

Государственный долг Японии: анализ особенностей и оценка перспектив

Р.Б. Ноздрева

Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД РФ

В статье дана характеристика современного состояния государственного долга Японии, который почти в два с половиной раза превышает объём ВВП. Цель настоящего исследования заключалась в том, чтобы выделить основные причины нарастания долга, особенности структуры, этапы формирования; сделать оценку и прогноз эффективности правительственных мер по его регулированию; провести компаративный анализ по отношению к госдолгу США.

Особенности государственных долговых обязательств Японии основаны на относительной стабильности её финансовой системы и высокой степени доверия к ней как внутри страны, так и за рубежом. Это положение обеспечивается тем, что 95% гособлигаций владеют резиденты. Несмотря на пессимистический настрой МВФ, инвесторы продолжают активно приобретать долговые обязательства японского правительства. На поведении инвесторов сказывается укрепление в мировой экономической науке позиции неокейнсианцев, которые считают внутренний долг безопасным, допуская, что бюджетные расходы могут быть равны сумме налоговых поступлений и внутреннего долга. Доминирующую роль на рынке долговых инструментов Японии в течение длительного времени продолжают играть государственные облигации и, хотя объём этого вида займов велик, высокая степень доверия к финансам Японии сохранится как внутри страны, так и за рубежом благодаря выстроенной правительством и Банком Японии компетентной, осторожной и в известной степени консервативной финансовой системе. В сфере регулирования государственного долга автор считает успешной политику Банка Японии, которая в значительной степени смягчает отрицательное влияние государственной задолженности на развитие японской экономики. Напротив, эффективность правительственных мер, в том числе в рамках «Плана Трёх стрел» премьер-министра С. Абэ, оценивается как низкая. Государственные расходы растут, но правительство не вводит ограничительных мер долговой политики, считая, что ежегодное увеличение объёма госдолга на 1% необходимо для поддержания экономического роста. На основе проведённого исследования дан прогноз сохранения на ближайшее пятилетие высокого уровня госдолга Японии.

Ключевые слова: Япония, государственный долг, факторы стабильности японской финансовой системы

УДК: 339.97

Поступила в редакцию: 13.02.2019 г.

Принята к публикации: 15.06.2019 г.

Проблема долговых обязательств развитых стран относится к числу актуальных тем в исследованиях международных экономических отношений. Высокий долг Японии, США и ряда государств Европейского союза рассматривается как весомый фактор риска стабильности не только для экономик указанных государств, но и для мировой экономики в целом. Опыт по управлению государственным долгом Японии, страны с самым высоким в мире уровнем госдолга по отношению к ВВП, анализируется в данной статье с проекцией на ситуацию в России.

Цель настоящего исследования состоит в выявлении главных факторов нарастания долга Японии, особенностей его структуры, этапов формирования, а также в оценке основных направлений и эффективности правительственных мер по регулированию долговых обязательств. В заключении представлен прогноз дальнейшей динамики госдолга Японии. Дан компаративный анализ по отношению к госдолгу США.

Основными источниками исследования послужили статистические данные Министерства финансов Японии, международных организаций (ВМФ, ВБ) и японского правительства, а также публикации информационного агентства *Bloomberg* и материалы изданий финансово-экономического профиля, как то *Japanese International Economies*, *Financial Times*, «Нихон кэйдзай симбун». Используются труды российских, японских и американских экономистов.

В зависимости от характера поставленных задач автор применяла общенаучные методы, такие как системный, структурно-функциональный и компаративный анализ, статистические и эконометрические методы расчётов.

Нарастание государственного долга Японии

По соотношению объёма государственного долга к ВВП Япония находится на первом месте в мире. В 2018 г. этот показатель составил 237,12% (см. табл. 1), в стоимостном выражении 9,9 трлн долл.

Таблица 1. Государственный долг стран мира в процентах к ВВП, 2017 – 2019 гг.
Table 1. The national debt of the countries of the world as a percentage of GDP, 2017 – 2019 years

Рейтинг	Страна	Государственный долг (% к ВВП)		
		2017 г.	2018 г.	2019 г.*
1	Япония	234,98	237,12	237,54
2	Ливан	148,96	150,92	157,81
3	Италия	131,28	132,09	133,43
4	Эритрея	131,24	129,42	127,34
5	Португалия	124,76	121,44	119,46
...	США	106,23	105,77	106,70
...	Россия	15,52	13,95	13,79

Примечание: * оценка.

Источник: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2019.

В Японии государственные облигации выпускаются на покрытие правительственных расходов и наряду с налогообложением выступают источником средств на покрытие дефицита бюджета. С другой стороны, на обслуживание госдолга приходится около 22% расходной части бюджета страны¹. Рост этих платежей становится всё более серьёзной нагрузкой на бюджет и значительный выпуск облигаций не может не оказывать отрицательного влияния на состояние государственных финансов.

Выпуск гособлигаций регулируется специальным законодательством и подлежит жёсткому контролю. По целям использования выделяют три категории гособлигаций:

1) *Облигации под будущие доходы* выпускаются с целью привлечения средств для покрытия потребностей в государственных расходах:

- строительные гособлигации на общественные работы – их выпуск регулирует Закон о государственных финансах Японии;
- для покрытия дефицита государственного бюджета (кроме вышеназванных работ) – выпуск определяет Закон об особых случаях выпуска гособлигаций;
- рефинансирующие гособлигации для консолидации и погашения ранее выпущенных гособлигаций – выпуск регламентирован Законом о специальном счёте Фонда консолидации госдолга.

2) *Займовые облигации* (краткосрочные правительственные бумаги или финансовые векселя) выпускаются для покрытия временной нехватки средств по обычным и специальным счетам в соответствии с особыми основаниями, в том числе для реализации программ займов и инвестиций.

3) Облигации для отсрочки расходов выпускаются взамен проведения текущих расходов, за счёт чего достигается отсрочка расходов до срока погашения этих облигаций и проводится косвенное привлечение средств.

Самыми быстрыми темпами растёт объём облигаций первой из перечисленных категорий.

Соотношение долей различных видов государственных ценных бумаг Японии представлено ниже (см. табл. 2).

Таблица 2. Структура госдолга Японии по видам ценных бумаг (декабрь 2018 г.)
Table 2. Japanese public debt structure by type of securities (December 2018)

Категория ценных бумаг	Доля (%)	Доля в подгруппе (%)	Абсолютная величина (млн долл.)
1. Гособлигации	88,49		9.739.255
В т.ч. а) <i>Гособлигации общего назначения (бонды реконструкции)</i>	88,98		8.665.794 (41.571)

¹ Нихон токэй нэнкан. 2018. Токио. *Нихон сэйфу сирё*.

Категория ценных бумаг	Доля (%)	Доля в подгруппе (%)	Абсолютная величина (млн долл.)
долгосрочные (10 лет или более)		77,10	6.681.017
среднесрочные (от 2 до 5 лет)		20,08	1.739.816
краткосрочные (один год или менее)		2,83	244.961
<i>б) Гособлигации по фискальным инвестициям и кредитным программам</i>	9,91		965.026
долгосрочные (10 лет или более)		63,95	617.140
Среднесрочные (от 2 до 5 лет)		36,05	347.886
<i>в) Субсидируемые гособлигации</i>	0,01		1.439
<i>г) Гособлигации подписные/вложения-контрибуционные</i>	0,45		44.227
<i>д) Гособлигации, выпущенные Банком развития Японии</i>	0,14		13.247
<i>е) Гособлигации, выпущенные Госкорпорацией по проведению работ по очистке от радиоактивного загрязнения и выведению из эксплуатации атомной электростанции "Фукусима"</i>	0,51		49.523
2. Заимствования	4,84		532.620
долгосрочные (свыше одного года)		24,15	128.605
краткосрочные (один год или менее)		75,85	404.015
3. Финансовые векселя	6,67		733.391
ИТОГО:	100		11.005.266

Источник: рассчитано по данным министерства финансов Японии URL: <https://www.mof.jp/English/Statistics> (accessed 25.10.2019).

Наращение государственного долга в Японии продолжается с 1990 г., при этом особенно резко оно происходило в 1992–2014 гг. (см. рис. 1).

Такая тенденция свидетельствует, что налоговые механизмы покрытия стремительно растущих расходов бюджета не справляются с поставленными задачами. В подтверждение теории Лаффера, в Японии повышение налоговых ставок в 1980-е гг. не дало положительного эффекта. Требовались иные источники пополнения доходной части бюджета и покрытия его дефицита, основными из которых стали государственные долговые обязательства. Дефицит госбюджета начиная с 1990-х гг. стал стремительно увеличиваться, общая сумма государственного долга нарастала.

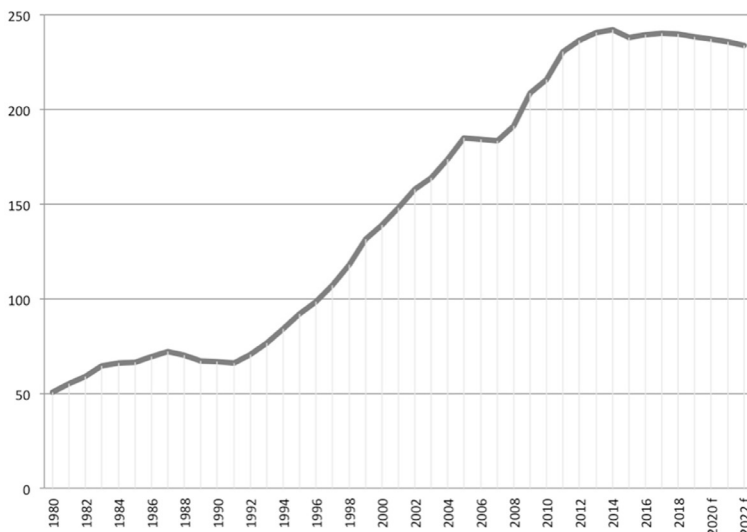


Рис. 1. Государственный долг Японии в 1980–2022 гг., % к ВВП

Figure. 1. Japanese public debt in 1980–2022, % of GDP

Источник: Japanese National Debt [электронный ресурс] URL: <https://www.economicshelp.org/blog/1178/economics/japanese-national-debt/> (accessed 25.10.2019).

Универсального подхода к определению оптимального уровня суверенного долга нет. Обоснованным представляется мнение японских экономистов Т. Накадзима и С. Такахаси, предложивших многофакторную модель, в которой оптимально допустимый уровень государственного долга Японии составляет 50% ВВП (Nakajima, Takahashi 2017: 17).

Анализ выпуска государственных облигаций позволил автору выделить пять этапов процесса нарастания государственного долга Японии (см. табл. 3).

Таблица 3. Этапы роста государственного долга Японии

Table 3. Stages of Japan's public debt growth

Этапы нарастания долга	Периоды	Характеристика периодов и их названия
I этап	1980–1991 гг.	«пологий рост», с 50% до 65% уровня ВВП
II этап	1992–2005 гг.	«крутой рост», с 65% до 180%
III этап	2006–2007 гг.	«промежуточная стагнация», на уровне 180%
IV этап	2008–2013 гг.	«второй рывок», со 180% до 240%
V этап	2014 г. по н/в	«опасное высокое плато» на уровне 230–240%

Источник: по материалам Japanese National Debt [электронный ресурс] URL: <https://www.economicshelp.org/blog/1178/economics/japanese-national-debt/> (accessed 25.10.2019).

Примечательно, что современный период примерно с пятилетней перспективой также предполагает небольшой, но постоянный рост суверенного долга Японии.

Причины роста госдолга

В начале 1990-х гг. Япония приступила к структурным реформам экономической системы, направленным на ослабление государственного регулирования. Финансово-экономические проблемы страны заметно обострились, и экономика вошла в полосу «тридцатилетней стагнации», основу которой заложил финансовый кризис, обусловленный «мыльным пузырьём» высоких цен на недвижимость и «плохими долгами» японских банков (Takanori 2014: 321).

Можно выявить следующие причины финансово-экономического кризиса в Японии в 1990-х гг.:

1. Подписание в 1985 г. правительствами США, Японии, ФРГ, Великобритании и Франции соглашения *Plaza Accord*, определившего снижение курса доллара по отношению к иене (и марке). Это понизило международную конкурентоспособность японских товаров, одновременно удешевив приобретение японскими компаниями иностранных активов. Усиливалась конкуренция с иностранными банками. Банк Японии снизил процентные ставки с 5% в 1985 г. до 2,5% к началу 1987 г. Была проведена финансовая дерегуляция, происходило монетарное ослабление Банка Японии.

2. Стремительный спекулятивный рост цен на недвижимость.

3. Недобросовестность японских банков, выразившаяся в их активном участии в спекулятивных операциях, намеренном накоплении заведомо «плохих» долгов и активном завышении цен на недвижимость, принимаемые в качестве залога при выдаче кредитов. Позже были выявлены коррупционные сделки, совершённые в период «мыльного пузыря» с участием японской мафии «якудзы» и руководителей крупнейших банков и брокерских компаний. Банки кредитовали фирмы и частных лиц, приобретавших недвижимость, что увеличивало «бумажную стоимость» земельных активов. Существовал порочный круг: земля включалась в качестве залога при получении дополнительных займов, которые затем использовались для спекулятивных операций на фондовом рынке или для покупки земли. Это повышало стоимость земли, а банки продолжали предоставлять кредиты, принимая в качестве обеспечения переоценённую землю².

4. Перегрев рынка акций, спекулятивный многократный рост цен на фондовом рынке.

5. Неудачное время проведения реформ, совпавшее с началом кризиса. Реформы были нацелены на усиление в экономической политике принципов либерализма с акцентом на саморегулирование рынка. Между тем в условиях кризиса наибольший эффект приносят централизованное государственное регулирование и контроль (Nozdreva 2017: 242–243).

² Сходная ситуация в США послужила причиной глобального финансово-экономического кризиса 2007–2008 гг.

В конце 1990 г. экономический рост остановился; началась волна банкротств компаний, включая корпорации жилищного кредитования (*jusen*). Крупные банки были вынуждены объединиться, чтобы консолидировать свои растущие безнадежные кредиты. Эта «чёрная полоса» продолжалась примерно до 2000–2001 гг., когда правительство спасло банки на средства налогоплательщиков.

После экономического роста с двузначными цифрами, 1990-е гг. с их низкими и минусовыми показателями ВВП стали для Японии «потерянным десятилетием», которое переросло в «тридцатилетнюю стагнацию» и в несколько смягчённом виде воспроизводится в настоящее время (см. табл. 4). Снижение темпов роста привело к уменьшению доли страны в глобальном ВВП.

Таблица 4. Ежегодные темпы роста ВВП Японии и его доля в мире, 2011–2018 гг.
Table 4. Japan's annual GDP growth rate and its share in the world, 2011–2018

Годы	Экономический рост (изменение ВВП в %)	Доля ВВП Японии в мировом валовом продукте
1990 – 1994	2,13	8,40
1995 –1999	1,56	7,43
2000–2004	2,35	6,52
2005–2009	0,08	5,54
2010–2014	1,04	4,75
2015–2018	1,11	3,43

Источник: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2019, «Нихон кэйдзай хакусё», 2017, р. 49.

После некоторой стабилизации в 2004–2006 гг. тенденция нулевого роста ВВП возобновилась, во многом под действием кризиса 2007–2008 гг. Япония, как и другие промышленно развитые страны, реализовала крупные пакеты мер, направленных на предотвращение глубокого посткризисного периода. Правительственные расходы увеличились, и на их покрытие потребовались дополнительные выпуски долговых облигаций. Сверх того, несмотря на рост налоговых ставок, в период кризиса сократились налоговые поступления и, как следствие, наблюдался рост крупных бюджетных дефицитов.

Долговой кризис в Европе и сомнения в том, что проблемы суверенного долга ряда европейских государств будут успешно решены, вызвала повышение рискованной премии во всём мире, что, в свою очередь, замедляло экономический рост (Tamakoshi, Namori 2015).

Наметившийся рост ВВП был подорван из-за последствий землетрясения 11 марта 2011 г., когда произошла авария на АЭС «Фукусима». Погибли более 18 000 человек, громадная территория оказалась в зоне заражения и отчуждения, десятки тысяч людей стали перемещёнными лицами. Были разрушены или повреждены более миллиона зданий, почти 4000 дорог, 78 мостов и 29 железных дорог. Общая величина расходов по преодолению ущерба оказалась в два раза

выше предварительной оценки и в настоящее время оценивается в 180 млрд долл. Основная часть сумм идёт на выплату компенсаций населению и дезактивацию местности. Предстоят затраты на безопасное хранение загрязнённой почвы и окончательную остановку АЭС.

Необходимые средства правительство черпает, помимо прочего, из новых заимствований, выпуска пакетов гособлигаций, что приводит к дополнительно-му росту государственного долга³. Расходы на преодоление последствий аварии на атомной электростанции «Фукусима» также увеличивают госдолг. Госкорпорация по проведению дезактивационных работ и остановке атомной станции ежегодно выпускает специальные гособлигации. Объём госдолга по отношению к ВВП страны вырос с 207,85% в 2010 г. до 222,09% в 2011 г. и 229,01% в 2012 г.⁴.

Относительная стабильность финансовой системы Японии при высоком уровне её долговых обязательств

Внушительный процент государственного долга по отношению к ВВП Японии ни в ней самой, ни за её пределами не вызывает серьёзных опасений. Международные рейтинговые агентства определяют рейтинг Японии на январь 2019 г. как высокий: A+ (*Standard&Poor's*), A1 (*Moody's*) и A (*Fitch*)⁵. Авторитетные международные эксперты не ожидают дефолта Японии, что объясняется спецификой формирования госдолга и относительной стабильностью структуры финансовой системы страны (Doi, Hoshi, Okimoto 2011: 425).

Приведём основные причины финансовой устойчивости Японии.

Во-первых, 95% гособлигаций владеют резиденты страны. Низкая доля нерезидентов обеспечивает устойчивость облигационного рынка Японии и повышает его волатильность при действующем механизме эмиссии и размещения ценных бумаг.

Таблица 5. Структура рынка японских государственных облигаций по их держателям, 2018 г.

Table 5. Japanese government bond market structure by their holders, 2018

Держатели японских государственных облигаций	Доля в %
банки и другие финансовые институты Японии	43
страховые компании Японии	20
общественные пенсионные фонды Японии	12
Банк Японии	7
домашние хозяйства Японии	5
нерезиденты	5

³ Часть денег выделяет владеющая АЭС «Фукусима» компания Tokyo Electric Power, однако её президент признал, что для возмещения затрат на дезактивацию потребителям будут увеличены счета за электроэнергию.

⁴ International Monetary Fund. World Economic Outlook Database. April 2019.

⁵ URL:<https://countryeconomy.com/ratings> (accessed 25.10.2019).

Держатели японских государственных облигаций	Доля в %
нерезиденты	5
частные пенсионные фонды Японии	4
государственные фонды Японии	1
прочие	3

Источник: по данным Министерства финансов Японии.

Во-вторых, устойчивости облигационного рынка Японии во многом способствует высокий уровень личных накоплений населения⁶. С учётом культуры аскетичного потребления и жёсткой современной системы страхования, японцы ограничивают свои расходы, постоянно откладывая на «чёрный день». Многие граждане страны в прямой или косвенной форме вкладываются в долговые бумаги правительства⁷.

В-третьих, устойчивая заинтересованность юридических лиц в приобретении государственных ценных бумаг укрепляет склонность японских банков инвестировать средства в компании-держатели государственных облигаций.

В-четвёртых, Япония располагает существенными золотовалютными резервами: валютные резервы составляют 1 256,4 млрд долл., это 24,78% ВВП, запасы золота – 34, 6 млрд долл., или 765,2 т.

Наконец, высокий рейтинг финансов Японии обусловлен осторожностью её финансовой политики и устойчивостью кредитно-денежной системы.

Роль Банка Японии в поддержании стабильности японской финансовой системы

Банк Японии установил благоприятный для клиентов процент по государственным долговым обязательствам (см. рис. 3), что отвращает владельцев гособлигаций от их продажи и, напротив, поддерживает интерес к покупке новых ценных бумаг. Государственные облигации популярны среди населения и организаций Японии. Вопреки огромной величине и росту государственного долга, японские и зарубежные инвесторы не усматривают для себя финансовой опасности (Matsuoka 2015: 21).

Министерство финансов и Банк Японии, которые занимаются выпуском государственных облигаций, стремятся обеспечить равномерность распределения облигаций по отраслям и регионам, что в известной степени стабилизирует структуру долга. В то же время центробанк имеет право на «самовыкуп», то есть он не только продаёт государственные ценные бумаги, но и выкупает гособлигации, тем самым регулируя структуру долга. Покупка государственных долговых обязательств осуществляется и за рубежом. В настоящее время Банк

⁶ 30-35% – доля накопления в ВВП.

⁷ По оценкам автора, более 50% средств населения.

Японии выкупил 40% правительственных облигаций, ранее находившихся за рубежом, и имеет цель в дальнейшем приобрести большую часть из оставшихся. Эти облигации составляют часть консолидированного правительственного баланса. Таким образом они, по сути, служат бухгалтерским эквивалентом списания задолженности⁸.

В отличие от США, где правительство наращивает суверенный долг, Япония ежегодно сокращает госдолг на 720 млн долл. Это достигается путём продажи правительством госдолга центральному банку, который возвращает правительству проценты. Если центральные банки других стран завершают свои программы количественного смягчения и планируют продажи облигаций государственного займа, то Банк Японии продолжает агрессивно скупать правительственные долговые обязательства. Беспроцентные долги он оставляет себе до завершения срока погашения.

Правительственные меры по снижению государственной задолженности

С начала 1990-х гг. японское правительство предпринимает попытки по сдерживанию роста государственного долга, пока малоэффективные.

В 2010–2016 гг. по рекомендации Международного валютного фонда в Японии были предусмотрены следующие меры: сжатие прямой государственной поддержки, сокращение расходов на социальные нужды, повышение потребительского налога на 15% и более. Указанные меры были нацелены не только на выведение страны из затяжной стагнации, но также на стабилизацию соотношения государственного долга к ВВП с последующим снижением этого показателя и обеспечением первичного баланса (баланса доходов и расходов бюджета за исключением статей государственного долга), а к 2020 г. – выходом на профицит бюджета⁹. Ставилась задача снизить удельный вес краткосрочных обязательств, тем самым удлинив средние сроки выкупа непогашенного государственного долга.

Было принято правило «платежи по мере поступления», согласно которому новые статьи бюджетных расходов японского бюджета подлежали финансированию только после сокращения других расходов или при поступлении дополнительных доходов. Делалась попытка внедрения устойчивой долгосрочной структуры расходов с обязательством сокращать государственный долг в увязке с динамикой других макроэкономических показателей. Такая структура основывалась прежде всего на намеченных показателях первичного бюджетного баланса, согласованного с общим объёмом странового долга (Hansen, Imrohoro 2016: 211).

⁸ Fujikawa M. 2019. Trillion Schmillion: Japan Isn't Even Trying to Hit Its Bond-Buying Target. *Wall Street Journal*. [Электронный ресурс] URL: <https://www.wsj.com › World › Asia › Japan> (accessed 25.10.2019)

⁹ Дзайсэй ун'эй сэнряку. Какуги кэттэй. 22.06.2010.

В Японии критически относятся к рекомендациям МВФ, и это одна из причин, по которой вышеуказанные цели не были реализованы. Дело в том, что страна предпочитает проводить самостоятельную кредитно-денежную политику и здесь считают, что предложенные МВФ меры не отвечают специфике японской внутренней среды.

В 2013 г. в стране был принят План оживления экономического роста, или «План трёх стрел» С. Абэ. В разделе мероприятий «второй стрелы» предполагалось перейти к стратегии гибкой бюджетной политики, что позволяло японскому правительству прибегать к значительным инвестициям, несмотря на превышение расходной части государственного бюджета над доходной (Nozdreva 2015).

Таблица 6. «План трёх стрел» С. Абэ (2013 – 2017 гг.)

Table 6. “The Plan of Three Arrows” S. Abe (2013 – 2017)

«План трёх стрел» С. Абэ	План оживления экономического роста	Темпы роста ВВП	
		(план)	(факт)
Меры содействия темпам экономического развития	Первая стрела – масштабное монетарное стимулирование Вторая стрела – гибкая бюджетная политика Третья стрела – структурная перестройка экономики (стратегия роста).	3,2	0,6

Источник: Кейдзай симбун, 12.07.2014, International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2019.

Основными целями Плана были декларированы: преодоление долговой дефляции; удвоение Банком Японии денежной массы ради снижения процентных ставок по кредитам; создание нового спроса на товары и услуги; гибкое отношение к бюджетным расходам – невзирая на значительный дефицит госбюджета, вложить 200 млрд долл. в реальную экономику. Сверх того, было намечено повысить производительность труда, оказать помощь развитию частного сектора, малого и среднего бизнеса, снизить налог на прибыль, пересмотреть трудовое и иммиграционное законодательства и иные меры (Lebedeva 2014: 238).

С начала глобального финансово-экономического кризиса 2008 г. в Японии и в других странах для решения проблемы госдолга применяют методы финансовой репрессии: поддержание отрицательной реальной доходности депозитов и государственных облигаций¹⁰, размещение госдолга в подконтрольных правительству финансовых институтах, установление особых резервных требований, а также ограничений на движение инвестиций в национальном финансовом секторе.

¹⁰ В последнее десятилетие в странах ЕС, Японии и США реальная ставка по депозитам колебалась в диапазоне от -0,25% до -1%. [Электронный ресурс] URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FR.INR.RINERandcountry> (accessed 25.10.2019).

В Японии активно используют метод нерыночного размещения государственного долга на счетах зависимых финансовых учреждений, как правило – банков, имеющих тесные связи с Министерством финансов и Центральным банком Японии. Жёсткий контроль над финансовым сектором приводит к искажению рыночных механизмов определения доходности активов. Финансовая репрессия предполагает некоторую изоляцию финансового сектора страны от международного финансового рынка и защищённость его от турбулентности и катаклизмов мирового масштаба (Kenshiro, Masaaki 2017: 50).

Основные способы японского правительства по рефинансированию и монетизации государственного долга страны

Японское правительство и Банк Японии разрабатывают и реализуют систему мер по рефинансированию государственного долга.

Япония неукоснительно платит по своим обязательствам, включая проценты, и точно в срок осуществляет погашение суверенных облигаций, постоянно выпуская новые государственные ценные бумаги. Таким образом рефинансирование определяет погашение государственной задолженности путём выпуска новых займов. В настоящее время Банк Японии выпускает специализированные государственные займы, например, *National Forest Service Debt*, *Japan National Railways Debt* и др.

Как правило, Банк Японии использует также метод консолидации и конверсии, когда меняются условия и выпуск новых пакетов государственных ценных бумаг. Самыми быстрыми темпами растёт объём облигаций *под будущие доходы*, которые выпускаются с целью привлечения средств на оплату за счёт госбюджета общественных работ; для покрытия дефицита государственного бюджета; для консолидации и погашения ранее выпущенных гособлигаций.

В последние десятилетия отмечается тенденция к увеличению сроков погашения и некоторому сокращению размеров выплачиваемых процентов. Так, за почти 15-летний период средний срок гособлигаций Японии увеличился с 4,9 лет на конец 2003 фин. г. до 8,9 лет на начало 2018 фин. г.¹¹, то есть заметен приоритет более долгосрочных заимствований в долговой политике Японии.

Процент по государственным облигациям находится на низком уровне относительно других стран и имеет тенденцию к снижению (см. рис. 3).

Хотя условиями выпуска гособлигаций у эмитента есть право на досрочное погашение по номиналу, для предотвращения урона владельцам облигаций правительство не прибегало к этой мере и не планирует делать это впредь. Реструктуризация или погашение долговых обязательств с изменением условий обслуживания (пересмотр сроков платежей, списание части долга) в Японии также не практикуется.

¹¹ Финансовый год в Японии определён периодом с 1 апреля по 31 марта.

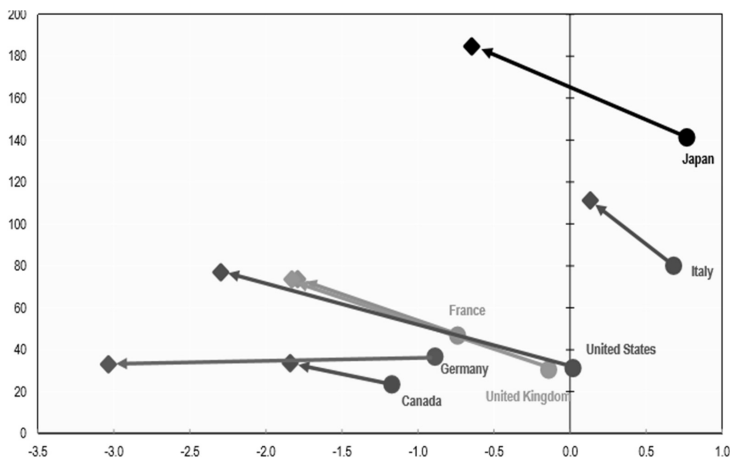


Рис. 3. Изменения объёмов государственного долга и уровня процента по ценным бумагам стран G7 (2007 г. и 2018 г.)

Figure 3. Changes in government debt and level interest on securities of G7 countries (2007 and 2018)

Изменение процента по гособлигациям сроком на 10 лет*

Примечание:* расчётные данные, а именно процент на десятилетнюю гособлигацию минус номинальный рост ВВП страны (в пунктах).

Источник: OECD Sovereign Borrowing Outlook 2019, p. 13, <https://www.oecd.org/finance/Sovereign-Borrowing-Outlook-in-OECD-Countries-2019.pdf>

Для погашения долга правительство использует метод монетизации, занимая деньги у Центрального банка, а не у инвесторов. Процесс монетизации включает следующие этапы:

выпуск новых государственных облигаций (*JGB*) для погашения старых долгов;

Банк Японии (*BoJ*) выпускает местную валюту от имени правительства для покупки недавно выпущенного *JGB*;

за счёт выпуска валюты правительство погашает долги кредиторам, и эти деньги поступают в экономику.

Вопрос о том, выплачивать ли монетизированную часть государственных долгов перед Банком Японии, зависит от решения правительства. Монетизированный долг может остаться на балансе. В 2016 г. совокупная монетизация Японии определялась в 33% общего государственного долга, что эквивалентно 77% ВВП. То есть путём монетизации долговая ответственность правительства перед сторонами, исключая Центральный банк, была снижена до 160% (237% – 77%) (Irwin 2015). Монетизация имеет инфляционное значение, она ухудшает покупательную способность денег. Из-за нарастающих трудностей с рефинансированием долгов за счёт внутренних ресурсов Япония всё чаще прибегает к заимствованиям на внешних рынках.

Компаративная характеристика государственного долга Японии и США

Как было отмечено выше, по соотношению национального долга и ВВП Япония значительно превосходит другие страны: в 2018 г. этот показатель составлял 237,12% против 105,77% в США. В абсолютном выражении государственный долг Японии равен 9,9 трлн долл., что существенно ниже, чем США (22,0 трлн долл.). По абсолютному размеру суверенного долга США занимают первое место в мире. Таким образом, в различном измерении эти две страны являются мировыми лидерами по госдолгу.

В обоих государствах на протяжении нескольких десятилетий наблюдается постоянный существенный рост государственного долга, а меры по его сдерживанию неэффективны. Тем не менее, и зарубежные, и национальные заёмщики не считают ситуацию критической и проявляют интерес к приобретению ценных бумаг обеих стран. Международные рейтинговые агентства состояние финансовой системы США и Японии не определяют как крайне негативное. США и Япония – это экономически сильные государства, правительства которых проводят самостоятельную долговую политику. Первоклассный кредитный рейтинг долговых обязательств и финансово-экономическая политика обеспечивают приоритетное положение ценных бумаг обеих стран в портфелях банков, компаний и индивидуальных инвесторов по всему земному шару.

С учётом вышесказанного, сравнение динамики госдолга Японии и США представляет научный и практический интерес.

Эмитент мировой валюты и надёжный заёмщик, США обеспечивают высокий уровень жизни своих граждан в условиях дефицита торгового баланса, но при этом происходит рост государственного долга. Рост федерального долга США обусловлен, кроме того, увеличением расходов на военные цели, снижением налогов и введением налоговых льгот, реализацией пакетов экономического стимулирования, программ по спасению банков, социальных программ, программ медицинского обслуживания и др., а в определённые периоды – ещё и мерами по выведению страны из рецессии.

В Японии рост госдолга происходил не в связи со снижением налогового бремени, а наоборот, с его повышением, что снижало эффективность этого важного инструмента пополнения доходной части бюджета. Затратными оказались меры по содействию экономическому росту, реформированию банковской системы, преодолению последствий стихийных бедствий и техногенных катастроф.

Темп роста ВВП США за период с 2008 г. в неизменных ценах составляет около 2%¹², Япония три десятилетия «топчется» около 0%, что может ставить

¹² *Japanese National Debt* [Электронный ресурс] URL: <https://www.economicshelp.org/blog/1178/economics/japanese-national-debt/> (accessed 25.10.2019)

под вопрос её надёжность как заёмщика, однако большинство других факторов смягчает остроту проблемы. Так, в Японии на внутренний долг правительства приходится 95%, тогда как в США – 72%, что свидетельствует о меньшем риске для финансовой системы Японии. Следует также учитывать особенности национального менталитета. Японцы склонны ограничивать свои расходы в пользу накоплений (составляющих не менее 15% от дохода семьи), что является своеобразным буфером долгового кризиса страны. Напротив, американцы предпочитают жить в кредит.

Среди стран-держателей американских долговых обязательств в последние годы первое место принадлежало Китаю, однако в связи с продажей Китаем американских долговых обязательств летом 2019 г. Япония вышла на первое место.

Остановимся на причинах, по которым Китай и Япония выступают основными держателями американских казначейских облигаций. Во-первых, США, будучи основными импортёрами товаров Китая и Японии, по существу расплачиваются за эти поставки гособлигациями. Во-вторых, владение американскими ценными бумагами с целью пополнения золотовалютных резервов позволяет этим странам поддерживать курсы своих валют на низком уровне по отношению к доллару. Правда, введение администрацией Белого дома санкций в отношении торговли с КНР вынудило китайские власти пересмотреть эту стратегию (см. выше).

Кроме того, государственные облигации США и Японии считаются надёжными ценными бумагами. В США сильная и объёмная экономика, уровень инфляции низкий, доллар стабилен, а самое главное – он служит основной расчётной и платёжной валютой в международных торговых и финансовых операциях. Что касается Японии: экономический потенциал остаётся внушительным, несмотря на отход со второй позиции в мире по объёму номинального ВВП на третью; инфляция фактически отсутствует; выплата процентов по государственным ценным бумагам и их выкуп происходит точно в срок.

Американские государственные облигации привлекают покупателей, в том числе зарубежных, сравнительно высоким относительно других стран уровнем процента. Напротив, в Японии процент один из самых низких, что снижает заинтересованность зарубежных инвесторов, но не останавливает внутренних инвесторов.

Среди прочего, США имеют возможность наращивать государственный долг по гособлигациям благодаря тому, что располагают безграничными возможностями выпуска долларов в мировое обращение: государства пополняют свои золотовалютные резервы американскими казначейскими облигациями, а иностранные держатели госдолга приобретают федеральные обязательства в инвестиционных целях.

В целом ситуация с государственным долгом США не критична, но тенденция его роста вызывает опасения. Вероятные угрозы, как например, мировой экономический спад, затяжная рецессия, резкая инфляция, укрепление юаня или

евро в международной платёжной и расчётной системе могут вызвать понижение спроса на американские долговые обязательства, а их обесценение (как и обесценение доллара) может самым отрицательным образом отразиться на развитии не столько американской, сколько мировой экономики, внести хаос и оказаться крайне опасным для всей мировой экономической и финансовой системы¹³.

Вопрос о возможном дефолте финансовой системы применительно к Японии не ставится, зато применительно к федеральному долгу США этот вопрос дискутируется, и особенно остро в тех ситуациях, когда Конгресс США в очередной раз повышает потолок госдолга. Дело в том, что в краткосрочной перспективе США извлекают выгоду от дефицитного финансирования, в то время как в долгосрочной перспективе увеличение госдолга опасно, поскольку ведёт к замедлению развития экономики. В связи с этим американское правительство старается держать госдолг в разумных пределах. В случае превышения утверждённой «потолочной» величины госдолга федеральное правительство обязано осуществлять заимствования на долговом рынке. Однако оно регулярно добивается повышения долговой планки, ссылаясь при этом на угрозу глобального финансово-экономического кризиса в гипотетическом случае объявления США дефолта по долгам.

Можно предположить, что в среднесрочной перспективе госдолг США будет увеличиваться, но американская экономика продолжит развиваться, в том числе за счёт средств других государств.

Япония никогда не ставила вопрос об установлении потолочной величины государственного долга. Рост государственного долга страны ограничивают некоторые регламенты, в частности, принцип «платежи по мере поступления» при формировании бюджетных расходов. Правда, на практике этот принцип нарушается со ссылкой на «особые социально-экономические требования». Однако несмотря на эти нарушения и на внушительный масштаб госдолга, авторитетные экономисты не прогнозируют наступление в Японии дефолта. В отличие от США, экономика Японии по-прежнему ориентирована на экспорт. Проблема заключается в том, что с середины 1980-х гг. эти отрасли переживают серьёзные трудности из-за обострения конкуренции на мировом рынке.

В Японии и США остро стоит проблема сокращения финансовой поддержки экономики ввиду риска ухудшения экономической конъюнктуры без перманентных государственных инъекций капитала. Первоклассный кредитный рейтинг американских и японских долговых обязательств и проводимая правительствами этих стран финансово-экономическая политика обеспечили приоритетное положение этого вида ценных бумаг в портфеле банков, компаний и индивидуальных инвесторов по всему земному шару.

¹³ Sugino M. 2018. Japan's Sovereign Debt Magic. *Monetisation*. URL: <https://medium.com/@msugino/japans-sovereign-debt-magic-monetisation-e19a50891e61> (accessed 25.10.2019)

Основные выводы

В течении последних тридцати лет в Японии происходит стремительное нарастание суверенного долга по отношению к ВВП страны, который в 2018 г. составил 237%, то есть почти в два с половиной раза превзошел её национальное богатство. Причиной такого роста служит прежде всего чрезвычайно низкий, а в ряде лет и отрицательный рост ВВП Японии, что привело к снижению его доли в мировом ВВП с 9% в 1990 г. до 4% в 2018 г.

В этот период серьёзные препятствия для развития японской экономики создало выдвигание сильнейших конкурентов, и прежде всего Китая. Отрицательно сказался на японской экономике глобальный финансово-экономический кризис 2008–2010 гг. Предпринятые правительством попытки проводить реформы в системе государственного регулирования не дали желаемого результата. Но японская государственная система не рассталась со сложившейся в годы бурного экономического роста политикой формирования государственного бюджета, в связи с чем происходило нарастание государственных расходов, в том числе на преодоление последствий аварии на АЭС «Фукусима». Налоговые меры и механизмы утратили действенность и основным способом преодоления дефицита госбюджета стал нарастающий выпуск государственных займов и, как следствие, увеличение суверенного долга.

Меры, предпринятые правительством С. Абэ для торможения роста государственного долга Японии в 2015–2018 гг., дали слабые результаты. На перспективу не просматриваются факторы, которые способствовали бы активному росту ВВП. Государственные расходы растут, но правительство не вводит ограничительных мер долговой политики, считая, что ежегодное увеличение объёма госдолга на 1% необходимо для поддержания экономического роста. По последнему прогнозу МВФ, в период 2019–2024 гг. возможно некоторое торможение роста государственного долга Японии, но не следует ожидать его стабилизации: он может увеличиться с 237,12% до 238,31%¹⁴. Расчёты автора на основании ежегодных планов Минфина Японии по выпуску гособлигаций подтверждают этот прогноз.

Несмотря на пессимистический настрой МВФ, инвесторы продолжают активно приобретать долговые обязательства японского правительства. Видимо, на поведении инвесторов сказывается укрепление в мировой экономической науке позиции неокейнсианцев, которые считают внутренний долг безопасным, допуская, что бюджетные расходы могут быть равны сумме налоговых поступлений и внутреннего долга. Поскольку японские суверенные обязательства – это на 95% внутренний долг, то японский госдолг не вызывает серьёзного

¹⁴ International Monetary Fund. World Economic Outlook Database. April 2019. JGB Issuance Plan. URL: https://www.mof.go.jp/english/jgbs/debt_management/plan/JGBBissuanceplan181221.pdf (accessed 25.10.2019)

беспокойства. К тому же инвесторы принимают во внимание устойчивость финансово-экономического потенциала страны и даже некоторое его укрепление за счёт международных банковских операций и зарубежных прямых и портфельных инвестиций.

Таким образом, есть основание предположить, что доминирующую роль на рынке долговых инструментов Японии в течение длительного времени продолжат играть государственные облигации и, хотя объём этого вида займов велик, высокая степень доверия к финансам Японии сохранится как внутри страны, так и за рубежом благодаря выстроенной правительством и Банком Японии компетентной, осторожной и в известной степени консервативной финансовой системе.

Об авторе:

Раиса Борисовна Ноздрева – заслуженный деятель науки РФ, профессор, д.э.н., Почётный профессор МГИМО МИД России, профессор кафедры менеджмента, маркетинга и внешнеэкономической деятельности МГИМО МИД России. E-mail: svn200505@rambler.ru.

Конфликт интересов:

Автор заявляет об отсутствии конфликтов интересов.

Received: 13.02.2019 г.
Accepted: 15.06.2019 г.

Public Debt of Japan: Analysis of Features and Assessment of Prospects

R.B. Nozdreva
DOI 10.24833/2071-8160-2019-5-68-114-133

Moscow State Institute of International Relations (University)

Abstract: The article describes the current state of Japan's public debt, which exceeds its GDP by almost 2.5 times; it seeks to identify the main causes for its growth, analyses its structure, reviews the main stages of its formation; assesses the effectiveness of government measures to regulate it and makes a comparative analysis with the national debt of the United States.

The distinctive nature of Japan's public debt is that it is based on the relative stability of Japan's financial system and a high degree of trust in it both domestically and abroad. In particular, the sustainability of the debt is ensured by the fact that 95% of government bonds are owned by residents. Despite the pessimistic mood of the IMF, investors continue to actively acquire debt obligations of the Japanese government. The behavior of investors is affected by the strengthening of the position of Neo-Keynesians in world economic sci-

ence, who consider domestic debt safe, assuming that budget expenditures can be equal to the sum of tax revenues and domestic debt. Government bonds will continue to play a dominant role in the Japanese debt market for a long time and, although the volume of this type of loans is large, a high degree of confidence in Japanese finances will remain both domestically and abroad thanks to a competent, cautious and conservative financial policy. In the field of public debt regulation, the author considers the Bank of Japan's policy to be successful, it mitigates the negative impact of public debt on the development of the Japanese economy. On the contrary, the effectiveness of government measures, including the Three Arrows Plan of Prime Minister S. Abe, is assessed as non-effective. Government spending is growing, but the government does not introduce restrictive measures of debt policy, considering that an annual increase in government debt by 1% is necessary to maintain economic growth. Based on the study, a forecast is made that Japan will maintain a high level of public debt for the next five years.

Key words: Japan, public debt, stability factors of the Japanese financial system

About the author:

Raisa B. Nozdreva – Honored Scientist of Russian Federation, Doctor of Economics, Professor of the Department of Management, Marketing and External Economic Relations, MGIMO of the MFA of Russia. E-mail: svn200505@rambler.ru.

Conflict of Interests:

Author declares the absence the conflict of interests.

References:

- Nutahara K. 2015. Laffer curves in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies, Elsevier*. 36(C). P. 56–72. DOI: 10.1016/j.jjie.2015.02.002.
- Nakajima T., Takahashi S. 2017. The optimum quantity of debt for Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*. 46(C). P. 17–26. DOI: 10.1016/j.jjie.2017.08.002
- Takanori T. 2014. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Japanese Int. Economies*. 34. P. 315–335. DOI: 10.1016/j.jjie.2014.03.002
- Tamakoshi G., Hamori S. 2015. *The European Sovereign Debt Crisis and Its Impact on Financial Markets*. Routledge. P. 46–52.
- Doi T., Hoshi. T., Okimoto T. 2011. Japanese government debt and sustainability of fiscal policy. *Journal of the Japanese and International Economies, Elsevier*. (4). P. 414–433. DOI: 10.3386/w17305.
- Matsuoka H. 2015. Fiscal limits and sovereign default risk in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies, Elsevier*. 387. P. 13–30. DOI: 10.1016/j.jjie.2015.05.003
- Hansen G., Imrohoro S. 2016. Fiscal reform and government debt in Japan: A neoclassical perspective Review of Economic Dynamics. *Journal of the Japanese and International Economies, Elsevier*. Vol. 21. P. 201–224. DOI: 10.1016/j.red.2015.04.001
- Kenshiro N., Masaaki T. 2017. Financial Instability in Japan: Debt, Confidence, and Financial Structure. *Return of Marxian Macro-Dynamics in East Asia. Research in Political Economy*. Vol. 32. Emerald Publishing Limited. P. 39–61.
- Irwin T.C. 2015. Defining the Government's Debt and Deficit (November 2015). *IMF Working Paper*. No. 15/238. URL: <https://ssrn.com/abstract=2727183> (accessed 25.10.2019)

Leont'eva E. 2014. Yaponiya: perelom dolgosrochnykh tendentsii v ekonomicheskom razvitiit [Japan: Breaking Long-Term Trends in Economic Development]. *God planety*. 2014. P. 238–251.

Nozdreva R.B. 2015. Rynoch'naya ehkonomika i gosudarstvennoe planirovanie: zarubezhnyj opyt [Market Economy and State Planning: Foreign Experience]. *Vestnik MGIMO –Universiteta*. №6. P. 216–224.

Nozdreva R.B. 2017. Velikaya stagnaciya yaponskoj ehkonomiki [The Great Stagnation of the Japanese Economy]. *Mezhdunarodnye ehkonomicheskie otnosheniya: plyuralizm mnenij v ehpoheu peremen*. Pod red prof. Revenko L.S. Moscow: MGIMO-Universitet. P. 242–251.

Литература на русском языке

Леонтьева Е. 2014. Япония: перелом долгосрочных тенденций в экономическом развитии. *Год планеты*. С. 238-251

Ноздрева Р.Б. 2015. Рыночная экономика и государственное планирование: зарубежный опыт. *Вестник МГИМО –Университета*. № 6. С. 216–224.

Ноздрева Р.Б. 2017. Великая стагнация японской экономики. *Международные экономические отношения: плюрализм мнений в эпоху перемен*. Под ред. Ревенко Л.С. Москва: МГИМО-Университет. С. 242–251.