

第4次産業革命は曲線的な変化でなく、かつての産業革命のような次元を超えた社会変革を促しつつ民主主義をポピュリズムに変質し始めている現実を突きつける。イタリアではポピュリズム政権がベーシックインカム（最低生活保障）を目指すと言明、財政バラマキと紙一重の危うい経済ポピュリズムに南北格差是正の南欧投資と欧州版 IMF 構想が「マンデル＝フレミング」理論上「金融引締め+財政拡張+ユーロ高」のポリシーミックスを彷彿とさせる。

伊ユーロ離脱懸念に財政拡張に転じた独仏

「流動性の波が引いたら、誰が裸で泳いでいたかが明らかになるだろう」。著名投資家ウォーレン・バフェット氏が新興国の危うい債務国をこう評す。

通貨防衛で後期流動性貸出金利を3%も引き上げながらリラが過去最安値を更新したトルコ、国際通貨基金（IMF）に新たな介入原資を要請しペソ急落に為替介入で対応したアルゼンチン、財政難に陥ったベネズエラ等の3ヶ国のアキレス腱は中銀が供給した過剰流動性に覆い隠されてきた。

ユーロ圏第3位の経済力を誇るイタリアも例外ではない。押し掛かる多重債務の重圧を ECB（欧州中銀）のユーロ圏国債購入プログラムという潤沢な過剰流動性が覆い隠してきた。

しかし、北欧との経済格差に不満を募らせた民意を掬い上げた大衆政党が躍進し、ポピュリズム連立政権が景気浮揚で財政バラマキ政策を採ると懸念されイタリア10年債利回りが3.0%台へ跳ね上がった。2011年の欧州通貨危機時に記録した7%超と比べると依然として低いが、格付会社ムーディーズはイタリア国債格付けを引き下げ、イタリア政治混迷を避けるように投資マネーはドイツ国債と米国債へ逃避した。

一時の再選挙リスクとユーロ離脱懸念は後退したが、コンテ首相が5日の所信表明演説で大衆政党「五つ星運動」の公約である最低所得保障（ユニバーサル・ベーシックインカム）、極右政党「同盟」の公約である不法移民流入阻止を優先課題とすると表明、慢性財政赤字が懸念されつつある。

むろん、民主主義をポピュリズムに変質し始めている背景に、経済格差拡大や AI（人工知能）など情報テクノロジーの発展がある。むろん、AIが人間の仕事を奪うなら社会の富の格差は格段に広がる。社会の安定的な発展にはベーシックインカムの導入も選択肢である。

一方、イタリアのユーロ離脱が懸念されて EU 改革に消極的だった独メルケル首相が、1) ユーロ圏

の南北格差解消を目指した数兆円規模の投資予算、2) 危機に対応する欧州版 IMF（国際通貨基金）創設、3) 移民対応での国境警備の強化一等の3つの改革案を提示した。

むろん背景には、経済格差拡大で台頭するポピュリズム（大衆迎合主義）や不法移民の大量流入への危機感がある。特に、南欧諸国の国民から見れば、溢れる移民は人々の雇用を奪い、社会を不安定化させる存在に映る。それが英国の EU 離脱 Brexit やポピュリズム政党の躍進など欧州の政治的混乱をもたらした。

これまで EU 改革は仏マクロン大統領が強く主張していたが、ドイツは沈黙を保っていた。だが、メルケル首相率いる連立政権自体の発足に半年を要し、従来の考えのまま南欧諸国との経済格差を看過すれば、南欧にポピュリズムの政治潮流が蔓延し、ユーロ離脱へと傾斜しかねない。

改革案の柱の一つが、ユーロ圏で技術革新など出遅れる国への投資促進で数百億ユーロ（数兆円）規模の財政拡張である。安定した経済成長を誇る中・北欧州から開発が遅れるイタリアなど南欧の研究開発支援などで資金が流れる仕組みを作り経済格差の解消に繋げる。

メルケル独首相は当初、小規模予算から始め、段階的に財政支出を増やす考えだったが、イタリアでポピュリズム政権が発足して経済格差を解消しなければユーロが瓦解しかねないとの危機感に覆われた。

さらに、メルケル首相は金融危機への対応軸として「欧州版 IMF」創設を掲げた。ドイツやフランスでも移民の増加がポピュリズム政党の台頭に繋がっており、セーフティーネットの必要性が高まっている。

マンデル＝フレミング「ユーロ高」政策ミックス

一方、「ECB が6月理事会で資産買い入れを終了させる時期を決定する公算が大きい」（ブルームバーグ）と伝わり、所信表明の後、コンテ首相の「ユーロ離脱の計画はない」との発言と相まって5日海外市場でユーロが一段高となった。

ユーロ圏の一部指標低迷やイタリア政局リスクを受けて ECB の近い将来の政策変更期待が後退していただに、ECB が従来通り粛々かつ段階的な金融「正常化」を進める可能性が高まり、ユーロが買い戻されたのだ。

もっとも、ポピュリズム政権の特質を踏まえれば、コンテ首相の「ユーロ離脱は考えていない」は当然の帰結であろう。ユーロ圏に留まらないと財政バラ

マキと紙一重のベーシックインカムなど慢性財政赤字のイタリアでは実現不可能である。

生活に必要な最低限の収入を国が補償するベーシックインカム（BI）は、2017年にフィンランドが世界で初めて国単位で実験を開始。25-58歳の2000人の失業者を無作為に選び、2年間で月560ユーロ（約7.6万円）支給する。

「グローバリゼーション、民主主義、国民国家（主権）の3つは同時に実現できない」。2011年に米ハーバード大学ダニ・ロドリック教授は、犠牲なしにグローバリゼーションの進化はないと「世界経済における政治的トリレンマ」を主張した。

だが、グローバリゼーションの流れが止まらない以上、民主主義は摩擦や不満に真正面から向き合うポピュリズムの潮流へと変質しつつ、経済的敗者が選択肢の一つとして最低賃金やベーシックインカム（最低生活保障）への要求を強めそうだ。

一方、標準的なマクロ経済理論に「マンデル＝フレミング」モデルがある。変動相場制の開放経済において「金融引締め＋財政拡張」は自国通貨高となり、米国は金融「正常化」利上げの金融引締め方向にあり、レーガン政権以来30年ぶり大型減税で財政拡張へと舵を切った。

本来であれば、経済政策のポリシーミックスはドル高要因だが、年初1月に米財務長官が「米国にとってドル安が好ましい」とドル安誘導発言を行った。

元来、「マンデル＝フレミング」理論は、財政拡張と金融引締めによる金利上昇バイアスを通貨高で抑

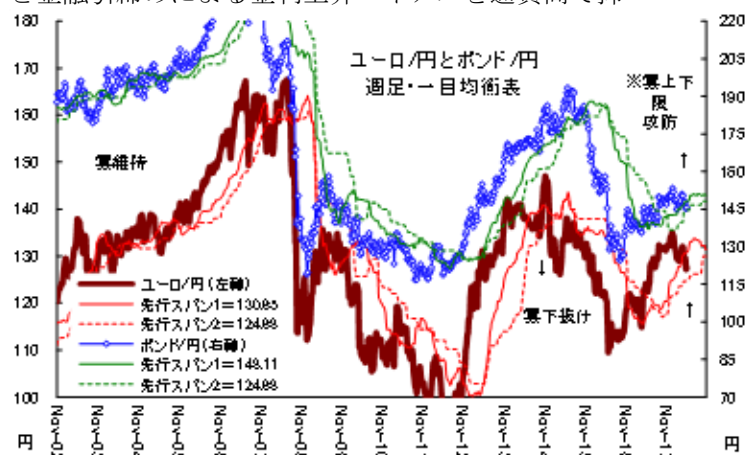
制する均衡プロセスであり、つまり米国は「金融引締め＋財政拡張＋ドル高」のポリシーミックスであるはずだ。

ところが、トランプ政権は不均衡是正の通商政策を推し進める上でドル安という欲張りな為替政策を思考している。だが、こうした欲張りな政策は、一段と金利上昇圧力を高め債券高と株高の共存を崩しかねない。

2月初め以降、米長期金利が急騰し、米国株が急落を余儀なくされたことは記憶に新しい。ユーロ圏もイタリア政治リスクを重視する余り、ECBが金融正常化を延期すれば、好調なユーロ圏経済がインフレ圧力を内在し一段の金利上昇リスクを孕みかねない。

ECBは債券購入プログラム出口を6月14日理事会で議論、7月理事会で決める方向にある一方、イタリアのベーシックインカムや独仏の財政拡張に欧州版IMF創設など「マンデル＝フレミング」理論においてユーロ圏は「金融引締め＋財政拡張＋通貨高」のポリシーミックスが彷彿とされる。

もともと、一足先に金融「正常化」利上げと大型減税の積極財政へと踏み込む米国と前人未踏のYCC（イールドカーブコントロール）で長期金利をゼロに抑え込む日本との違いは明々白々。ユーロ高はユーロ/円においてより強く顕在化し、「すでにユーロ/円は14年12月高値（149.77円近辺）の150円水準が視野に入った」（ある外銀幹部）ようだ。



マサチューセッツ・アベニューのポリシーミックス			
	財政政策	金融政策	通貨政策
1	緊縮	引き締め	通貨高
2	緊縮	緩和	通貨安
3	積極	引き締め	通貨高
4	積極	緩和	通貨安
5	緊縮	引き締め	通貨安
6	緊縮	緩和	通貨高
7	積極	引き締め	通貨安
8	積極	緩和	通貨高

お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させる

ことは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。