

Данный материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Wealth effect в Японии: как страна победила дефляцию



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Введение

«Эффект богатства» (the Wealth Effect) – это влияние изменений в благосостоянии домохозяйств (стоимости активов, таких как недвижимость и акции, а также уровня доходов) на их потребление и инвестиционное поведение.

В экономике Японии данный эффект особенно заметен после бурного роста цен на активы в конце 1980-х и их обвала в начале 1990-х, что ознаменовало конец «экономического пузыря». Последующие **«потерянные десятилетия»** (1990-е, 2000-е и частично 2010-е) характеризовались стагнацией, дефляцией и слабым ростом.

В этом отчёте рассматривается, как изменение благосостояния японских домохозяйств за последние 30 лет (примерно 1995–2025 годы) повлияло на ключевые экономические показатели: **потребление, инвестиции, рынок недвижимости, фондовый рынок и общий экономический рост**. Анализ проводится по десятилетним периодам (1995–2005, 2005–2015, 2015–2025) с выделением важных экономических событий (дефляция 1990-х, мировой финансовый кризис 2008 года, политика «Абэномики», пандемия COVID-19 и др.).

Данные взяты из источников Bank of Japan, OECD, World Bank, BIS и других организаций. Ниже приведены графики и таблицы с ключевыми индикаторами, такими как динамика цен на жильё, индекс Nikkei 225, объёмы потребления и инвестиций, изменение ВВП и благосостояния домохозяйств, которые иллюстрируют эти процессы.

1995–2005: Потерянное десятилетие и дефляция

В середине 1990-х годов Япония всё ещё пыталась выйти из глубокого спада после обвала пузыря цен на активы 1991 года. Этот период отмечен **дефляцией** (снижение общего уровня цен) и очень медленным ростом экономики. Домохозяйства столкнулись с резким обеднением: стоимость недвижимости и акций значительно упала по сравнению с концом 1980-х, а реальные доходы стагнировали. Несмотря на масштабные фискальные стимулы и снижение процентных ставок, эффект этих мер на внутренний спрос был ограниченным. В результате в 1995–2005 годах экономика пережила так называемое «потерянное десятилетие», которое характеризовалось снижением благосостояния, осторожным потреблением и низкими инвестициями.

- **Потребление:** Личные расходы японских домохозяйств практически не росли в этот период. Главной причиной стагнации потребления стало **падение благосостояния**: обесценение жилья и акций резко снизило чистую стоимость активов семей, что подтолкнуло их к сбережению, а не тратам. Исследования показывают, что именно падение доходов и цен активов (земли и акций) стало одним из основных факторов, сдерживающих рост потребления. Кроме того, население ожидало дальнейшего снижения цен (дефляционные ожидания), что вынуждало откладывать покупки. В итоге доля потребительских расходов в ВВП не увеличивалась, а розничные продажи оставались слабыми. Для стимулирования спроса правительство несколько раз сокращало налоги и увеличивало госрасходы, но **отрицательное воздействие «эффекта богатства»** преобладало над этими мерами.

Темпы роста потребления в Японии с 1995 по 2023 годы

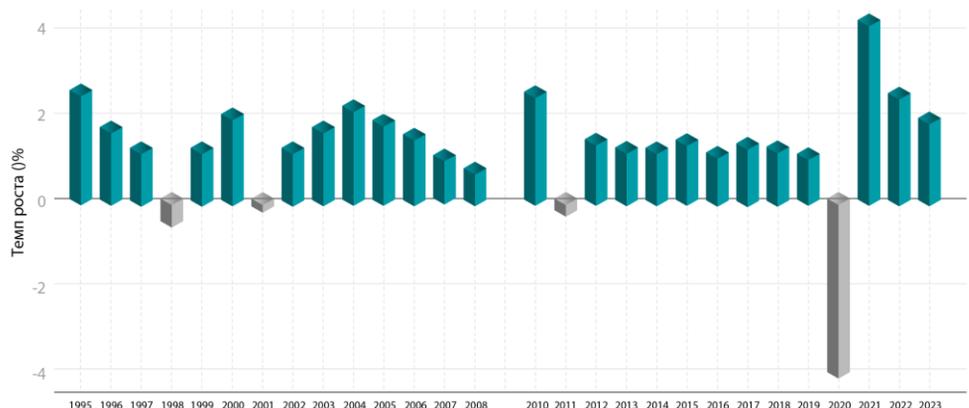
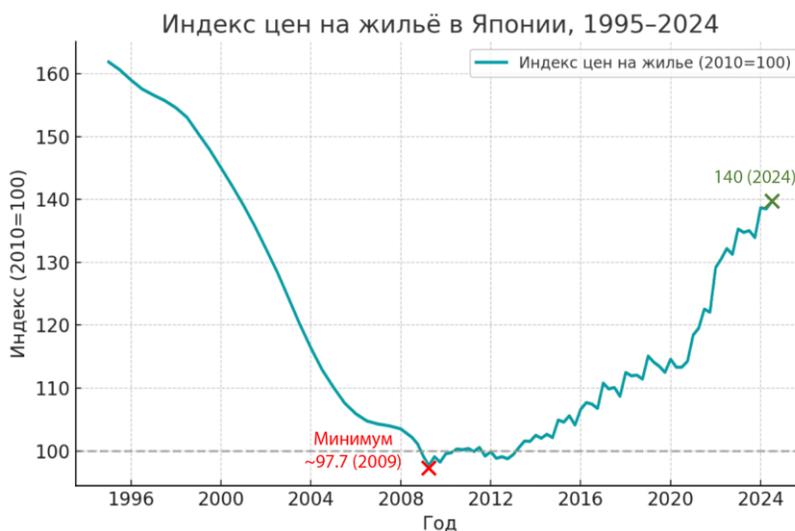


Рисунок 1: Темпы роста потребления в Японии с 1995 по 2023 годы



- **Инвестиции:** Частные **инвестиции в основной капитал** резко сократились после лопнувшего пузыря. Корпорации, ранее агрессивно наращивавшие мощности, оказались с избыточными мощностями и долгами и были вынуждены урезать капитальные вложения. Валовое накопление основного капитала в Японии упало примерно на 9 процентных пунктов ВВП с 1990 года до начала 2000-х. Особенно снизились инвестиции в **жилищное строительство и оборудование** – примерно на 2,5% и 4,5% ВВП соответственно после обвала цен на активы. К началу 2000-х годов уровень инвестиций стабилизировался около 23% ВВП (против свыше 30% в конце 1980-х), что близко к среднему уровню по странам OECD. Однако в частном секторе преобладала осторожность: вместо новых проектов компании обслуживали долги и накапливали средства. **Иностранные инвестиции** также оставались сдержанными ввиду глобальной азиатской финансовой нестабильности (кризис 1997 года). Государство пыталось компенсировать слабость частного сектора инфраструктурными проектами, но эффективность этих вложений была невысокой.
- **Рынок недвижимости:** Цены на недвижимость в Японии в 1995–2005 годах продолжали **непрерывное падение** с пиков начала 1990-х. Индекс цен на жильё (2010 год = 100) снизился с 162 пунктов в 1995 году до около 107 к 2005 году, то есть падение почти на треть за десятилетие. Таким образом, суммарно с 1991 года стоимость жилья обесценилась примерно на 50% (индекс достиг минимума 97,7 в 2009 году, против пика 182,8 в 1991 году). Особенно резким было падение в середине 90-х: в 1995 году реальная стоимость жилья снижалась на 5-9% в год в зависимости от квартала. На графике ниже показана эволюция индекса цен на жильё за 1995–2024 годы, иллюстрирующая крах рынка недвижимости в 90-е и дальнейшее восстановление.

Рисунок 2: Индекс цен на жильё в Японии с 1995 по 2024 годы



Динамика индекса цен на жильё в Японии (2010 год =100), 1995–2024 годы. На рубеже веков цены на жильё достигли дна (98 в 2009 году), после чего наблюдается постепенный рост до 140 к 2024 году.

Обрушение рынка недвижимости лишило многие семьи основного источника богатства, подорвало рынок ипотечного кредитования и снизило обеспечение по корпоративным кредитам (много объекты недвижимости находилось на балансе банков). Строительная отрасль и девелопмент пребывали в затяжном кризисе. **Избыточное предложение коммерческой недвижимости** (офисов) и демографические факторы (замедление роста населения) усугубляли ситуацию. До 2005 года не наблюдалось признаков существенного восстановления цен на жильё: рынок оставался «холодным» на протяжении всего десятилетия и достиг дна в 2009 году.

- **Фондовый рынок:** Японский фондовый рынок после краха 1989 года также переживал затяжную депрессию. Индекс Nikkei 225 в 1995 году колебался около 19–20 тыс. пунктов, что составляло лишь половину от максимума 1989 года (38,9 тыс.). В конце 90-х была попытка восстановления на фоне «IT-бума» мировых рынков, и Nikkei поднимался до 18–20 тыс. в 1996–1997 годах. Однако азиатский финансовый кризис 1997 года и последовавший банковский

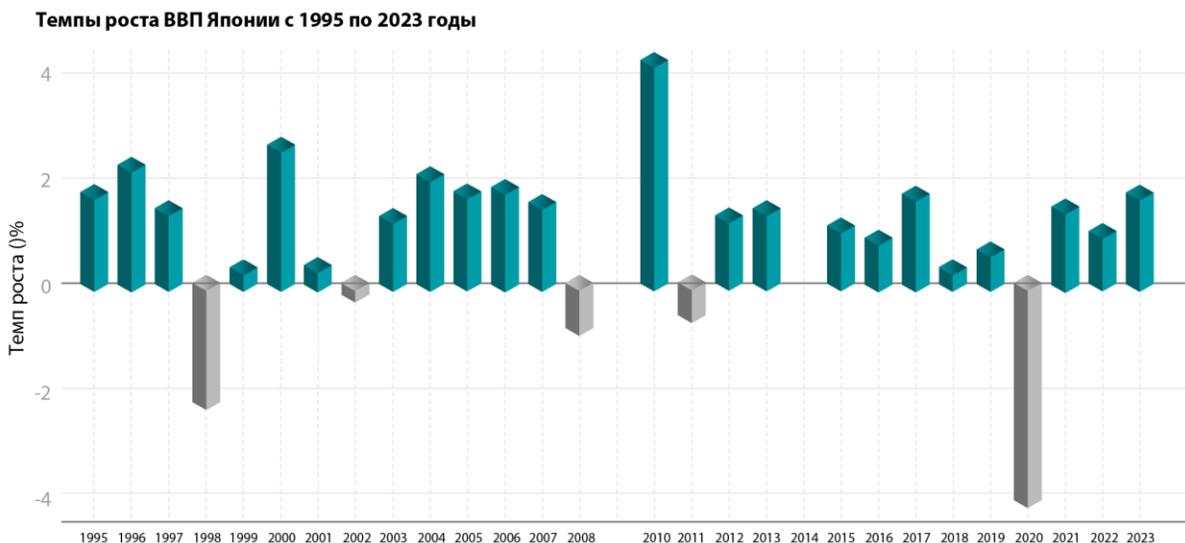


кризис в Японии вновь обрушили рынок: к 1998–2002 годам Nikkei опустился ниже 10 тыс., достигнув 8,6 тыс. к концу 2002 года. Лишь благодаря глобальному росту в 2003–2005 годах индекс немного вырос (до 11 тыс. в 2003 и 16 тыс. в 2005), но **в целом за десятилетие акции существенно не прибавили в цене.**

Домохозяйства, традиционно осторожные в инвестициях, ещё больше переключились с акций на сберегательные депозиты. Капитализация японского фондового рынка сократилась, и доля Японии в мировой рыночной капитализации упала с 17% в начале 1990-х до менее 10% в 2005 году. Поскольку акции не восстановились, **финансовое благосостояние** населения, связанное с портфелями ценных бумаг, оставалось подавленным.

- **Общий экономический рост:** ВВП Японии в 1995–2005 годах рос в среднем не более чем на 1% в год, значительно отставая от других стран G7. 1990-е вошли в историю как период **продолжительной стагнации**, когда рост едва превышал ноль, а в отдельные годы происходили рецессии (например, в 1998 году спад ВВП составил 1.1%, в 2001 году 0.5%). Этот спад сопровождался **дефляцией**: потребительские цены ежегодно снижались или оставались на одном уровне. Низкий спрос и избыток мощностей приводили к снижению цен, что, в свою очередь, удерживало потребителей от трат. **Безработица** выросла с около 3% в начале 90-х до рекордных 5,4% к 2002 году – максимума за более чем 50 лет (в 1991 году безработица была лишь 2%). Таким образом, потеря богатства напрямую отразилась на макропоказателях: домохозяйства сократили расходы, бизнесы – инвестиции, что породило порочный круг низкого спроса, падения цен и практически нулевого экономического роста. Японская экономика в 1995 году занимала 17,8% мирового ВВП, но из-за стагнации её доля неуклонно снижалась. В номинальном выражении ВВП Японии даже уменьшился: с \$5,5 трлн в 1995 году до \$4,2 трлн в 2023 году. К 2005 году стало ясно, что экономика так и не вернулась на траекторию устойчивого роста после шока начала 90-х: «эффект богатства» от отрицательной стороны (обеднение) сыграл ключевую роль в этом упадке.

Рисунок 3: Темпы роста ВВП Японии (1995 – 2023)



2005–2015: Глобальный кризис и политика «Абэномики»

В период с 2005 по 2015 год Япония прошла через несколько фаз. В середине 2000-х наблюдалось относительное оживление: мировая экономика росла, экспорт японских товаров (особенно автомобилей и электроники) увеличивался благодаря слабой иене, и ВВП Японии в 2005–2007 годах показывал умеренный рост по 1,5–2% в год. Однако **глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов** нанес сильный удар по экспортно-ориентированной экономике Японии: спрос на японские товары резко упал, и страна погрузилась в глубокую рецессию. ВВП сокращался на протяжении четырех кварталов подряд в 2008–2009 годах.

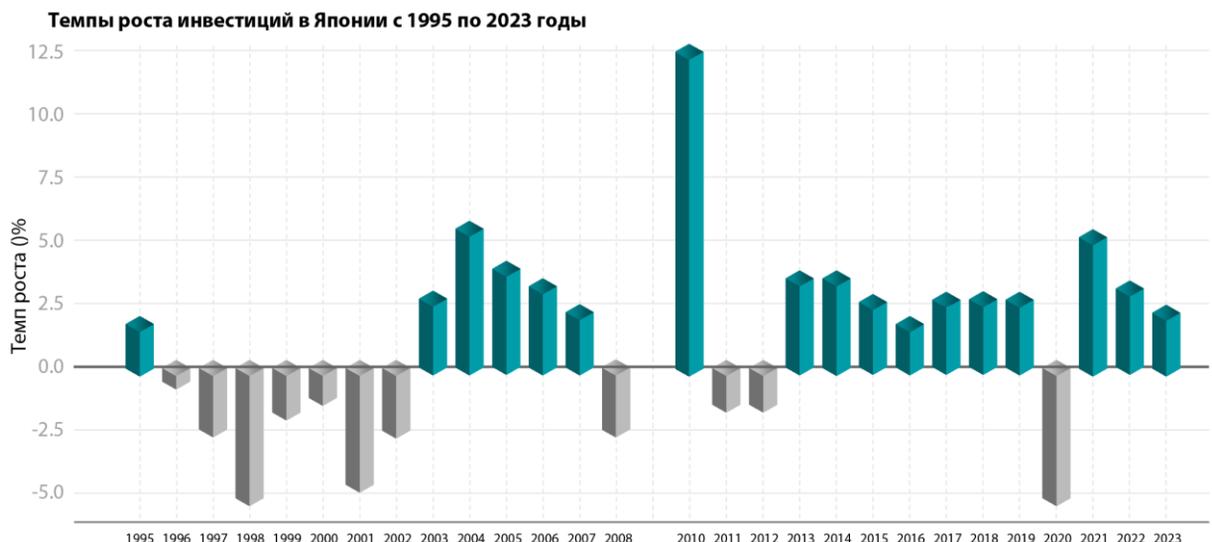
После кризиса начался новый этап стимулов: в конце 2012 года к власти пришёл премьер Синдзо Абэ, который запустил программу **«Абэномика»**, включавшую сверхмягкую денежно-кредитную политику (количественное смягчение от Bank of Japan), фискальное стимулирование и реформы. Целью «Абэномики» было разорвать спираль дефляции, повысить **активы** (цены акций и недвижимости) и через «эффект богатства» стимулировать потребление и инвестиции.



Экономические итоги этого десятилетия были смешанными: некоторые целевые индикаторы (например, фондовый рынок и занятость) значительно улучшились, но фундаментальные проблемы – слабый потребительский спрос, стагнация зарплат и низкая производительность – остались.

- **Потребление:** Во второй половине 2000-х личное потребление немного росло на фоне докризисного оживления, однако с началом мирового кризиса резко сократилось. В 2008–2009 годах расходы домохозяйств упали, так как доходы снизились, а уверенность в будущем пошатнулась. В 2010–2012 годах ситуация немного стабилизировалась, но **общий уровень потребления оставался ниже потенциального**. Парадоксально, даже после запуска «Абэномики» и улучшения финансовых рынков японские семьи не стали существенно больше тратить. Одной из причин было **отставание роста зарплат**: реальная заработная плата продолжала снижаться вплоть до середины 2010-х, что нивелировало эффект от роста цен на активы. В целом за десятилетие личное потребление росло неуверенно: в 2005–2007 годах – небольшой рост, в 2008–2010 годах – спад, в 2011–2013 годах – восстановление к докризисному уровню, и вновь стагнация в 2014–2015 годах. Несмотря на некоторое улучшение настроений (благодаря росту фондового рынка в период «Абэномики»), **структурные факторы** – высокая склонность к сбережениям у стареющего населения, нерастущие доходы молодых работников, а также два повышения налога на потребление (в 2014 и анонсированное на 2015, перенесенное на 2019) – ограничивали рост расходов домохозяйств.
- **Инвестиции: Частные инвестиции** в первой половине 2000-х несколько оживились благодаря росту экспорта и прибыли корпораций (особенно крупных производителей – автомобилестроение, электроника). В 2005–2007 годах фиксированные инвестиции росли на 5-10% в год, причем основной вклад вносили крупные экспортёры, модернизовавшие производство под растущий внешний спрос. Однако **мировой кризис 2008 года** привел к резкому сокращению инвестиций: в 2008–2009 годах капитальные вложения бизнеса в Японии упали синхронно с падением экспорта. Многие предприятия приостановили проекты и снизили использование мощностей. После 2010 года началось восстановление инвестиций, хотя темпы его были умеренными. Крупные компании, особенно ориентированные на экспорт, быстро восстановили балансы и к 2013 году вновь нарастили инвестиции (во многом благодаря дешёвому кредиту и росту фондового рынка). Однако малый и средний бизнес, а также ориентированные на внутренний спрос компании инвестировали очень осторожно – их расходы на основной капитал фактически стагнировали. В период «Абэномики» сверхнизкие проценты и рост курсов акций повысили доступность капитала, но **значительного инвестиционного бума не произошло**. Вместо этого компании часто направляли возросшие прибыли на выплату дивидендов, сокращение долгов или накопление денежных резервов, а не на расширение производства внутри страны. К 2015 году корпоративный сектор Японии накопил рекордные запасы наличности, отражая недостаток привлекательных проектов и все ещё умеренный внутренний спрос. Таким образом, частные инвестиции в 2015 году остались приблизительно на том же уровне, что и в середине 2000-х, несмотря на беспрецедентное смягчение монетарной политики (то есть «**эффект богатства**» на инвестиции – через удорожание акций и улучшение финансового состояния компаний – проявился слабее, чем ожидалось).

Рисунок 4: Темпы роста инвестиций в Японии (1995 – 2023)





- **Рынок недвижимости:** После многолетней стагнации на рынке жилья начали появляться признаки оживления. Цены на недвижимость, достигнув дна в 2009 году (индекс 98), в первые послекризисные годы оставались на исторически низком уровне. Однако к 2013–2014 годам на фоне улучшения общей конъюнктуры и политики низких ставок начался **осторожный рост цен на жильё**. В 2013 году индекс цен на жильё вернулся к отметке 100, а к 2015 году вырос до 105. Это указывает на 5% рост цен за этот период, что сравнительно скромно по международным меркам, но значимо после двух десятилетий спада. Рост был сосредоточен в крупных городах (Токио, Осака) и подкреплялся притоком инвесторов (в том числе иностранных) на рынок недвижимости, привлеченных дешевыми кредитами. Тем не менее, **по сравнению с докризисным 2005 годом цены в 2015 году были примерно на том же уровне** (индекс 107 в 2005 году против 105 в 2015 году.) Иными словами, реальный рынок жилья за десятилетие «вышел на плато»: обвальное падение остановилось, но и значительного роста благосостояния через недвижимость не произошло. Сектор жилого строительства понемногу оживал – например, перед Олимпиадой 2020 года (назначенной в 2013 году) в Токио стартовали новые проекты. Однако в целом **«эффект богатства» от недвижимости в 2010-х** был ограниченным из-за все ещё далёких от прежних уровней цен и избытка предложения жилья в депопулирующих регионах.
- **Фондовый рынок:** Самые заметные изменения в благосостоянии произошли на **фондовом рынке**. После кризиса 2008–2009 годов японские акции сначала восстановились незначительно: Nikkei 225 поднялся с 8,860 пунктов в конце 2008 года до 10,546 к концу 2009 года на волне глобального оживления рынков. Однако в 2010–2012 годах индекс снова буксовал: годовое закрытие на уровне 8,455 пунктов в 2011 году, одно из самых низких значений за весь период, отчасти из-за землетрясения и аварии на Фукусиме в 2011 году. Переломным стал 2013 год: с началом «Абэномики» и агрессивного количественного смягчения от Банка Японии Nikkei 225 совершил **рывок на +57% за год** – с 10 тыс. в начале 2013 года до 16,3 тыс. к концу года. Этот рост продолжился в 2014–2015 годах: индекс достиг 19 тыс. к концу 2015 года. Таким образом, **стоимость японских акций с 2012 по 2015 годы практически удвоилась**, что существенно увеличило финансовое богатство тех домохозяйств и инвесторов, которые держали акции. Одной из целей «Абэномики» как раз и было поднять цены активов, чтобы через «эффект богатства» стимулировать потребление. Однако прямой выигрыш от роста фондового рынка достался в основном корпоративному сектору и состоятельным инвесторам. Средний японский домохозяйственный баланс не так сильно ощутил этот рост, поскольку доля акций в сбережениях японцев традиционно невелика (большая часть сбережений – банковские вклады). Тем не менее, к 2015 году **индикаторы фондового рынка** заметно улучшились: помимо Nikkei, совокупная рыночная капитализация биржи увеличилась, а доля участия домохозяйств на рынке акций немного выросла благодаря популяризации индивидуальных инвестиционных счетов (NISA). Фондовый взлёт помог укрепить балансы пенсионных фондов и финансовых учреждений, а также улучшил настроение бизнеса.
- **Общий экономический рост:** Десятилетие 2005–2015 остаётся противоречивым. С одной стороны, **номинальный ВВП** в 2015 году (~¥500 трлн) почти не изменился относительно 2005 года, а с учётом спада в 2009 и 2011 годах можно говорить о потерянном времени для роста. Действительно, 2000-е и даже 2010-е нередко относят к продолжению «потерянных десятилетий». С другой стороны, к 2015 году экономика продемонстрировала некоторые улучшения: **безработица** снизилась с пиковых 5% в 2009 году до 3,4% в 2015 году, вернувшись на докризисный уровень благодаря созданию рабочих мест в сфере услуг и программе субсидирования найма. Инфляция впервые за долгое время стала положительной (в 2013 году – около +1% г/г) под воздействием денежного стимулирования, хотя цель в 2% так и не была достигнута устойчиво. **Производительность труда** оставалась низкой, но незначительно росла за счёт реструктуризации крупных компаний и внедрения технологий. Важным событием стало завершение периода **дефляции и переход к очень низкой инфляции**: усилиями Банка Японии годовая инфляция колебалась около нуля и слегка выше, завершив длительный период снижения цен. Однако две короткие рецессии (в 2008–2009 и в 2014) показали уязвимость экономики к шокам. Стоит отметить, что, хотя финансовые рынки восстановились, **агрегированный спрос** (совокупное потребление и инвестиции) оставался слабым – во многом вследствие недостаточного роста доходов. Это подтверждается тем, что даже сам **Банк Японии** в исследовании 2016 года признал сравнительно небольшой «эффект богатства» на потребление: увеличение стоимости финансовых активов на ¥100 приводит, по оценкам, лишь к ¥2–4 дополнительного потребления.



2015–2025: Постепенное восстановление и пандемийный шок

В 2015–2025 годах японская экономика пережила как позитивные сдвиги, так и новые испытания. Продолжалась политика «Абэномики» и сверхнизких процентов, что поддерживало восстановление цен на активы. К концу 2019 года экономика подошла в состояние **полной занятости**: безработица упала до 2,4% – минимального уровня за 25 лет, возник даже дефицит рабочей силы в некоторых секторах в связи с сокращением населения трудоспособного возраста. Однако рост ВВП оставался умеренным (около 1% в 2017–2019 годах) и зависел от экспорта и государственных инвестиций, тогда как внутреннее потребление росло слабо. Неожиданным шоком стала **пандемия COVID-19** в 2020 году: Япония, как и весь мир, столкнулась с резким спадом экономической активности (реальный ВВП Японии сократился на 4,3% в 2020 году - самый сильный спад со времён Второй мировой войны). Благодаря устойчивости финансовой системы и мерам поддержки (стимулы на сумму около ¥40 трлн и субсидии домохозяйствам) экономика относительно быстро восстановилась в 2021–2022 годах. К 2023 году основные показатели вернулись на допандемический уровень, а фондовый рынок даже достиг новых максимумов. Тем не менее, проблемы структурного характера, такие как старение населения, долгосрочная стагнация зарплат, высокий госдолг, продолжали ограничивать **долгосрочный рост**. Рассмотрим влияние благосостояния на ключевые аспекты экономики в этот период более подробно.

- **Потребление:** В конце 2010-х потребительский спрос оставался **вялым**. Несмотря на рекордно низкую безработицу и некоторые меры по повышению зарплат (например, призывы правительства к предприятиям индексировать оплату труда), рост номинальных и реальных доходов был незначительным. Домохозяйства по-прежнему осторожно тратили деньги; предшествующий опыт длительной стагнации привёл к тому, что лишние средства часто направлялись на сбережения, особенно на банковские вклады, что соответствовало предпочтениям старшего поколения. В 2019 году очередное повышение налога на потребление (с 8% до 10%) вновь подтолкнуло семьи сократить расходы. **«Эффект богатства» от роста цен на активы проявился слабо**: хотя акции к 2019 году существенно выросли, прямое влияние на среднестатистическое домохозяйство было ограниченным, поскольку только около 10–15% населения активно инвестирует в рынок. Многие предпочли погашать долги или откладывать деньги на пенсию, вместо того чтобы увеличивать потребление. В результате **коэффициент сбережений домохозяйств оставался высоким**. Когда разразилась пандемия COVID-19, потребление резко сократилось из-за локдаунов и ограничений: во 2 квартале 2020 года потребительские расходы рухнули двукратными темпами в годовом выражении. Однако уже к концу 2020 года началось восстановление – отчасти благодаря государственным выплатам населению и отложенному спросу. В 2021–2022 годах личное потребление восстановилось, но **полноценного «бумеранг-эффекта» не случилось** – многие сохранили осторожность. К 2023 году уровень потребления лишь немного превысил докризисный. Общий вывод: **благосостояние домохозяйств росло, но потребление в 2015–2025 годах росло медленно**, обусловленное больше необходимостью (например, расходами пенсионеров), чем эффектом «чувства богатства».
- **Инвестиции:** Во второй половине 2010-х **частные инвестиции** немного увеличились, но в основном в определённых областях, таких как автоматизация, робототехника и ИТ, и в крупных корпорациях. Уверенность бизнеса несколько укрепилась благодаря стабильной прибыли и реформам корпоративного управления (одна из «трёх стрел» Абэномики). Тем не менее, многие компании по-прежнему предпочитали инвестировать за рубежом (в более быстрорастущих рынках Азии и Америки) или аккумулировать средства. Внутренние капитальные вложения росли недостаточно, чтобы значительно повлиять на траекторию экономического роста. Более того, слабый **спрос** (вялое потребление) ограничивал стимулы для расширения производства внутри страны. Пандемия 2020 года временно обрушила инвестиции: предприятия отложили или отменили проекты, загрузка мощностей снизилась. Правительство ответило программами поддержки для бизнеса (льготные кредиты, отсрочки налогов), и уже в 2021 году корпоративные инвестиции частично возобновились. Однако к 2025 году **общий уровень инвестиций** как доля ВВП оставался около 24–25%, что хоть и выше «дна» начала 2000-х, но не дотягивает до показателей расцвета. К концу периода появились новые драйверы вложений – например, инвестиции в «зелёную» энергетику и цифровизацию, но их вклад только начинал сказываться. В итоге эффект богатства от возросшей стоимости активов оказал косвенное влияние на инвестиции: укрепив финансовое положение компаний, он позволил им инвестировать выборочно, но не вызвал повсеместного инвестиционного подъёма.



- **Рынок недвижимости: Недвижимость в 2015–2025 годах дорожала более уверенно, чем в предыдущие периоды, хотя и без «бума».** Спрос на жильё в крупных городах поддерживался низкими ипотечными ставками (ипотека под 1–1,5% годовых стала реальностью) и ростом числа иностранных покупателей до пандемии. За десятилетие индекс цен на жильё вырос с 105 до 140 (2010 = 100), что представляет собой прирост порядка 33%. Это означает, что к 2024 году жильё в среднем в Японии стоило на 40% дороже, чем в 2010 году, и достигло максимума с начала 1990-х. Тем не менее, даже этот рост не вернул цены к пиковым значениям пузыря: текущий индекс 140 всё ещё значительно ниже рекордного 182,8 в 1991 году. **Структура рынка недвижимости** претерпела изменения: во многих сельских районах и небольших городах цены продолжали стагнировать или снижаться из-за оттока населения, в то время как в Токио, Нагое, Осаке наблюдался уверенный рост цен и аренды, особенно на качественное жильё и коммерческую недвижимость. К 2025 году **«эффект богатства» от недвижимости** стал более ощутим для населения: многие владельцы жилья увидели рост стоимости своих домов, что улучшило их финансовые балансы. В строительном секторе также наметился подъём – объёмы ввода жилья и коммерческих объектов к 2023 году превысили уровни десятилетней давности. Таким образом, недвижимость вновь стала после долгого перерыва **позитивным фактором благосостояния** в японской экономике, хотя до перегрева рынка было далеко.
- **Фондовый рынок: Японский фондовый рынок в 2015–2025 годах пережил исторический подъём.** После консолидации в районе 19–24 тыс. пунктов в 2016–2019 годах индекс Nikkei 225 сделал резкий скачок в 2020-х. В начале пандемии, как и мировые рынки, Nikkei просел (с 24 тыс. в начале 2020 года до 16,5 тыс. в марте 2020 года), но благодаря агрессивному стимулированию быстро отыграл потери. Уже к концу 2020 года индекс вернулся выше 27 тыс., а в 2021 году достиг 28,8 тыс. пунктов – максимума за последние 30 лет на тот момент. В 2022 году наблюдалась волатильность (снижение на фоне глобального ужесточения денежно-кредитной политики, Nikkei закрыл 2022 год на уровне 26,1 тыс. пунктов), но в 2023 году японский рынок акций оказался одним из самых успешных в мире (рост на 28% за год). К концу 2023 года Nikkei 225 превысил 33 тыс., а в 2024 году **обновил исторический максимум, который сохранялся с 1989 года:** индекс закрыл 2024 год на уровне 39,894 пунктов, превзойдя прежний рекорд и достигнув нового исторического пика. Это означало, что **спустя 34 года японский рынок акций полностью восстановил все потери «потерянных десятилетий».** На графике ниже показана динамика Nikkei 225 с 1990 по 2024 годы, демонстрируя длительный период стагнации и недавний резкий рост.

Рисунок 5: Индекс Nikkei (1990 – 2024)



Бурный рост фондового рынка в 2020-х поднял капитализацию японских компаний и принес значительные выгоды инвесторам. Домохозяйства, вложившиеся в акции через программы NISA и пенсионные фонды, тоже выиграли: по оценкам, с 2012 по 2023 годы совокупная стоимость акций на балансах японских семей выросла на десятки триллионов йен. Тем не менее, распределение этого богатства остается неравномерным: значительная часть акций по-прежнему принадлежит финансовым институтам и иностранным инвесторам. **«Эффект богатства» для экономики** от роста фондового рынка проявился через несколько каналов:



улучшение доверия бизнеса (компании видят рост оценки и легче привлекают капитал), некоторое увеличение потребления состоятельных домохозяйств, а также рост налоговых поступлений (налог на прибыль компаний и прирост капитала). Однако, как отмечал Банк международных расчетов, программы количественного смягчения (через стимулирование рынков) не привели к значительному росту совокупного спроса – то есть рост богатства не полностью трансформировался в рост расходов. Тем не менее, к 2025 году фондовый рынок остаётся одной из опор экономики: **финансовое благосостояние** японцев (особенно через пенсионные накопления) значительно возросло по сравнению с 10–20 лет назад, что создаёт «подушку безопасности» для потребления в будущем.

- **Общий экономический рост:** К концу рассматриваемого периода экономика Японии демонстрирует смешанную картину. С одной стороны, **после 2015 года не было затяжных рецессий** (кроме кратковременного спада в 2020 году), и номинальный ВВП впервые превысил ¥550 трлн (благодаря легкой инфляции). Уровень безработицы стабильно низкий (2,6% в 2022 году, 2,5% в 2023 году), что указывает на практически полную занятость. **Дефляция побеждена** – с 2016 года инфляция в основном положительная (хотя и слабая, 0–1% до пандемии, а в 2022–2023 годах ускорилась до около 3% из-за мирового роста цен на сырьё). Производительность труда слегка повысилась за счёт цифровизации. Однако с другой стороны, **темпы роста ВВП остаются одними из самых низких среди развитых стран** – во многом из-за демографической ситуации. В 2015–2019 годах реальный рост ВВП в среднем был около 0,8% в год, а за весь период 2015–2023 гг. средний показатель снижен пандемией до +0,5% в год. Важное структурное изменение – **старение населения** – продолжает оказывать давление: растут социальные расходы, число работников сокращается, что требует повышения продуктивности через реформы. В целом, экономический рост Японии в 2015–2025 годах остаётся умеренным, но **качество жизни и благосостояние в иных измерениях улучшилось**: уровень богатства домохозяйств повысился, безработица минимальна, а дефляция сменилась лёгкой инфляцией, что разрывает «порочный круг» ожиданий падения цен. Однако задача – превратить возросшее благосостояние в **устойчивый внутренний спрос и динамичное развитие** – остаётся актуальной.

Выводы

Анализ последних трёх десятилетий в Японии показывает, что **«эффект благосостояния» существенно влиял на макроэкономику**, хотя его сила варьировалась по периодам. В 1995–2005 годах **негативный «эффект богатства»** (резкое обеднение из-за падения цен на недвижимость и акции) стал одним из главных факторов затяжной стагнации: домохозяйства урезали потребление, а компании – инвестиции, что вместе с дефляцией привело к «потерянному десятилетию». В 2005–2015 годах ситуация начала меняться – активы постепенно восстанавливали стоимость, однако глобальный кризис 2008 года отбросил прогресс назад. Лишь с приходом «Абэномики» японское правительство сознательно сделало **рост богатства** (активов) частью стратегии роста. Действительно, в 2013–2019 годах **финансовое благосостояние** заметно увеличилось (индекс Nikkei удвоился, цены на жильё вышли из депрессии), и это немного поддержало спрос, но не стало панацеей от структурных проблем. **Пандемия 2020 года** проверила экономику на прочность: благодаря ранее накопленному богатству (высокие сбережения населения, устойчивые балансы фирм) и госстимулам Япония сравнительно безболезненно пережила спад и вернулась к росту уже в 2021 году. К 2025 году можно констатировать, что **Япония избавилась от дефляции**, вернула фондовый рынок на исторические вершины и несколько повысила благосостояние своих граждан. Однако **уровень потребления и темпы роста ВВП остаются скромными**, что указывает на ограниченную трансмиссию роста богатства в активный внутренний спрос.

Слабая реакция потребления на рост цен активов частично объясняется **структурными особенностями**: японские домохозяйства склонны сберегать лишние доходы, особенно в условиях неопределённости с пенсиями и здоровьем, а значительная доля богатства сконцентрирована у старшего поколения, менее склонного к тратам. Кроме того, **неравномерность распределения богатства** играет свою роль – рост фондового индекса напрямую затрагивает не всех. Исследования Банка Японии показывают, что маргинальная склонность к потреблению из-за изменений богатства в Японии относительно низка – порядка ¥2–4 на каждые ¥100 роста стоимости активов, что ниже, чем в США и ряде других стран. Это означает, что для заметного подъёма расходов требуется либо очень большой рост богатства, либо сопутствующий рост доходов.

Ключевые события и их влияние: Японская экономика явно испытывала **длительные последствия пузыря 1980-х**: только к 2020-м году цены активов вернулись к уровням, сравнимым с пиковыми. Ушло более **30 лет**, чтобы Nikkei 225 обновил исторический максимум, и более 20 лет,



чтобы недвижимость начала стабильный рост. Весь этот период слабое благосостояние тянуло экономику вниз. **Дефляция 1990-х–2000-х** годов усиливала негативный эффект богатства – падение цен активов в номинале усугублялось ростом их реальной стоимости долга. **Глобальный кризис 2008 года** резко сократил богатство (капитализацию акций, стоимость недвижимости), приведя к новому витку спада потребления и инвестиций. «**Абэномика**» 2013 года стала крупномасштабным экспериментом по стимулированию экономики через каналы богатства: ослабление иены и выкуп активов подняли цены на акции и недвижимость, дав желаемый эффект на настроения и частично на спрос. Однако полного удовлетворения ожиданий не произошло – обещанный рост до 2–3% в год так и не реализовался, хотя без данных мер, вероятно, экономика показывала бы ещё худшие результаты. **COVID-19** хоть и стал беспрецедентным шоком, но не нанёс долговременного ущерба богатству домохозяйств – напротив, благодаря реакции центробанков мир увидел рост финансовых рынков уже спустя несколько месяцев, и к 2021 году совокупное благосостояние населения превысило допандемический уровень.

Взгляд вперёд: На пороге 2025 года у Японии есть уникальная возможность конвертировать возросшее благосостояние в устойчивый рост. Финансовая позиция домохозяйств крепка (уровень денежных сбережений и стоимость финансовых активов на душу населения – одни из самых высоких в мире), корпоративный сектор имеет рекордные прибыли и денежные средства, а банковская система насыщена ликвидностью. Задача состоит в том, чтобы эти ресурсы заработали на экономику – через более высокое потребление (требуется рост доходов населения, особенно молодых работников) и инвестиции (требуется уверенность бизнеса в перспективности вложений в Японии). Таким образом, «**эффект богатства**» должен быть подкреплён **эффектом дохода**: без роста реальных заработков даже богатые на бумаге семьи будут экономны. Правительство уже предпринимает шаги – инициатива по повышению заработных плат, стимулирование вложений пенсионных фондов в экономику, реформы для роста производительности. Если эти меры успешны, **богатство и благосостояние** станут фундаментом нового цикла роста в Японии. Если же нет, существует риск, что без мощных внутренних драйверов даже высокое благосостояние не убержёт экономику от стагнации при внешних потрясениях. В целом, опыт Японии 1995–2025 годов преподносит важный урок: **поддержание благосостояния населения – необходимое, но недостаточное условие экономического процветания**; не менее важно обеспечить, чтобы богатство работало на экономику через стимулирование потребления, инвестиций и инноваций. Только сбалансированное развитие этих компонентов позволит Японии перейти от «потерянных десятилетий» к десятилетию устойчивого и инклюзивного роста.



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

email: media@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 727 355 37 22 (вн. 509)
+7 771 722 7951 WhatsApp

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz