

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

モンゴル経済の現状と課題

～注目される国際収支の動向～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員

井上 裕介

inoue@iima.or.jp

<要約>

- モンゴルは 2000 年以降の国際商品市況の上昇に大きく恩恵を受けた国の一つである。同国の 1 人当たり GDP は 2000 年には 500 ドルにも満たなかったのが、2006 年には 1,000 ドルを超え、2013 年には 4,000 ドル近い水準まで増加した。
- 世界金融危機時の国際商品市況の急落を受けて 2009 年には国際通貨基金 (IMF) に財政支援を受けるなど経済危機に陥ったが、その後は商品価格の反発や大型鉱山開発向けの外国直接投資の大量流入、拡張的なマクロ経済政策などから、勢いを取り戻し、2011～2013 年にかけて 3 年連続の 2 桁成長を果たすなど、世界有数の高成長国となった。
- しかし、2014 年に入り景気減速が鮮明になってきている。これは、2012 年以降の資源価格の低迷による輸出の伸び悩み、不透明な投資環境を嫌気した外国直接投資の激減に加えて、2012 年後半から実施された景気刺激のための金融緩和政策や財政赤字の拡大などの副作用から国際収支が急激に悪化し外貨準備高が減少したことを受けて緊縮的なマクロ経済政策を採らざるを得なくなったためである。
- モンゴルは、豊富な鉱物・エネルギー資源の埋蔵量を誇り、資源開発投資や資源輸出などを通じて、長期的には所得水準の大幅な向上が期待される。しかし、短中期的には、対外債務のリファイナンスリスクが高まっており、国際商品市況もしくは外国直接投資の回復がなければ、再び経済危機に陥る可能性も否定できない。

1. モンゴル経済の概況

モンゴルは人口が約 300 万人に満たない、2013 年の名目 GDP も約 111 億ドルの小国である。人口の約半数が住んでいる首都のウランバートルは標高約 1,300 メートルの高地にあり、冬季にはマイナス 30℃を下回る日があるなど過酷な国土環境にある。

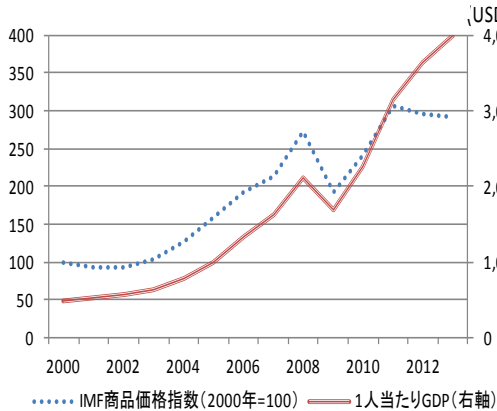
モンゴルは長らく旧ソビエト連邦の指導下による社会主義体制にあったため、現在の民主主義体制になってからまだ 20 年あまりと日が浅く、体制移行による混乱期には度重なる経済危機に見舞われてきた。

経済規模の小さいモンゴルが注目されるようになったのは、その豊富な埋蔵量を誇る天然資源である。21 世紀に入り、資源価格の上昇による輸出金額の増加から、所得水準が上昇し、1,000 ドルに満たなかった 1 人当たり GDP は 2008 年には 2,000 ドルを超える水準に倍増した。図表 1 の通り、モンゴルの所得水準の推移は概ね国際商品市況の推移と同じ動きをしてきた。

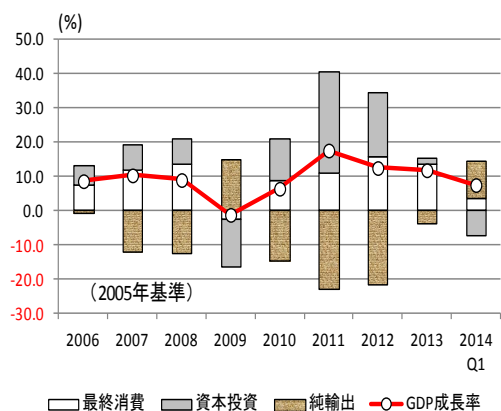
輸出金額に占める鉱物資源の割合も上昇を続け、2013 年には 90%に近い水準までになった。過去 10 年（2004～2013 年）の輸出依存度の平均は 45%前後となっており、経済に占める鉱物資源輸出の比率は極めて高い。

2011 年から 2012 年にかけては、世界有数の埋蔵量を誇るオユ・トルゴイ鉱山（銅・金）向けの海外直接投資が景気を押し上げたことから、2013 年には 1 人当たり GDP は約 4,000 ドルの水準まで上昇した。

図表 1 国際商品市況と
1 人当たり GDP の推移



図表 2 実質 GDP 成長率



(出所) IMF、モンゴル国家統計局データより筆者作成

2. モンゴル経済の現状

○外国直接投資の流入で急成長（2011～2012年前半）

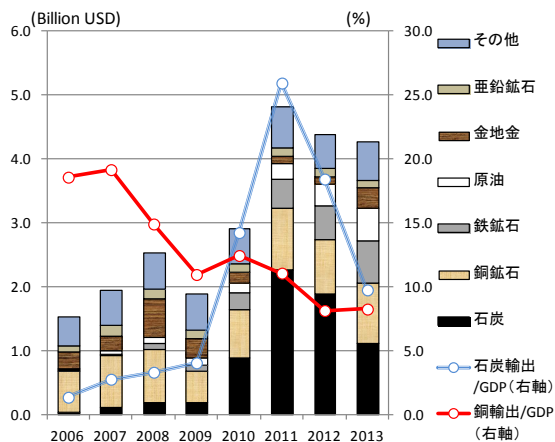
2009年3月、モンゴルの外貨準備高は輸入代金の約2カ月分の水準まで減少し、IMFより緊急財政（2.29億ドル）支援を受けることになった。世界金融危機によって主要輸出品である銅の市況が大幅に悪化したことが原因である。

しかしモンゴル経済は、中国の大規模な景気対策を受けた国際商品市況の急速な回復を受けてすぐに立ち直った。2009年10月には、カナダのアイバンホー・マインズ社（現：ターコイズ・ヒル・リソース社、2012年7月に英豪リオ・ティント社が株式の51%を取得している）と前述のオユ・トルゴイ鉱山（銅・金など）投資契約締結が決まり、将来有望な資源国として注目されるようになった。2011年から2012年にかけては、前述のオユ・トルゴイ鉱山の開発のための外国直接投資が大量に流入したこと、世界有数の石炭埋蔵量を誇るタバントルゴイ炭鉱の一部で石炭生産が本格化し、石炭輸出が大幅に増加したことなどから経済は急成長を果たし、経済成長率は2011年には17.5%、続く2012年も12.4%という高成長を達成した。

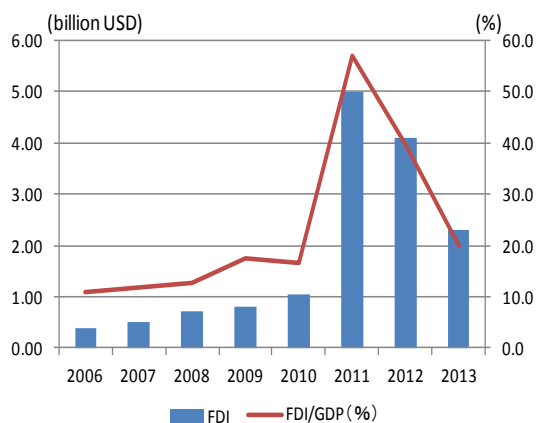
モンゴル外国投資貿易庁のデータによれば、海外からの対内直接投資は2011年には49.9億ドル、2012年には41億ドルとなった。これらの名目GDPに占める割合は、2011年には約57%、2012年には約40%まで達し、モンゴル経済を過熱化させた。

石炭の輸出金額も2010年の年間8.82億ドルから、2011年には、約258%増の22.73億ドルまで大幅に上昇し、GDPの約25%を占めるまでになった。全体の輸出金額も前年比+65.6%の48.18億ドルまで急増した。

図表3 輸出金額の推移



図表4 外国直接投資 (FDI)



(出所) モンゴル国家統計局、モンゴル外国投資貿易庁データより筆者作成

○国際商品市況の低迷と外国直接投資の減少から国際収支懸念が浮上（2012年後半～）

2013年は、過去2年間の成長ドライバーだった外国直接投資の流入が減少し、2012年後半以降石炭価格が下落に転じ輸出が停滞したことが重しになったものの、2桁成長を維持した。外国直接投資の減少と資源価格減少による海外資金の流入を、自国の緩和的な金融・財政政策で対応した。

2013年以降、外国直接投資が大幅に減少した最大の要因はオユ・トルゴイ鉱山開発が停滞したことである。同鉱山は、2013年7月に第1フェーズ（露天掘り）生産を開始し、その後第2フェーズに移行する予定だったが、モンゴル政府とリオ・ティント社による契約内容や課税に関する争議が起これ、第2フェーズの開始が延期され、オユ・トルゴイ鉱山開発向けの投資が激減したためである。オユ・トルゴイ鉱山開発の第2フェーズの投資規模は42億ドルといわれている。

また2011年にピークを打ち2012年中盤から鮮明になっていた石炭価格の下落に歯止めがかからず、石炭の輸出金額が大幅に減少したことも大きく影響した。2013年の石炭の輸出数量は前年比1割ほどの減少に留まっているものの、輸出価格はピークだった2011年第2四半期～第4四半期には1トン当たり110ドルを超えていたが、2012年以降下落を続け、2013年平均は60ドル前後、2014年平均は45ドル前後まで下落している。そのため2011年の石炭輸出価格を基準とすると、2013年以降は、年間約10億ドルの輸出金額が吹き飛んだ計算になる。これは2013年のモンゴルのGDPの約9%にあたる。2013年後半以降、オユ・トルゴイ鉱山の銅生産が始まったことから銅輸出が伸び、年後半にかけて石炭輸出金額の減少分を補ったが、2012年、2013年と2年続けて輸出金額が前年を下回った。

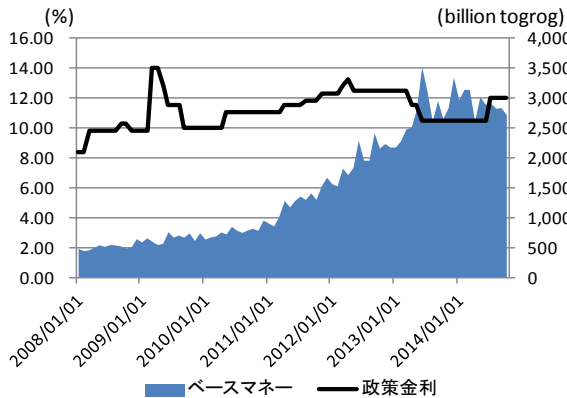
モンゴル政府は、上記の外国直接投資と石炭輸出金額の減少などによる海外資金流入の減少による経済の落ち込みを拡張的な金融・財政政策を導入することで、抑えようとした。

金融政策では、中央銀行による商業銀行への貸出を通じた資金供給策が強化された。2012年10月に政府と中央銀行間で署名された物価安定プログラムでは、特定セクター（燃料の輸入業者、食肉や小麦粉の生産者、建材の輸入業者）に財の供給価格の安定を約束させる代わりに低金利での長期貸し付けを行った。また2013年6月より実施されている住宅取得支援策では、2013年5月時点で市中の住宅ローン残高の利率の平均が16.6%だったところを、中央銀行からの低利貸出を通じて商業銀行が、対象者に利率8%で長期の住宅ローンの提供を開始した。さらに2013年4月と6月にそれぞれ1.0%ずつ

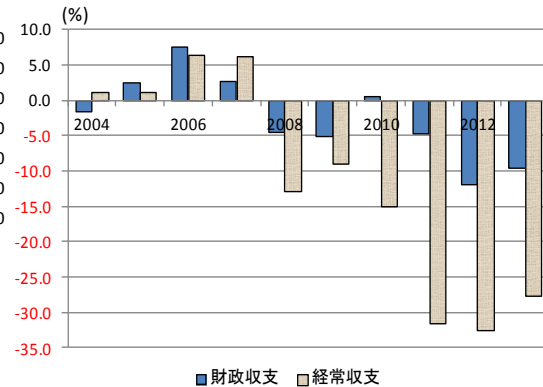
の政策金利を引き下げた（12.5%→10.5%）。こうした政策を受けて、中央銀行のマネタリーベースは急増し、2013年に入り民間銀行の貸出残高も急増することとなった。

財政政策では、財政安定法（Fiscal Stability Law）の施行から、2013年の財政赤字はGDP比2%以内におさまられたものの、財政安定法の対象には含まれていないモンゴル開発銀行による融資（政府保証付き）が公共のインフラ投資の受け皿となり、これらを合計した財政赤字は対GDP比で10%までのぼった。鉱山開発向けの資本財輸入が減少した一方で、中銀による住宅ローン支援策を受けた住宅建設の増加による建材や電化製品など輸入が拡大したことから、2013年の経常赤字は対GDP比で30%を超えた過去2年間に匹敵する水準まで増加した。

図表5 ベースマネーと政策金利



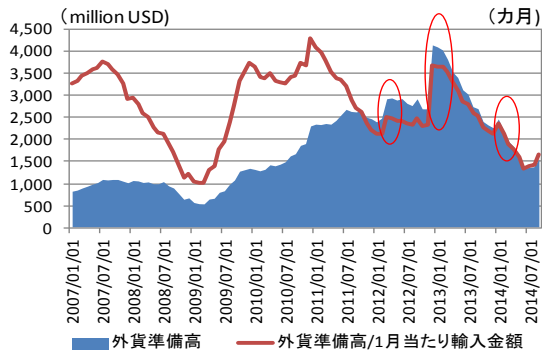
図表6 財政収支と経常収支



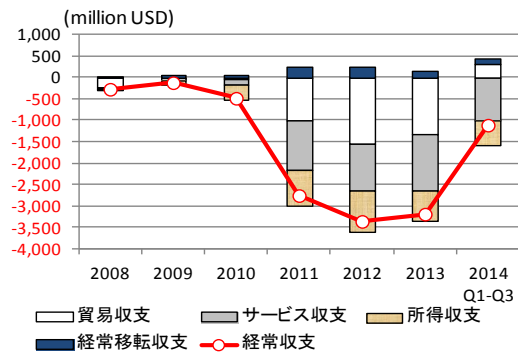
（出所）モンゴル中央銀行、IMFデータより筆者作成
 ※財政収支の数値には、モンゴル開発銀行による政府保証融資を含む。

2013年以降、外国直接投資や石炭輸出減少により外貨流入が激減したが、これらは2012年3月にモンゴル開発銀行が調達した5.8億ドルや同12月にモンゴル政府がチングス債（米ドル建て国債）で調達した15億ドルを含む外貨準備より補充されるようになり、外貨準備高は2013年以降、急減した。2014年10月末時点の外貨準備の水準は輸入金額の3カ月前後の水準と外貨準備の枯渇が警戒される水準の直前である。前回のIMF支援では、輸入金額の2カ月分を切ったラインで支援要請がされたので、現在の水準に当てはめると9.15億ドル前後（2013年11月～2014年10月の月ごとの輸入平均金額の2カ月分）があてはまる。2015年9月に3億ドルのドル建て債券の償還が控えていることを勘案すると12億ドル前後が最低ラインであることが想像され、現在の水準が瀬戸際に立たされていることがわかる。

図表7 外貨準備高



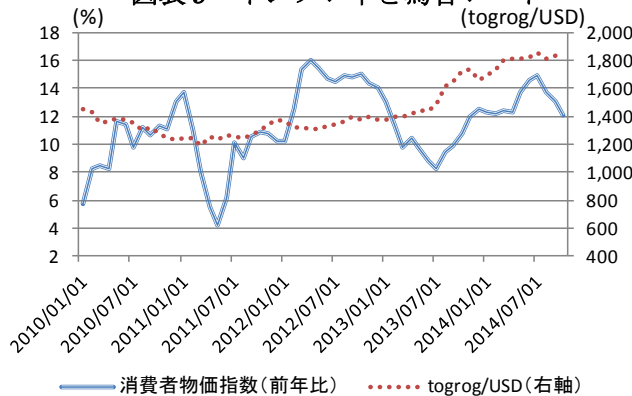
図表8 経常収支の内訳



(出所) モンゴル中央銀行、モンゴル国家統計局データより筆者作成

拡張的なマクロ経済政策や為替レート下落による輸入材価格の上昇を受けてインフレも加速している。2014年11月時点のインフレ率は11.5%と、2013年10月以降14カ月連続で年率10%を超えており、本国通貨であるトグログも海外との物価格差を反映して下落が続いている。前述の通り外貨準備が激減し、国際収支の維持が難しくなったことから、短期的には緊縮的なマクロ経済政策を採らざるを得ず、2014年の経済成長率は大幅に減速する見込みである。アジア開発銀行は、モンゴルの経済成長率予想を2014年は+9.5%から+6.0%に、2015年は+10.0%から+7.5%に引き下げている。

図表9 インフレ率と為替レート



(出所) モンゴル中央銀行、モンゴル国家統計局データより筆者作成

こうしたなか、2014年11月初旬には、景気減速やオユ・トルゴイ鉱山交渉の難航の責任を採らされる形で、アルタンホヤグ首相の辞職勧告決議案が賛成多数で可決され、政治面でのリスクが高まった。モンゴル前政権では、政権与党だった民主党と人民革命党の連立政権では、重要な法案を通すために必要な議員の3分の2の賛成票に満たず、

重要な法案が通らないという問題があった。オユ・トルゴイ鉱山投資に関する交渉の遅れや、後述する債務上限引き上げ法案の否決などの問題は、重要法案可決のために、野党の協力を得られなかったという政治の問題という側面も大きかった。

後任のサイハンビレグ新首相は、そのような問題を解決すべく野党人民党を含めた大連立政権構想を掲げ、結果的に大連立政権の樹立に成功した。そのため決められない政治リスクは当面後退したといえるが、2016年には総選挙を控えていることから、政治の安定には予断を許さないとみられる。

3. 財政収支の見通し

モンゴルの財政は、資源関連収入の比率が高く、資源価格の大幅な下落とともに、財政破綻を繰り返してきた。2008年の金融危機後には、国際金融機関の指導のもと、財政安定法の制定や財政安定化基金の創設など資源価格の変動による国家財政に対する影響を抑えるための枠組みを導入してきた。

財政政策では、従来はバラマキ的な側面が強かったが、2013年度予算より財政安定法を遵守した形（財政赤字はGDP比2%以内に抑制する、歳出の伸びは非資源セクターのGDP成長率の過去12年間の平均を上回らないようにする）で、予算が組まれるようになったため、それまでの際限のない拡大には歯止めがかかるようになった。モンゴル政府が公表している財政収支をもとに試算すると、2013年の財政赤字は対GDP比で1.6%（2011年5.8%、2012年6.8%）に抑えられた。

また主要な歳入源である資源関連収入についても過去の長期にわたる平均価格（過去12年の資源価格の移動平均と現時点を含む今後4年の予測）から予算を組んでいるため、資源価格の見通しの甘さという歳入の下振れ要因は回避できるようになるとみられる。しかし、現状では、歳入の下振れリスクを勘案せずに、予算の段階で財政赤字GDP比2%に抑えるよう予算を組んでおり、現在のような資源価格が下落している場面においては、バッファーを見ていない点には注意が必要である。

IMFなどの国際機関は、モンゴルの財政収支について、モンゴル開発銀行の融資残高も政府の歳出にカウントして算出している。そのため、モンゴル政府発表の数値よりも財政赤字の規模が大きくなっている。モンゴル開発銀行の融資は政府保証が付いており、多くの場合、道路などのそれ自体では収益を生まないインフラ向けに融資されているため、このような対応が採られている。

政府債務残高については、財政安定法において、2014年以降、GDP比で40%以内に抑えることが定められている。しかしこのままでいけば2014年の数値は、GDP比40%を超える見込みである。モンゴル政府もこの事態を把握しており、2013年より議会において、債務上限の引き上げ案を再度提出してきたが、野党の賛成を得られず否決されている。債務上限のため、インフラ投資のための資金調達に歯止めがかかっており、今後の成長の足かせになると同時に、法律遵守への姿勢にも懸念がもたれる。

財政安定化基金は、銅の輸出金額が世界1位であるチリなどに倣って、IMFや世界銀行の支援を受け創設されたものである。これは資源価格の変動による財政収入の増減を和らげるために作られたものであり、予算以上の資源関連収入がある場合、基金に組み入れる制度である。ただ同基金の運営が始まったのが2011年からであり、資源価格のこれ以上の下落に耐えるための十分な資金がまだ貯蓄されていないとみられる。

4. 国際収支の見通し

モンゴル政府が国際資本市場において、2012年12月に15億ドルのチンギス債を発行して以来、約2年が経過した。この時の起債は、財政安定法による健全な財政政策の約束とオユ・トルゴイ案件の将来性に信認を得て実現したものだが、現在では、モンゴル開発銀行による影の財政支出、債務上限を上回る規模の政府債務残高の拡大、オユ・トルゴイ案件の暗礁などから、市場の期待を裏切る結果となっている。

モンゴル政府および企業は2012年以降、国際資本市場において債券による外貨調達を活発化させた。モンゴル関連の債券市場における外貨調達は2010～2013年までの期間で約34億ドルにもものぼる。調達された外貨は、鉱山開発やインフラ投資、またバラマキのための財政支出の原資とされた。

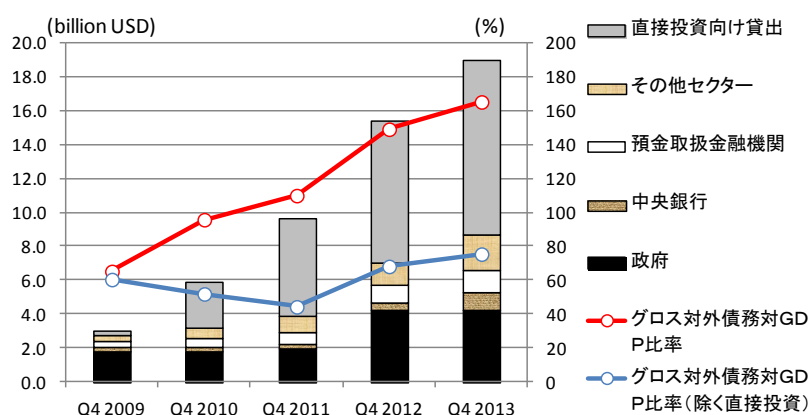
2014年10月末時点での外貨準備高は約14億ドルまで減少しており、2014年1～9月期の経常赤字（約11.1億ドル）を考慮すると、現状のような外国からの資金流入が停滞している状況が続くと、約1年で外貨準備が枯渇してしまう計算になる。さらに2009年第4四半期から2013年第4四半期の4年で、GDP比のグロス対外債務は、約65%から約185%に拡大しており、債務負担も大きくなっている。2014年は大手格付会社による格下げも相次ぎ、国際商品市況に逆風が吹いていることを踏まえると、今後、国際資本市場で外貨を調達しようとする場合は、前回ほどいい条件では起債できないだろう。

図表 10 モンゴルの長期発行体信用格付け（外貨建て）

| 格付会社 | 格付 | 備考 |
|---------|----|-------------------------------|
| S&P | B+ | 2014/4/29にBB-から格下げ 見通しは安定的 |
| Moody's | B2 | 2014/7/17にB1から格下げ |
| Fitch | B+ | 見通しはネガティブ |

（出所） Thomson Reuters

図表 11 グロス対外債務



（出所） モンゴル中央銀行、IMF データより筆者作成

モンゴルの外貨フローについては、好ましい理由ばかりではないものの、改善の兆しがみられる。オユ・トルゴイ鉱山の投資再開の遅れから、外国直接投資が減少しているものの、資源開発の一服により投資関連の財の輸入が減少したこと、オユ・トルゴイ鉱山の本格稼働により、銅の輸出金額が大幅に増加したことなどから、2013 年後半以降貿易赤字は急速に減少し、2014 年 1～10 月では貿易黒字を計上している。利払いなどによる外貨支払いがあることから、経常赤字は続くと思われるが、過去 3 年と比較して 2014 年以降は大幅に縮小するだろう。

モンゴルの外貨準備の持続性をみる上で最初の山場は 2015 年 9 月の国内第 2 位の商業銀行である貿易開発銀行の 3 億ドルの外債の償還になるとみられる。国際金融資本市場で調達された外貨建債券の償還スケジュールをみると、2015 年第 3 四半期～第 4 四半期にかけて 3.25 億ドル、2017 年第 1 四半期に 12.95 億ドルの債券償還用の外貨が必要になる。この頃までに新たな外貨の借入の目途をつける、もしくは貿易黒字の拡大から、外貨のフローでの獲得金額を増やすなどの策を打たなければならない。

図表 12 外貨建債券の償還スケジュール

| 発行体 | 発行日 | 償還日 | 残高 (million) | 通貨 | USD換算 残高(million) | クーポン | 年利払 (million USD) |
|-------------|------------|------------|-----------------|-----|----------------------|--------|----------------------|
| 貿易開発銀行 | 2012/9/20 | 2015/9/20 | 300 | USD | 300 | 8.500 | 25.5 |
| 貿易開発銀行 | 2010/11/16 | 2015/11/17 | 25 | USD | 25 | 12.500 | 3.1 |
| 貿易開発銀行 | 2014/1/21 | 2017/1/21 | 700 | CNY | 115 | 10.000 | 11.5 |
| モンゴル開発銀行 | 2012/3/21 | 2017/3/21 | 580 | USD | 580 | 5.750 | 33.4 |
| モンゴリアンマイニング | 2012/3/29 | 2017/3/29 | 600 | USD | 600 | 8.875 | 53.3 |
| モンゴル政府 | 2012/12/5 | 2018/1/5 | 500 | USD | 500 | 4.125 | 20.6 |
| モンゴル政府 | 2012/12/5 | 2022/12/5 | 1,000 | USD | 1,000 | 5.125 | 51.3 |
| モンゴル開発銀行 | 2013/12/25 | 2023/12/25 | 30,000 | JPY | 261 | 1.520 | 4.0 |
| 合計 | | | | | 3,381 | | 202.5 |

(出所) Thomson Reuters データより筆者作成

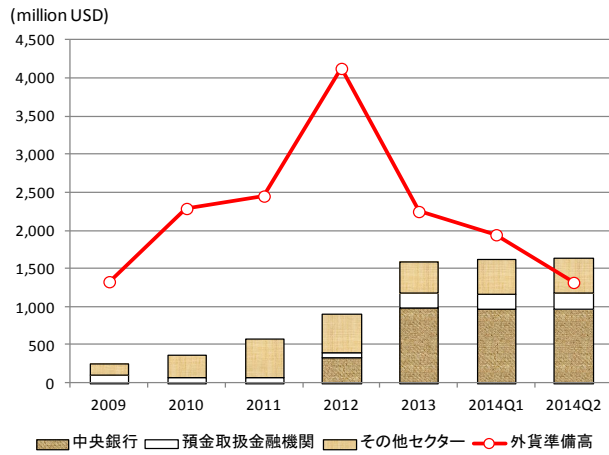
※1USD=115JPY、1USD=6.1CNY で換算

※年利払は残高×クーポン/100 で計算

モンゴルの国際収支フローが息詰まるなか、これまで警戒感を露わにしていた中国へのすり寄りがみられるようになってきた。中国が中心となり設立されるアジアインフラ投資銀行への参加や、中国人民銀行からモンゴル向けへのクレジットラインの設定、2014年8月21日にはモンゴル中央銀行は中国人民銀行との人民元スワップを再延長し、金額枠も100億元から150億元に拡大するなど、外貨資金繰り面での中国依存が強まってきている。

2013年末に、モンゴル中央銀行の短期対外債務が増加しているのは、同銀行が、外貨準備高減少を緩和させるために、中国とのスワップ協定に基づき、中国人民銀行とスワップした人民元を外貨準備高に組み入れているためと言われている。2013年のモンゴルの輸入相手国に占める中国の割合は28.7%と最も大きいことから、人民元の流動性が供給されることは外貨資金繰りにおいてかなり効果が大きい。モンゴル中央銀行分を含めたグロス短期対外債務は2014年第2四半期には外貨準備高を上回っており、モンゴルの外貨資金繰りの困窮が見て取れる。

図表 13 グロス短期対外債務と外貨準備高

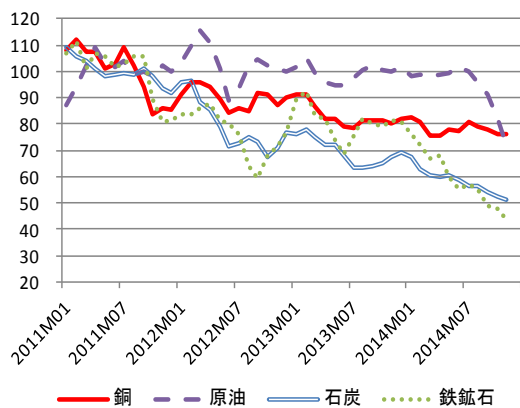


(出所) モンゴル中央銀行データより筆者作成

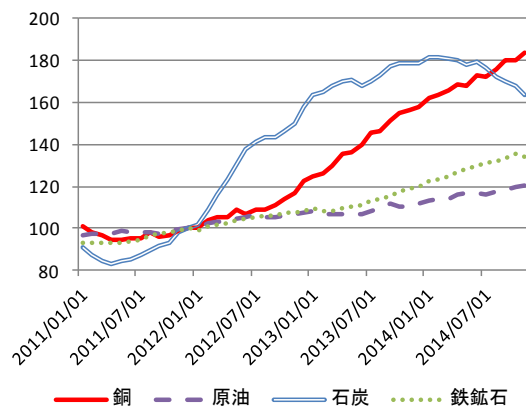
国際商品価格の動向もモンゴルの国際収支を占う上で重要である。2014 年時点での輸出シェア上位である銅、石炭、原油、鉄鉱石などの動向はダイレクトに同国の国際収支のみならず財政収支にも影響を及ぼす。またこれら資源の輸出先はほぼ中国向けなので、国際商品市況とともに、中国経済の影響が大きい。

現在の国際商品市況と中国経済の環境はモンゴルの国際収支にとって追い風が吹いているとはいえない。国際商品市況では、主要輸出品の価格が軒並み下落基調にある一方、中国の輸入数量の状況は、モンゴルの輸出環境にとっては強弱まちまちである。石炭の輸入数量が減少に転じている一方、銅は堅調に推移している。

図表 14 品目別商品価格の推移



図表 15 中国品目別輸入数量の推移



(出所) IMF、中国税関、中国国家統計局データより筆者作成

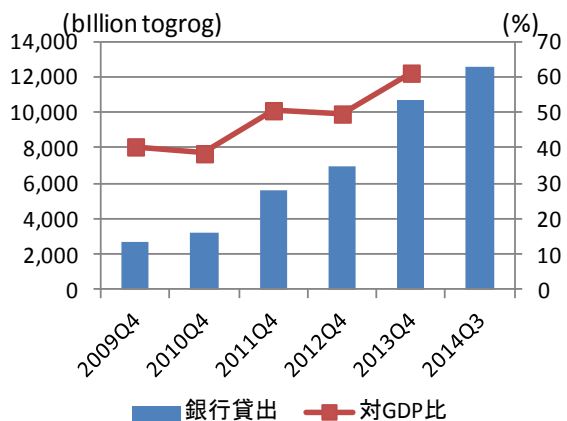
(注) 図表 14、15 とも 2011 年の数値を 100 をとして指数化。図表 15 は過去 12 カ月移動平均

5. 銀行セクターの見通し

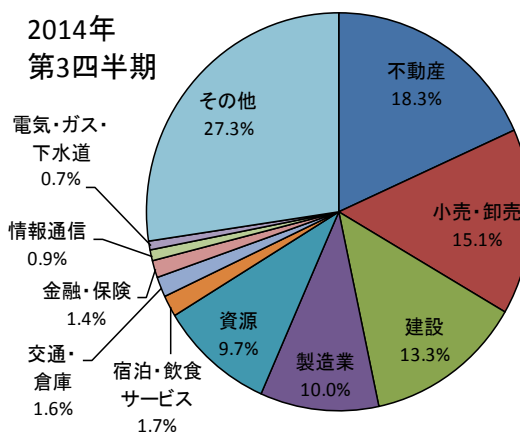
モンゴルの銀行セクターは2008～2009年の金融危機時に大打撃を受けたが、2011年以降は経済の高成長に合わせて急速なペースで拡大した。2014年9月末の銀行融資残高は12兆5,500億トグログ（約66億ドル）となっているおり、2009年末と比較すると6倍近い規模まで拡大した。特に外国直接投資が急増した2011年（+73.4%）や中央銀行による金融緩和策が実施された2013年（+54.4%）は、銀行貸出の伸びが大きかった。銀行貸出残高の対GDP比率も2013年末時点で、55.4%まで拡大した。

セクター別では、不動産、建設、資源が2011年から2013年にかけての銀行貸出拡大のメインドライバーとなった。しかし2014年に入り、資源や小売・卸売などは貸出ペースが急速に鈍化している。2014年9月末と2013年末の銀行貸出残高を比較すると全体では17.1%増加している一方、資源と小売・卸売の貸出残高は逆に減少している。現在の銀行貸出増加を牽引しているのは不動産セクターである。2014年9月末の銀行貸出残高は2013年末と比較して、全体のペースを上回る+29.6%と依然として堅調なペースで増加している。

図表16 銀行貸出と対GDP比



図表17 セクター別銀行貸出シェア

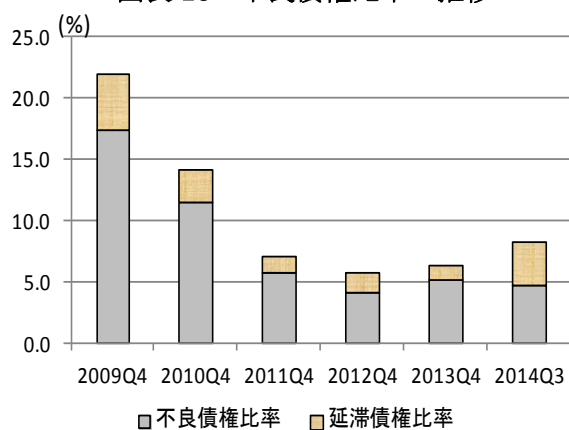


(出所) モンゴル中央銀行、IMF データより筆者作成

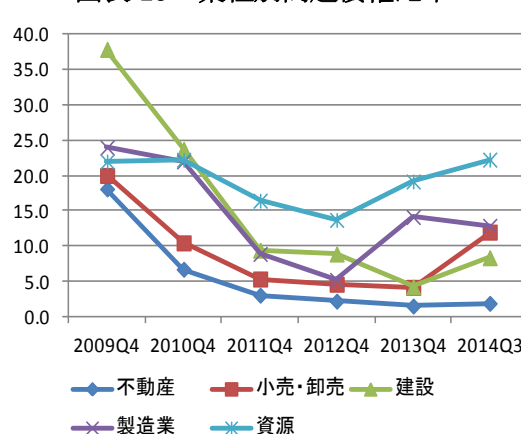
2014年に入り、銀行セクターの資産の質に悪化がみられる。延滞債権の増加がみられ、銀行貸出に占める問題債権（延滞債権＋不良債権）の比率が上昇している。特に鉱業や小売・卸売の問題債権の比率が高まっており、鉱業セクターの問題債権比率は20%を上回り、製造業、小売・卸売などのセクターも10%を上回る水準まで問題債権の比率が上昇している。

今後問題債権の増加が予想されるのは、不動産セクターである。これは 2013 年 6 月より実施されている政府主導の住宅取得支援策により、住宅ローン向け融資が急速に拡大している一方で、モンゴル国内の経済成長が減速し、借り手の返済能力に問題が生じているからである。この住宅支援策では、中央銀行が政策金利を大幅に下回る、4%の金利で商業銀行に資金を供給し、商業銀行が 8%の金利で住宅取得希望者に融資を実施するものである。2014 年 10 月時点で、モンゴルの住宅ローン残高の約 70%を同支援策による融資が占める。2014 年 7-9 月期の不動産セクターの延滞債権残高が 2013 年末と比較して 3 倍の金額となっていることに加えて、2014 年 10 月には、それまで 0.5%前後で推移していた住宅ローン残高に占める延滞債権の比率が 2.2%まで上昇しており、住宅ローンを中心とした不動産セクター向け融資のリスクが顕在化してきている。

図表 18 不良債権比率の推移



図表 19 業種別問題債権比率



(出所) モンゴル中央銀行データより筆者作成

6. モンゴルの海外直接投資受け入れ体制はまだ信認を得られていない。

2012 年 4 月、中国の資源会社中国アルミニウム社がカナダのアイバンホー・マインズ社よりモンゴル石炭大手サウスゴビ・リソース社の株式を取得することが発表された。これを受けて、資源の輸出先である中国国営企業に価格交渉力を握られるのではないかという懸念から、モンゴル政府がこの買収にストップをかけた。モンゴル政府は 2012 年 5 月に戦略セクター（鉱業、銀行、金融、メディア、情報通信など）への過半出資に対して事前に政府の了承を取り付けるように義務付けた外国投資管理法を導入した。これは輸出相手国である国営の中国企業に対する買収防止策として意識されて設定されたものだったが、海外企業の間にはモンゴルの外資受け入れ政策の不透明感が広がり投資

控えが広がった。

さらにもう一つの大型案件であるタバントルゴイに関しても、投資家の不信感は強い。同炭鉱の開発に係る外国企業への入札が 2011 年に実施されたが、入札結果について落選となった日本や韓国系企業によって手順が不透明であるとクレームをつけられたことから、入札がやり直しとなった。なお同炭鉱の入札は、2012 年以降の石炭価格の下落を受けて、モンゴル政府が周辺地域のインフラ整備を優先したことから延期となっていたが、2014 年 12 月に再入札が発表された。

対内直接投資の激減による景気減速、経常赤字の拡大を受けてモンゴル政府は、外資進出の障害となった投資政策の変更を余儀なくされた。2013 年 10 月には外国投資管理法を廃案として、新たに投資法を制定し、外国直接投資の再流入を図るなど、表面上は投資環境の改善がみられるように見える。

ただオユ・トルゴイ鉱山開発の追加投資について、リオ・ティント社と国営オユ・トルゴイ社の間で交渉が決着しておらず、資源開発の停滞に懸念が強まっている。前述の通り 2014 年 11 月には、交渉不発の責任追及から、アンタンホヤグ首相が解任になるなど、オユ・トルゴイ鉱山の動向自体が政治リスクになってきている。リオ・ティント社との交渉も年越しする見込みである。外国企業からはオユ・トルゴイ鉱山案件の係争内容自体が、モンゴルの投資環境そのものを映していると捉えられており、オユ・トルゴイ鉱山案件の決着如何では、外国直接投資をさらに遠ざけてしまう恐れがある。

7. オユ・トルゴイ協議の進展が当面の試金石になるだろう

世界金融危機以降の 2 桁成長を続けたモンゴル経済の成長は、オユ・トルゴイ鉱山をはじめとする資源開発のための外国直接投資の流入と、国際商品市況の回復による資源輸出の拡大にほぼ依存する形で実現されてきた。

これらの同国の成長モデルが、2012 年後半以降、外資規制の強化、不透明なタバントルゴイ炭鉱の入札、オユ・トルゴイ鉱山開発における課税や権益に関するリオ・ティント社と政府の対立など、モンゴル政府の資源ナショナリズム的対応による外国直接投資の減少と、石炭価格の急落をはじめとする国際商品市況の伸び悩みから、崩れようとしている。外国直接投資の回復や資源輸出の拡大がみられない限りは、短期的には緊縮的な金融財政政策を採らざるを得ず、大幅な景気減速は避けられない。

中長期的には、資源輸出の拡大から経常黒字に転換し、経済の安定成長が期待される

ものの、足元の外貨資金繰りの行き詰まりは、その将来性を否定しかねない。外貨建債券償還の山場である2015年9月と2017年第1四半期までに外貨の資金繰りを改善させることができるか、そのためにも今後の外国直接投資の流入の行方を占うであろうリオ・ティント社とのオユ・トルゴイ案件の交渉妥結をモンゴル政府が実現できるかどうかは今後のモンゴル経済の試金石となるであろう。

補論：カタールおよびチリの所得水準の推移

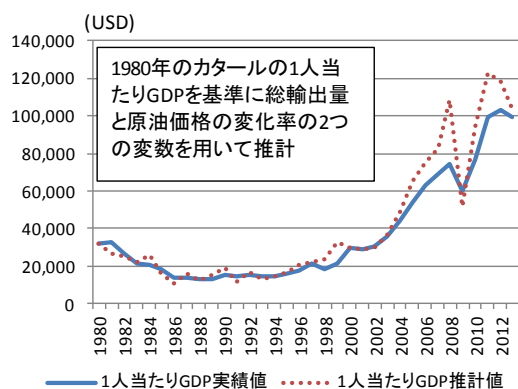
外国直接投資や資源価格の見通しの不透明さから、期待感が弱まっているモンゴルであるが、もしも資源開発および資源輸出の拡大にこぎつけることができれば、どの程度の経済成長を遂げられるのかについて過去の資源国の成長局面から考察する。

中東の原油・天然ガス輸出の代表国の一つであるカタールと、ラテンアメリカの優等生と言われ世界一の銅輸出国であるチリの1人当たりGDPと資源価格および輸出量の関係を推計したのが下記のグラフである。

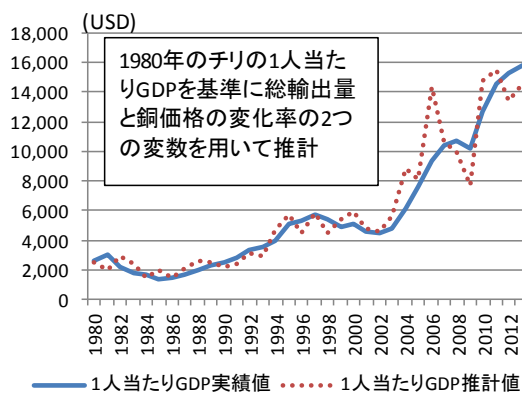
カタール、チリの両国も2000年代のモンゴルと同じように国際商品市況の高騰を受けて大幅に所得水準を向上させたことがわかる。両国は価格上昇と資源の輸出数量の増加の両輪で2000年代以降、所得水準を向上させた。

モンゴルもここで挙げた2国のような国民所得の増加が期待されていたが、資源価格、輸出数量の2つのうち、資源価格の面でブレーキがかかっているのが、同国にとって誤算であろう。カタール、チリともに資源価格が低迷した時期においては、1人当たりGDPの伸びも停滞がみられる。

図表 20 カタールの1人当たりGDP



図表 21 チリの1人当たりGDP



以上

<参考資料>

- ・ World Bank “Mongolia Economic Update June 2014”, June, 2014
- ・ IMF “MONGOLIA 2013 ARTICLE IV CONSULTATION—STAFF REPORT”, March, 2014
- ・ U.S. Department of States “2014 Investment Climate Statement – Mongolia”, June, 2014
- ・ 井上 裕介、「モンゴル銀行セクターの現状 ～高成長続くが信用バブルの懸念も残る～」、国際通貨研究所 Newsletter 2014 年第 17 号、2014 年 3 月
- ・ 在モンゴル日本国大使館 週報レポート

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2015 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>