部門純借入（財政赤字）は245億ポンドとなり、OBR（予算責任局）の予想を19億ポンド上回った。また、4月から9月までの2026年度累積赤字額は978億ポンドと、OBR予想を60億ポンド上回り、OBRが3月時点で236億ポンドと見積もっていた財政余地（財政規律を順守するための余裕）はこの半年間で縮小したとみられる。こうした点を踏まえれば、今回の秋季予算では、財政に負担がかかる大規模な政策は見送られる公算が大きい。

むしろ、縮小した財政余地を回復させるために歳出の削減や増税が盛り込まれる可能性が高く、その内容が最大の注目点となる。ヒーリー財務相はかねて労働党の公約である、所得税、付加価値税、国民保険料の引き上げは否定している。また一時、観測が高まっていたキャピタルゲイン課税の強化についても、明言こそしていないものの、否定的であることが伝えられている。他方、取り沙汰されているのは銀行への課税強化であり、2023年に8%から3%へと引き下げられた銀行税を再び引き上げるとの観測が出ている。当然ながら、金融業界や経済団体

からは英国経済の競争力を低下させるとの懸念から反発の声が上がっており、最終的な判断が注目される。

図表 9 英国の政策金利と長期金利（左）、年度別累積財政赤字と OBR 見通し（右）



図表 10 ユーロ圏経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.0%	0.1%	1.3%	0.9%	0.0%	2.6%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	1.0%	1.1%
家計消費支出	1.3%	0.5%	0.9%	2.3%	0.1%	1.7%	0.8%	0.5%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	-0.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.5%	1.9%	1.4%
総固定資本形成	10.4%	-4.9%	4.0%	2.3%	-0.3%	-0.2%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	2.0%	2.8%	0.6%	1.0%
輸出	6.5%	-2.8%	2.9%	1.5%	-1.9%	14.8%	1.7%	1.5%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	1.9%	2.9%	2.7%
輸入	9.3%	-1.3%	4.9%	1.4%	2.1%	7.1%	4.1%	1.6%	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	3.5%	3.2%	2.6%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.6%	1.4%	1.1%	1.1%	0.6%	1.2%	1.0%	1.0%	1.3%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%
家計消費支出	1.7%	1.6%	1.2%	1.3%	0.9%	1.2%	1.2%	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	2.3%	2.0%	1.7%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.5%	1.9%	1.4%
総固定資本形成	2.4%	3.7%	2.9%	2.8%	0.2%	1.4%	0.6%	0.3%	0.6%	1.0%	1.1%	1.4%	2.8%	0.6%	1.0%
輸出	2.6%	0.3%	2.2%	2.0%	-0.1%	4.1%	3.8%	3.8%	4.8%	1.8%	1.9%	2.1%	1.9%	2.9%	2.7%
輸入	4.2%	2.7%	3.5%	3.5%	1.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	2.5%	2.0%	2.3%	3.5%	3.2%	2.6%
鉱工業生産 (除く建設)	2.2%	1.4%	1.4%	1.8%	-1.9%	-0.1%	0.1%	0.3%	1.7%	1.4%	1.6%	1.8%	1.7%	-0.4%	1.6%
実質小売売上高	2.4%	3.1%	2.0%	2.3%	2.0%	1.3%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	2.4%	1.1%	0.5%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.0%	3.3%	3.9%	3.5%	2.7%	2.4%	2.0%	2.1%	3.1%	2.6%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.1%	5.1%	7.6%	9.0%	8.1%	5.9%	3.6%	2.8%	0.4%	5.1%	5.0%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.3%
10億ユーロ															
貿易収支	56.1	27.3	25.1	24.3	12.4	-9.3	-1.3	-1.8	2.0	5.9	8.8	11.5	132.8	0.0	28.3
経常収支	63.4	75.0	64.0	65.7	74.1	57.0	64.3	63.6	66.4	69.2	71.2	73.0	268.1	259.1	279.8
独 国債10年物 (期中平均)	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.01%	3.26%	3.47%	3.47%	3.40%	3.22%	3.17%	2.63%	3.15%	3.31%
欧 政策金利 (末値)	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.00%	2.75%	2.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026 年 10 月 21 日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 11 英国経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.4%	0.0%	0.7%	0.0%	2.6%	2.1%	1.7%	0.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%
家計消費支出	0.1%	-0.2%	0.3%	0.5%	2.8%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	0.9%
一般政府消費支出	-1.3%	4.7%	1.2%	1.8%	4.2%	-2.2%	1.1%	1.5%	1.5%	1.7%	1.4%	1.0%	2.3%	1.6%	1.2%
総固定資本形成	11.1%	1.6%	3.1%	-1.3%	7.2%	3.8%	1.0%	1.5%	1.8%	2.1%	2.0%	1.8%	3.4%	2.9%	1.8%
輸出	12.9%	-6.2%	3.2%	2.5%	-0.2%	11.5%	5.6%	1.2%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	1.2%	3.3%	3.3%
輸入	4.8%	2.6%	0.8%	3.8%	5.7%	-0.1%	2.2%	2.5%	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%	3.7%	2.8%	2.3%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.8%	1.1%	1.2%	0.8%	0.8%	1.4%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%
家計消費支出	1.7%	1.3%	0.8%	0.2%	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%
一般政府消費支出	2.9%	2.5%	2.1%	1.6%	3.0%	1.2%	1.2%	1.1%	0.5%	1.4%	1.5%	1.4%	2.3%	1.6%	1.2%
総固定資本形成	2.9%	3.7%	3.7%	3.5%	2.6%	3.1%	2.6%	3.4%	2.0%	1.6%	1.8%	1.9%	3.4%	2.9%	1.8%
輸出	1.8%	-0.5%	0.8%	2.9%	-0.2%	4.2%	4.8%	4.4%	5.3%	3.1%	2.4%	2.7%	1.2%	3.3%	3.3%
輸入	6.0%	1.3%	4.8%	3.0%	3.2%	2.5%	2.9%	2.6%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%	3.7%	2.8%	2.3%
鉱工業生産	0.6%	0.2%	-0.5%	1.2%	0.1%	0.5%	1.8%	0.7%	0.6%	0.9%	0.8%	0.9%	0.4%	0.8%	0.8%
実質小売売上高	0.5%	1.1%	1.4%	1.4%	2.2%	2.2%	1.6%	2.4%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	2.1%	1.2%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	3.1%	3.6%	3.5%	3.3%	2.9%	2.3%	3.4%	3.1%	3.0%
失業率	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%	5.0%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.9%	4.8%	4.6%
10億英ポンド															
貿易収支	-52.4	-60.6	-58.5	-62.8	-65.0	-64.0	-60.6	-61.8	-61.8	-62.0	-62.1	-61.9	-234.3	-251.4	-247.8
経常収支	-20.3	-25.5	-18.8	-27.1	-21.1	-19.9	-17.1	-17.6	-17.2	-16.8	-16.6	-16.3	-91.6	-75.7	-66.9
国債10年物 (期中平均)	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.85%	5.05%	5.42%	5.41%	5.37%	5.39%	5.40%	4.58%	4.96%	5.39%
政策金利 (末値)	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	4.00%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026 年 10 月 21 日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成