

## 「期待」のコントロール

第一生命経済研究所 専務取締役経済調査部長 佐久間 啓

6月にアベノミクス第三の矢である日本再興戦略の改訂版が「未来への挑戦」という副題とともに閣議決定された。2013年6月に発表された日本再興戦略は株式市場参加者、特に海外投資家の過剰と言ってもいいほどの期待感には応えることができず、内容が報道されるたびに株価が調整色を強める展開となった。内容自体はそれほど落胆するようなものではないという評価が一般的であったが、彼らの期待とはどのようなものだったのか。

そもそも成長戦略という言葉、単純に英訳すると「growth strategy」だが、よく言われているように欧米のメディア、海外投資家達は「structural reform」、構造改革を使う場合が多い（日本の市場参加者の間でも広く共有された捉え方）。つまり海外の目は日本がいかに構造改革に着手し何をどう変えて成長を実現していくのかに注目していたということだろう。ではどういった構造改革案を期待していたのだろうか。

明確にコンセンサスがあったわけではないが筆者が思うに多くの市場参加者がドイツの所謂一連のシュレーダー改革—東西ドイツの統合後の景気低迷から一時「欧州の病人」とまで言われたドイツがシュレーダー首相による構造改革政策（雇用・社会保障制度改革、税制改革、コーポレートガバナンス改革）を経て見事に欧州最強の経済大国に甦ったケースを見ていたのではないかとみている。そして、経済低迷の要因、環境が違えば処方箋も変わることは理解しながらも日本で高い支持率を背景に、直ぐにでも大胆な構造改革に踏み出すという期待感を持って第三の矢を待っていたということではないか。しかし2013年版再興戦略は期待値に届かなかった、だから株も一部売却したということだろう。もちろん再興戦略の内容が期待値に届か

なかったことだけが株価下落の要因ではないことは多くの投資家が認識しているところではある。

そして2014年改訂版である。今回は事前に期待値だけがどんどん上がるというようなこともなく法人税改革、コーポレートガバナンスの強化、GPIF改革と言った海外投資家が注目していたものが入ったことから決定前後でも株価は落ち着いた展開となっていた。ある意味市場との対話つまり期待のコントロールがうまくできた結果と言えなくもない。

それにしても近年日本の資本市場での海外投資家の存在感は益々大きくなっている。特に株式市場ではフロー・ストック両面で既に主役の座にある。現物株売買高で見ると6割弱を占めトップシェア。特筆すべきはストック面である。平成25年度の株式分布状況調査によれば外国法人等の保有比率が30.8%と過去最高の保有比率となるとともに金融機関の保有比率26.7%を抜いて主体別では明確にトップシェアとなった。直接、株主として対応する企業はもちろん政策当局、国内投資家もこれまで以上に外国人投資家の考え方、期待値、持っている時間軸といった点についてしっかりと対話をしながら理解、認識していくことが必要だろう。

今やマーケットを無視した政策は取り得ない時代だ。マーケットは期待で動く。だから期待に働きかけることはとても重要だ。またマーケットは多様だ。だから期待をコントロールできるという思い込みは危険だ。コミュニケーションが不足すると期待は勝手に暴走する。勝手な期待を放置しておくとお手痛いしっぺ返しを受ける可能性がある。中身のある対話を積重ねることで期待の暴走を止めるしかない。期待のコントロールは難しい。