



モンゴル経済の現状について

～IMF の支援プログラム期限と総選挙を来年に控えて～

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員
梅原 直樹
umehara@iima.or.jp

<要旨>

1. モンゴルは、中国とロシアに挟まれた約 160 平方キロの広大な国土を有する。人口は約 320 万人で、約半数が首都ウランバートルに居住する。政治は、1990 年以降、民主主義体制が選択され、経済は市場経済に移行している。伝統産業はヤギ・羊等の遊牧・放牧であるが、近年は、銅・石炭・金など様々な地下資源を生かした鉱山業が盛んである。好不況のギャップが激しい経済構造になっており、現在、国際社会の支援を得ながら、経済構造の改革に取り組んでいる。2017 年 5 月に導入された国際通貨基金（IMF）の 3 年間の拡大信用供与プログラムは、2020 年上半期に一旦終了することになる。
2. モンゴル経済は、グローバル経済危機が過ぎ去った後、活況を呈し、2012 年には国際市場で米ドル建て債を発行し、国土開発を進めた。しかし、その後は、資源価格が低迷したことから、2016 年以降、対外債務の償還見込みが立たなくなり苦境に陥った。2015 年 12 月にはオユ・トルゴイ鉱山の第 2 期プロジェクトに関して、総額 44 億米ドルの資金調達案がまとまったものの、総選挙後に誕生した人民党政権は、2017 年にはいり、IMF に対して支援要請をすることになった。IMF は同年 5 月の理事会で 4.3 億米ドル相当の、3 年間の拡大信用供与措置（EFF）プログラムを承認し、同時に世界銀行、アジア開発銀行、中国、日本、韓国による総額 55 億米ドルに上る支援パッケージがまとめられた。これにより、モンゴルは国際的な信認を取り戻し、引き続き脆弱性を抱えながらも、足元

では小康状態を保っている。

3. モンゴルでは、地下資源の開発を進める過程で汚職が誘発されて、2010年代には資源ナショナリズムが叫ばれるようになった。これに、経済苦境が重なったことで、モンゴルの内政は不安定化していった。2016年6月の総選挙では人民党が圧勝し、与野党が逆転、人民党による内閣が組閣された。しかし、人民党の党内はまとまらず、内政は不安定な状態が続き、2017年6月の大統領選挙では民主党のバートルガ氏が大統領に選出された。2020年に4年に1度の総選挙を控えて、2018年11月、国会は2019年予算を承認したが、これは財政支出を拡大させる赤字予算となった。次回総選挙の予想は難しいが、前回2016年でみられた与野党逆転が起こるような荒れ模様にはならず穏当な結果になる可能性が考えられる。
4. 2017年に始まったIMFのEFFプログラムは、2018年11月で折り返し点を経過した。前半は、財政規律の強化、健全化が目指され、国際社会の資金支援によってデフォルトの危機は逃れられた。後半の改革の焦点は、民間銀行が抱える不良債権を実際に処理し、増資によって自己資本を充実させ、金融システムを健全にすることであった。しかし、この実施状況は不十分とみて、IMFは現在、追加資金の貸付け実行を差し止めている。モンゴルは来年の総選挙を前にして、銀行改革に踏み込めなくなった可能性がある。また、間接的な原因としては、モンゴル政府が2019年予算を赤字予算としたことで、IMFの見方が、より慎重なものになった可能性も考えられる。いずれにしても、銀行セクター改革は、IMFの支援プログラムが終了しても、世界銀行等に引き継がれ、中長期的に実施されていくことになると思われる。
5. モンゴル経済は、外部からの衝撃に対する脆弱性を抱える。それに対するバッファーを厚くしていく努力が欠かせない。足元で、外貨準備は健全なレベルに回復したが、国際的な支援に頼って実現したものであり、引き続き脆弱であることに変わりはない。当面の国際収支についての懸念はないとしても、中長期的な債務管理の計画を立て、財政規律を維持していくことは、欠かせない。モンゴル経済に最も大きな影響を与える中国経済は、緩やかな減速が見込まれ、資源価格も再び下落する可能性があり、現在の小康状態に甘んじることなく、中長期的な改革モメンタムを維持、強化していく必要がある。
6. モンゴルでは、現在、長期国家発展計画を策定中であり、これに伴う憲法改正も検討されている模様である。いずれにせよ、長期的な投資環境を安定させ、モンゴル国民の利益と外国資本の利益をうまくバランスさせていくことが、今後とも重要と考えられる。

<本文>

1. はじめに

モンゴルは、中国とロシアに挟まれた約 160 平方キロの国土を有し、人口は約 320 万人、人口密度は 2 人/平方キロである。人口の約半数が首都ウランバートルに居住し、これに伴う衛生問題、大気汚染、貧富の差などの都市問題が生じている。政治体制は 1990 年以降、民主主義体制を採用し、経済は市場経済に移行している。4 年に 1 度、国家大会議¹（国会）の総選挙が行われ、翌年には大統領選挙が行われる。

伝統産業は、ヤギ・羊等の遊牧、放牧であるが、銅・石炭・金など様々な地下資源が発見されたことから、近年は鉱山業が盛んである。しかし、鉱山開発に伴う外資との契約を巡り様々な疑義が生じ、資源ナショナリズムを誘発しただけではなく、政治家の汚職が次々に明るみに出て、政治は動揺した。経済は、天然資源の輸出に大きく依存し、輸出先の 9 割が中国向けとなっているため、資源価格と中国の景気動向に左右され易く、好不況のギャップが激しい経済構造となっている。現在、国際通貨基金（IMF）を筆頭にした国際社会からの支援を得て、経済構造の改革に取り組んでいる。

本稿は、来年 2020 年上半期に IMF の 3 年間の支援プログラムが期限を迎え、さらに同年 6 月に総選挙、その翌年 2021 年に大統領選挙を控えるモンゴルの政治・経済について概観し、将来のリスクについて考察を加える。

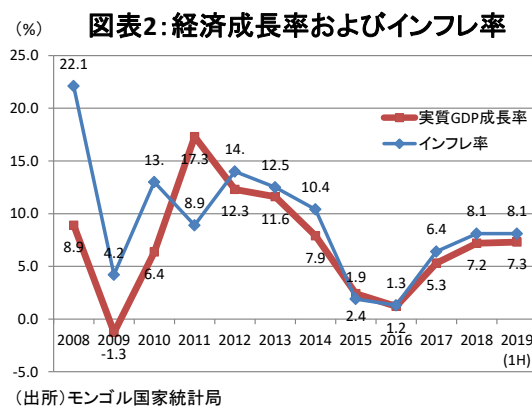
2. モンゴルの経済概況

(1) 2008 年から 2012 年頃までのモンゴル経済

モンゴルは、2008 年のグローバル金融危機後、資源価格の急落により国際収支が急速に悪化、翌 2009 年には IMF のスタนด์バイクレジットによる支援を受けた²。その後、2010 年頃には資源価格は持ち直し（図表 1）、海外からも鉱山開発に関連する投資が流入したことで、モンゴル経済は活況を呈し、2011 年から 3 年連続で 2 桁の実質 GDP 成長率を達成した（図表 2）。そうしたなかでモンゴル政府は 2012 年、国際金融市場で米ドル建国債（チンギス債）を発行し、積極的な財政政策を通じて、国内の道路整備等のインフラ建設を推進した。

¹ モンゴルにおける国会は一院制で、定数は 76 議席である。

² これはモンゴルが IMF から受けた 3 度目の支援である。



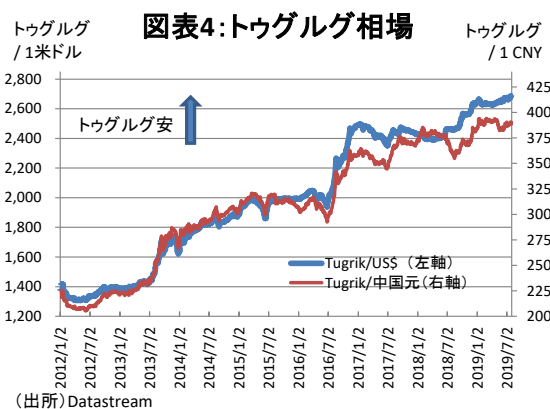
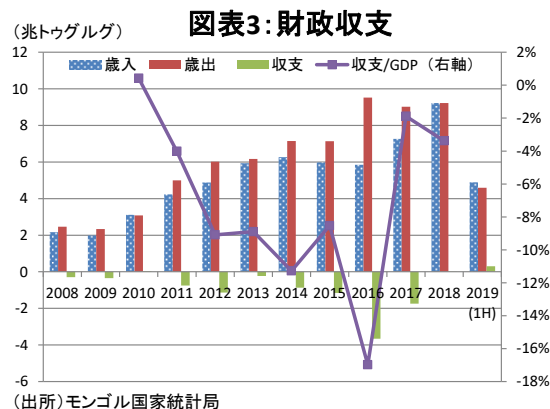
(2) 低迷が深まり、苦境に陥ったモンゴル経済

しかし、資源価格は 2011 年頃には早くもピークアウトし（図表 1）、その後は、長期低迷の局面に入った。モンゴルにとって輸出先として重要な中国は、グローバル金融危機の後に実施された景気刺激策が一巡すると、緩やかな景気減速の局面に入った。また、景気刺激の過程で生じた過剰な投資や在庫の後処理を迫られることにもなった。こうした外部環境の変化のなかで、モンゴル経済は 2013 年以降、急速な減速局面に入っていた。

2013 年の実質 GDP 成長率は前年比+11.6%と、2 桁成長を維持したものの、2014 年には同+7.9%、2015 年には同+2.4%に減速し、2016 年には同+1.2%の底をつけた（図表 2）。この間に財政収支も悪化していき、名目 GDP 比の財政赤字幅は 2016 年に約 17%に拡大した（図表 3）。国際収支に関しては、経常収支が資源価格の下落に伴う輸出不振で悪化、外国直接投資も資源ナショナリズムの高まりによる投資環境の悪化が警戒されて、流入が停滞した。通貨トゥグルグの為替相場も下落を続け（図表 4）、消費財輸入の抑制が必要な状況にまで追い込まれた。外貨準備高もこれに伴い低下し、2015 年には輸入の 4 カ月分を若干上回るのが精一杯となり（図表 5）、モンゴル中央銀行が中国の中央銀行と締結した地場通貨建て通貨スワップ協定³に頼らざるを得ない状況に陥った。このように、豊富な地下資源に恵まれたモンゴルのマクロ経済は、2017 年の初頭にかけて下降スパイラルに陥った。

特に 2015 年から 2016 年にかけては、2016 年 6 月に総選挙、翌々年には大統領選挙を控えるなかで、経済が急激に悪化し、2016 年夏以降、海外の大手信用格付機関が実際にソブリン債務付引き下げたことで、翌 2017 年に期限を迎えようとしていたチンギス債の償還見通しは益々困難になり、デフォルト懸念が忍び寄る苦境に陥った。

³ 中国が人民元の国際化を推進したことに伴い、2011 年には 50 億元相当、2013 年には 100 億元相当、2017 年には 150 億元相当（22 億米ドル相当）の、現地通貨建て通貨スワップ協定がモンゴルと中国の中央銀行間で締結された。



図表5: モンゴルの国際収支および外貨準備高の推移

(単位: 百万米ドル)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
I. 経常収支	-885	-4,512	-5,381	-4,732	-1,934	-948	-700	-1,155	-2,207
貿易・サービス収支	-475	-3,517	-4,456	-3,918	-1,111	-153	0	278	-1,303
貿易収支	-172	-2,669	-3,030	-2,608	178	563	1,338	1,494	676
輸出	2,908	4,056	3,800	3,789	5,471	4,446	4,804	5,834	6,557
輸入	3,080	6,725	6,830	6,397	5,293	3,884	3,466	4,341	5,881
サービス収支	-303	-848	-1,426	-1,310	-1,289	-715	-1,338	-1,216	-1,978
輸出	486	521	652	689	607	689	801	966	1,112
輸入	789	1,369	2,077	1,999	1,896	1,404	2,139	2,182	3,090
第一次所得収支	-598	-1,243	-1,167	-963	-973	-970	-911	-1,613	-1,228
第二次所得収支	187	248	242	149	150	174	212	180	324
II. 資本移転等	152	130	142	141	136	116	91	78	92
III. 金融収支 ※	-796	-4,565	-5,050	-4,675	-1,975	-1,056	-830	-1,139	-2,233
直接投資	-1,629	-4,477	-4,208	-2,019	-231	-83	4,171	-1,446	-2,137
証券投資	-894	-73	-2,300	161	-270	-248	-487	-493	-61
金融派生商品	0	0	0	0	-1	-1	38	17	-13
その他投資	836	-29	-146	-858	-941	-453	-4,534	-795	16
外貨準備	892	14	1,604	-1,960	-533	-271	-18	1,577	-38
IV. 誤差脱漏	-62	-182	188	-84	-176	-223	-221	-62	-118

※ 金融収支のプラス(+)は純資産の増加、マイナス(-)は純資産の減少を示す

外貨準備高	2,700	2,847	4,125	2,165	1,650	1,323	1,296	3,008	3,542
(輸入Xカ月)	10.5	5.1	7.2	4.1	3.7	4.1	4.5	8.3	7.2

(出所) モンゴル中央銀行

(3) オユ・トルゴイ鉱山第2期プロジェクトは前進

2015年には、モンゴル経済にとって前向きなニュースもあった。12月、オユ・トルゴイ鉱山⁴の第2期プロジェクトに関し、総額44億米ドルの資金調達案が、3年越しの交渉の末にまとまった。オユ・トルゴイ鉱山は、銅および金の巨大な埋蔵量を誇り、モンゴルにおける鉱山開発の最大級のプロジェクトである。第1期の露天掘りは2010年に建設が始まり、2013年より操業が行われているが、第2期は坑内掘りのプロジェクトであり、

⁴ オユ・トルゴイ社は、モンゴル政府系のエルデネス・オユ・トルゴイ社が34%、カナダ籍のターコイズ・ヒル・リソーシズ社が66%を出資する合弁会社である。ターコイズ・ヒル・リソーシズ社には英豪鉱山開発大手のリオ・ティント社が過半出資しており、鉱山開発はリオ・ティント社が行う。オユ・トルゴイ鉱山の概要は以下のリオ・ティント社のサイトを参照。

https://www.riotinto.com/ourcommitment/spotlight-18130_19699.aspx

これで鉱山全体の 8 割が掘り出されるものとされる。現在、生産開始は 2020 年後半になると見込まれている⁵。

44 億米ドルの調達案では、欧州復興開発銀行 (EBRD) が 4 億米ドル分を引き受けた。移行経済国向けの融資に強みを持つ国際金融機関の参画は、他の出資者のリスク逡減に役立っているとみられる。この合意を受けて、事業主体による契約も翌 2016 年 5 月に締結され、操業開始に向けて具体的な動きが始まった。

本プロジェクトは将来、モンゴル南部に大きな雇用が生み出すだけでなく、直接投資を見合いにした設備の輸入に続いて、生産開始後には輸出の拡大が見込まれ、モンゴル経済全体および国際収支に大きな影響を及ぼす。なお、環境問題や税務に関わる問題などの諸問題が発生し、モンゴル政府と開発企業間の話し合いが、今後も続くとみられている⁶。

(4) 国際支援でデフォルト危機は回避

経済苦境のなかで、モンゴルでは 2016 年 6 月、予定通り総選挙が行われ、そこで成立した人民党政権は 2017 年に入ると IMF に対して正式な支援要請を行った。要請を受けた IMF は、2017 年 5 月の理事会で 314.5 百万 SDR (4.3 億米ドル相当)、3 年間の EFF プログラムを承認した。また、世界銀行、アジア開発銀行、中国、日本、韓国などの支援機関および支援国を取り纏めて、総額 55 億米ドルの支援パッケージができあがった。モンゴルはこの支援のお陰で対外債務の償還を実施することができ、国際的な信認を取り戻すことができた。また、IMF の支援条件に従って緊縮的な財政政策を採用し、諸改革を進めることになった。

その後、モンゴル経済は、資源価格の回復にも助けられて、財政収支および国際収支が改善に向かった。実質 GDP 成長率も 2016 年の前年比+1.2%を底にして、2017 年は同+5.3%、2018 年は同+7.2% (初歩統計では同+6.9%) まで回復した。

(5) 来年に総選挙を控えて小康状態のモンゴル経済

デフォルト危機を回避したモンゴルでは、緊縮財政による国民の我慢が続き、2020 年に総選挙を控えるなか、歳出圧力も高まる。2018 年 11 月に成立した 2019 年予算は、それに応えるものとなった (後述)。

アジア開発銀行は、2019 年の GDP 成長率を前年比+6.7%、2020 年は同+6.3%と予測し⁷、モンゴル経済は当面、小康状態を保つ見通しである。他方、IMF のプログラムは最終年を迎え、選挙に関する思惑も絡み始めるなか、モンゴルは財政や銀行セクターの健

⁵ 生産開始は当初、2020 年前半と見込まれていたが、2019 年 7 月に、2020 年後半に修正された。また、投資コストが当初予定よりも増える見込みとなったことも合わせ発表された。安定的な生産が行われるのは 2022 年 5 月以降となる見込み。https://www.riotinto.com/media/media-releases-237_27674.aspx

⁶ 2016 年に成立した人民党政権は 2015 年 12 月の前政権の時代の資金調達案 (ドバイ合意と呼ばれる) に関し、条件見直し交渉を画策しているとの情報がある。

⁷ 2019 年 4 月発表。

全化努力を継続しながら、財政積極化に手を付け、二面性を示し始めた。資源価格や中国景気などの外部要因に左右され易い脆弱な構造を少しでも改善していくには、経済が安定している時にこそ、改革を実行する努力をすべきだが、選挙が近づくにつれ短期的な課題に目が向きがちとなる。2019 年予算の執行状況は、注視する必要があるようだ。

3. モンゴルの政治情勢

(1) 混乱気味となったモンゴル政治と高まる中国の存在感

モンゴルが誇る豊富な地下資源を国富に結びつけるためには、合理的なコストで外国資本や技術を導入することが必須であり、その上で掘り出された資源をなるべく高値で販売することが必要である。しかし、実際は 2010 年代に入り、外資と結託して資源を安売りしたと疑われる政治家がおり、これに対する摘発が続いた。民衆の怒りや不満はナショナリズム意識（資源ナショナリズム）の高揚を伴い、これによる投資環境の悪化懸念が投資家に広まり、2016 年前後の経済苦境の要因にもなった。2010 年代の半ばから後半にかけて、モンゴル政治は混乱気味となった。

モンゴルは輸出の多角化に務めてはいるが、経済力を強めてきた隣国、中国向けの輸出が 9 割を占めており、その存在感は日増しに大きくなっている。モンゴルの経済外交においても、中国に対しては相応の配慮や対策の必要性が高まっている。

(2) 2016 年の総選挙で人民党政権が誕生

経済が苦境に陥った、2016 年 6 月、国会の総選挙が 4 年ぶりに実施された。76 議席を争った結果、野党であった人民党が圧勝し、民主党政権は退陣となった。選挙前の民主党の議席は 37、人民党は 30 だったが、選挙後は、人民党が 65 議席を占める大勝利となり、選挙後の国会で、人民党のエルデネバト氏が首相に指名され、組閣が行われた。圧倒的多数を占めたはずの人民党であったが、選挙後には、内部分裂の状態となり、国会は混沌としており、安定した政治は実現しなかった。

(3) 大統領選挙で民主党支持の大統領が当選し人民党は敗北

総選挙の翌年 2017 年 6 月には、予定通り大統領選挙が実施された。予想通りの混戦となり、決選投票にもつれ込んだ結果、バートルガ氏（現職）が次の大統領に選ばれ、就任した。彼は民主党の支持を受けており、決選投票で敗北した与党人民党のエンフボルド氏（当時国会議長）は、責任を取り、人民党の党首を辞任した。その後、首相のエルデネバト氏も責任を取らされ、10 月に、フレルスフ氏（現職）を新首相とする内閣が組閣された。

(4) 国会議長の交代

2018 年に入っても、腐敗や不正事件により政治は安定しなかった。12 月には中小企業振興基金を巡る不正で国会が空転、大統領に次ぐ大きな権限を有するとされる国会議長に対し、辞任を求める声が高まった。冬場の極寒のなかでエンフボルド氏の退陣を求めるデモが首都で発生したことは、モンゴルの民衆の政治家全般に対する不信を示した。結局エンフボルド議長は、2019 年 1 月に解任され、後任には、内閣官房長だったザンダンシャタル氏（現職）が就任した。

この国会議長の交代の後のバトトルガ大統領、ザンダンシャタル議長、フレルスフ首相による政治運営のなかで、モンゴルの政治は、落ち着きを取り戻してきたようにみえるが、選挙を翌年に控えて予断を許さない状況が続く。

(5) 2019 年予算の国会通過

2018 年 11 月、前述の通り、国会は 2019 年予算案を承認した。この予算案は、IMF のプログラムに沿った緊縮的な予算案とは趣を異なるものとなっていた。IMF の下、2018 年の財政運営は、図表 3 に示したとおり、歳出入が 9.2 兆トゥグルクで均衡し、わずかながら黒字を達成する結果となった。しかし、2019 年予算案は、歳出が前年比 26% 増の 11.6 兆トゥグルグ（2018 年の GDP 比で約 35.9%）、歳入は同 5% 増の 9.7 億トゥグルグ（同 30.0%）で、収支は 1.9 兆トゥグルグ（同 5.9%）の赤字予算案となり、IMF の意向を踏まえたものとはいえないものとなった。

歳出では、公務員給与の引き上げ、職業訓練学校の奨学金、そして学校、幼稚園、宿舍、病院、道路などの建設で、計約 1 兆トゥグルグが計上されている。赤字の大部分は、外国の借款で埋め合わせられることになっている模様で、例えば、ウランバートル市の下水処理プラント建設は中国政府による譲許的借款で賄われ、ウランバートル・ダルハン間の自動車道路はアジア開発銀行の同様の借款で賄われるとされる。

なお、中国の借款は、2018 年 4 月にフレルスフ首相が同国を訪問した際に取り付けた、総額 450 百万米ドルのプロジェクト支援の一部である。これは、IMF が 2017 年 5 月にとりまとめた 55 億米ドルの支援には含まれていなかったものである。

IMF は、このモンゴルの 2019 年予算案について、特にコメントは出していないが、EFF の第 6 回レビューに関するスタッフレポートが 2018 年 11 月に完成されているにも関わらず、理事会において承認が未だ下りない状況は、その意向を反映している可能性もある。IMF プログラムは、半分までで貸付実行（ディスバース）が止められた格好になっているからだ。このプログラムの進捗状況に関しては後述する。

(6) 来年に 4 年に 1 度の総選挙を控えて

モンゴルは 4 年に 1 度の総選挙を来年 2020 年 6 月に控える。首都ウランバートルでは住宅、上下水道等のインフラが不足し、環境破壊、貧富の差などの問題が山積している。

地方でも、交通インフラ不足や学校不足、産業育成の推進など多くの課題を抱える。IMF の EFF プログラムにより、モンゴル国民は緊縮財政を強いられ、民衆の不満が高まっている状況があるとみられる。

国政選挙の前に予算がばらまき気味になることは、過去にも実例があり、今回も当然起こり得るものである。もちろん、2 年前に IMF 等から国際支援を受けた直後であり、EFF プログラムは 2020 年の 5 月まで、有効期限が続く。したがって、見るに堪えないような、あからさまな予算のばらまきは、今回は起こらないとも考えられる。

そうした前提に立てば、2020 年の総選挙は、前回の総選挙でみられたような政権交代を伴うものとなる可能性は低く、低調な選挙の結果、人民党政権が継続することが予想される。人民党のなかの経験深い国会議長と若い首相との組み合わせも、大きく変わらない可能性がある。なお、2021 年の大統領選挙については、2020 年の総選挙結果が左右するところも多いとみられ、現時点でこれを予想することは困難といえよう。

4. IMF を筆頭に組成された 2017 年の国際協調支援とその後の進捗

(1) IMF と各関係機関・援助国による協調支援の実現

モンゴルが国際収支の問題で苦境に陥る可能性は、2015 年頃には既に援助関係者の間で共有され、初歩的な対応協議が始まっていた。2016 年 6 月の総選挙を経て、人民党の内閣が組閣され、このままではデフォルト回避は困難と判断されたとみられ、2017 年に入り、モンゴル政府は IMF に対して正式な支援要請を行った。

IMF は支援要請を受けるに当たり、モンゴル政府に「経済金融政策のメモランダム」(Memorandum of Economic and Financial Policies: MEEP)を作成させており、これを踏まえ、IMF 理事会は 5 月に 314.5 百万 SDR (4.3 億米ドル相当) の EFF プログラムを承認した。IMF は、これと同時に世界銀行、アジア開発銀行、日本、中国、韓国の主要ドナーとの協調で、図表 6 に示す総額 55 億米ドルの支援パッケージをとりまとめた。IMF は、資金負担シェアは全体の 10%未満であるが、とりまとめ役を果たした。この支援パッケージが各機関により実施されたことにより、モンゴルは国際収支危機を免れ、国際的信用を回復することができた。

図表6：IMFを筆頭に形成された国際支援体制

関係機関・国	支援内容（2017-2022年）
IMF	拡大信用供与措置（期間3年、金額4.3億ドル） → 以下を含めた計55億ドルの国際支援の調整役を果たす
世界銀行	4億ドルの財政支援（追加で2億ドルのプロジェクト支援も検討）
アジア開発銀行	財政支援6億ドル、プロジェクト支援3億ドルの、計9億ドルの支援
中国	150億人民元（22億ドル相当）の中央銀行間通貨スワップを3年延長 （2017年7月に、100億人民元から150億人民元に増額延長）
日本	国際協力機構による8.5億ドルの財政およびプロジェクト支援 （2017年12月、320億円の財政支援円借款実施）
韓国	韓国国際協力団による7億ドルのプロジェクト支援

（出所）IMF4条報告レポート（2017年4月）他

（2）IMFによる資金ディスバースの進捗

IMFからの融資は、段階を踏んで行われる。EFFプログラムで課された条件が計画通り履行されたことが確認され、理事会が承認すると資金がディスバースされる仕組みである。EFF承認後の資金ディスバースの経過は次の通りである。

- ◇ EFF承認： 2017年5月 38.6百万米ドル相当（元々、SDR建て）
- ◇ 第1・2回： 同年12月 79.1百万米ドル相当（同上）
- ◇ 第3回： 2018年3月 30.6百万米ドル相当（同上）
- ◇ 第4回： 同年6月 36.9百万米ドル相当（同上）
- ◇ 第5回： 同年10月 36.2百万米ドル相当（同上）

ここまでのディスバース累計額は、217.3百万米ドル相当（157.2百万SDR）となっており、今般のEFF限度額の1/2が実行されたことになる。また、スケジュールからも、2018年11月までで、3年のプログラムの半分の期間が過ぎたことになり、両方の意味でプログラムは折り返し点を過ぎたことが分かる。

次回のディスバースは、第6回レビューが承認され次第となる。2018年11月にはスタッフレポートが完成しており、早ければ同年末に承認の可能性があったが、IMF理事会は、未だこれを承認していない。資金ディスバースも未実行のままとなっている。なお、2018年11月、国会が2019年の赤字予算案を承認したことは既述のとおりである。

（3）IMFの第6回レビューと銀行セクターの改革

IMFのEFFプログラムの前半部分の主要課題は、財政規律の強化と健全化を通じて、国際収支を改善することであった。モンゴル政府は第5回レビューが終わるまでの約1

年半、与えられた改革課題に真剣に取り組み、2018 年までに国際収支危機を乗り切った。IMF は、ここに至るモンゴル当局の努力を評価してきた。

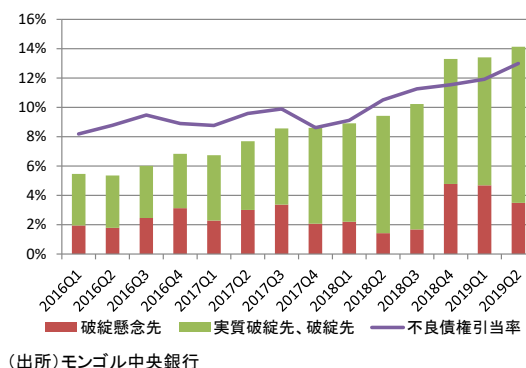
しかし、第 5 回レビューが 2018 年 10 月に終わると、モンゴルにとっての国際収支危機は過ぎ去って、当面の重要課題ではなくなってしまった。そして、EFF プログラムは、民間銀行の資本増強が最大の課題となっていた。第 6 回レビューは、銀行セクター改革の実施が求められていたが、モンゴルにとって、これは緊急性の観点では優先順位が低いものになった可能性がある。

銀行セクターの改革に関する外部機関による資産査定 (Asset Quality Review: AQR) は、2017 年末までに完了していた。2018 年以降は、各行が不良債権処理を行い、資本不足が生じた場合は既存株主が増資を通じて自己資本の充実を図り、もし、それが期限までにできない場合は、モンゴル中央銀行が強制的に公的資金を注入して改革を推進し、短期間のうちに金融システムの安定を実現することが目指された。

(4) 銀行不良債権、引当率、および処理状況

モンゴルの銀行の不良債権比率は、図表 7 に示すとおり、2018 年末に大幅に増加し、不良債権引当率を上回る状態になっており、IMF の勧告に従うなら、これを帳簿から切り離して、バッドバンクに寄せるなどした上で、銀行に対する増資を進めることになる。

図表7: 銀行不良債権および引当率



しかし、民間銀行の既存株主に対して、中央銀行が増資を指示することは、仮にそうした権限を中央銀行に与える法的手当が順次に行われていたとしても、政治的な問題を残しており、実施が難しい面があると考えられる。さらに、公的資金を強制注入することは、民間銀行の準国有化ともいえる措置となる。これは、モンゴルが 1990 年代以降、進めてきた資本主義への体制移行の流れを、逆行させるものとみられかねず、モンゴル社会を混乱させ、政治を不安定化させるリスクもある。EFF プログラムの後半部分に関しては、モンゴル国会において、現実を踏まえた十分な検討を加える時間がとれず、コンセンサスが取れていないまま合意に至った可能性が疑われる。

モンゴルにおける民営銀行のトップ 6 行は、モンゴル銀行協会によれば、ハーン銀行、

貿易発展銀行、ゴロムト銀行、ハス銀行、ステート銀行、ウランバートル市銀行であり、これら 6 行の総資産は、同国全体の銀行資産の 9 割以上を占める。これらの銀行が持つ不良債権の強制的切り離しと、強制的な増資や準国営化は、経済社会への影響も大きく、エネルギーを要する作業となるため、すくなくとも総選挙を前に急いで実施することは政治的にみて困難であろう。そうしたなか、モンゴル中央銀行は 2019 年 4 月、小規模行のキャピタル銀行を破綻処理した。これは、IMF の EFF に沿って処理とみられるが、これが、IMF が求めた改革であるとは思えない。

(4) IMF による第 6 回レビューの遅れの原因についての考察

モンゴルの経済が外部からの衝撃に弱いことは、仮に、銀行セクターの改革が終わっても根本的に変わらない。モンゴルが、隣国の中国やロシアの政治・経済的影響を受けずに生き延びることは、現実的に不可能だ。モンゴルとしては、この 2 つの大国との関係をうまく管理し、バランスを取りながら生きていくのが、最も安上がりで、現実的な選択肢となる。

もちろん、銀行セクターの健全化は、IMF とモンゴル政府との合意事項であり、いわば国際約束であり、お互いに簡単には反故に出来ない。しかし、モンゴルの国際収支に関する苦境は、2018 年末の時点で眼前からなくなっており、銀行改革の推進力は、失われてしまっている。第 6 回レビューに基づくデリスバースが行われなくとも、モンゴル政府や中銀にとって、短期的にはプレッシャーにならない状況になっているとみられる。こうした事情について以下、敷衍したい。

- ① 民間銀行の AQR と、それに基づく不良債権の分類は 2017 年末までに実施済みである。これは、モンゴル政府にとっても、経済の弱点を明らかにする上で、大いに役立った。
- ② 民間銀行の資産査定が実施されるなかで、政策性銀行であるモンゴル開発銀行（Development Bank of Mongolia）の不良債権の存在にも光が当たった。同行の不良債権の処理は、民間銀行のそれよりも優先度が高い。
- ③ 各民間銀行において不良債権処理を適切に行い銀行の財務を健全に保つことは重要である。ただし、その方法は一通りだけではない。タイムスケジュールも重要である。与信先企業の実態を踏まえ、各行の体力に応じ、是々非々で処理を進めることが理想であり、EFF プログラムの期限に合わせ、一気呵成に処理することは、社会的混乱など、様々な副作用が生じかねず、上策ではない可能性がある。モンゴル政府にとっては大きなリスクとなる。
- ④ 民営銀行セクターの改革と同時に、関係当局における行政能力の向上が重要である。監督当局は不良債権問題の処理に加えて、マネーロンダリング対応も迫られている。そうした中で、金融当局は人材不足に陥っている。世界銀行、アジア開発銀行、日

本の国際協力機構（JICA）などにキャパシティビルディングの支援を求めているものの、これには数年単位の時間がかかるであろう。

- ⑤ モンゴルに対する IMF の支援は基本的に短期支援であり、その後、改革は世界銀行を中心に、アジア開発銀行、中国、日本などにシームレスに引き継ぐことが可能と考えられる。IMF が自らのプログラムに拘り、その結果、無用な混乱を招けば、IMF や世界銀行は説明責任を問われかねない。
- ⑥ モンゴルにとって、IMF からの低利の長期融資はチャンスであり、ディスバース残を残してプログラムが期限を迎えるのは惜しい。しかし、総選挙を控えた今、金融セクター改革より緊急度の高い経済対策が、国内にある。節度を保った歳出拡大は必ずしも悪いことではない。

モンゴル当局の交渉のボトムラインは、IMF を始めとする国際社会の意志を尊重して、それらとの関係を良好に保ちながら、自らの立場について理解を求め、今後も国際支援機関からの継続支援を得るべく努力していくこととみられる。

5. モンゴルの対外支払い能力と外貨準備について

(1) 外貨準備の回復

モンゴルの外貨準備は、図表 8 の下段に示す通り、2017 年末に 3,008 百万米ドルまで増加し、足元 2019 年 6 月末で 4,000 百万米ドルを越えた。2016 年 9 月末は 1,092 百万米ドルと輸入の 3.3 カ月分を切る水準にまで落ち込んだのに比べて、現在は 7-8 カ月分に改善しており、引き続き脆弱性を抱えているものの、何とか健全といえる水準までは回復したといえる。

今後、この水準が維持できるかどうかは国際収支の動向にかかっており、短期的には、石炭や銅を始めとする鉱物資源の輸出量と価格、ロシアから輸入するディーゼル油の価格動向等に左右されるとみられる。直接投資の流入の増減にも大きく影響も受ける。もし、経常収支の赤字が拡大すれば、消費財等の輸入を絞る必要にも迫られる。もちろんこれは民生に影響するため、調整は容易ではない。

鉱物資源価格や数量がどの程度下落すれば、危機を招来するかという点は、例えば銅に関しても、市場での需給と生産量に関係しており、短期的な予測以外は難しい。他の鉱物資源も同様である。様々な仮定を置いたシミュレーションモデルを作ることは理論的には可能かも知れないが、管見によればモンゴル当局によるこれに関するレポートは見つかっておらず、本稿では立ち入らない。

図表8：過去3年の国際収支および外貨準備高の推移（四半期毎）

(単位：百万米ドル)

	2016		2017				2018				2019	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
I. 経常収支	-203	17	-148	-120	-297	-590	-441	-379	-567	-820	-393	-329
貿易・サービス収支	-100	244	92	270	34	-118	-308	-80	-377	-537	-172	66
貿易収支	110	606	425	531	216	322	239	355	-16	97	404	440
輸出	1,093	1,537	1,210	1,683	1,421	1,521	1,371	1,981	1,582	1,622	1,684	2,039
輸入	982	931	784	1,152	1,205	1,200	1,132	1,626	1,597	1,525	1,280	1,599
サービス収支	-211	-362	-334	-261	-182	-440	-547	-435	-362	-635	-576	-374
輸出	306	178	165	247	355	199	189	285	413	224	219	337
輸入	517	540	498	508	537	639	736	721	775	859	795	711
第一次所得収支	-172	-263	-280	-430	-379	-523	-213	-367	-295	-353	-297	-436
第二次所得収支	69	36	40	40	48	52	80	68	105	70	76	40
II. 資本移転等	33	21	18	14	25	21	15	27	21	29	20	24
III. 金融収支 ※	-255	61	-284	-276	-155	-425	-340	-485	-718	-690	-311	-272
直接投資	-56	-94	-138	-394	-439	-474	-478	-531	-468	-660	-466	-469
証券投資	-1	24	54	-67	-84	-395	162	238	-12	-449	-340	-18
金融派生商品	-2	39	17	-1	1	0	0	-41	28	0	-1	2
その他投資	-10	-122	-53	58	92	-892	-12	-58	37	48	277	-25
外貨準備	-186	214	-164	128	276	1,337	-12	-93	-303	370	220	236
IV. 誤差脱漏	-85	23	-154	-169	117	144	86	-132	-172	101	63	32
外貨準備高	1,092	1,296	1,109	1,319	1,627	3,008	2,983	2,989	2,894	3,542	3,653	4,094
(輸入Xカ月)	3.3	4.2	4.2	3.4	4.1	7.5	7.9	5.5	5.4	7.0	8.6	7.7
(同年平均、末残ベース)		4.5				8.3				7.2		8.5
(同含みサービス輸入)	2.2	2.6	2.6	2.4	2.8	4.9	4.8	3.8	3.7	4.5	5.3	5.3
(同年平均、末残ベース)		2.8				5.5				4.7		5.6

(出所) モンゴル中央銀行

(2) 対外債務と支払い能力

対外支払い能力とは短期的には資金繰りであり、中長期的には外貨獲得能力ということになる。

対外債務の返済スケジュールを期間、部門別に示したのが図表 9 である。政府と中央銀行の債務に関しては 2 年超のものが全体の 9 割を占め、当面の資金繰りに懸念はないものとみられる。「その他部門」はノンバンクを含む企業部門が抱える債務であり、1 年以内に期限が来る借入が 14 億米ドルある。政府による債務保証は行われていないとしても債務者が国有企業である可能性は考えておく必要がある。

図表9: モンゴルの対外債務返済スケジュール

(単位: 百万米ドル)

対外債務支払いスケジュール (2019年6月末現在)	1年以内	1年超 2年以内	2年超	合計
政府	573	494	7,445	8,513
債券	279	176	3,353	3,808
ローン	294	319	4,092	4,705
中央銀行	105	5	1,986	2,096
ローン	5	5	241	252
通貨及び預金	100	-	1,745	1,844
銀行	522	803	1,073	2,398
債券	47	523	-	570
ローン	437	256	691	1,384
通貨及び預金	38	23	383	444
その他部門	1,818	627	8,848	11,294
債券	74	74	1,375	1,523
ローン	1,370	554	7,351	9,275
通貨及び預金	-	-	122	122
貿易与信	374	-	-	374
直接投資に関わる親子間債務	415	415	9,197	10,026
関係会社債務	415	415	9,197	10,026
債務合計	3,433	2,345	28,549	34,327
元本	1,620	1,247	24,473	27,340
利息	1,813	1,097	4,076	6,986

(注) IMFのSpecial Data Dissemination Standard(SDDS)に準じた統計

(出所) モンゴル中央銀行

また、図表 10 は、モンゴル政府（含むモンゴル開発銀行）の対外債務のうち、国際機関からの借入を除いたものである。2019 年と総選挙が行われる 2020 年には大きな返済はなく、2021 年の大統領選挙の年はモンゴル政府の 500 百万米ドルの債券と 100 百万米ドルの借入返済期限が来る。この償還資金調達は計画的に進める必要がある。

図表10:モンゴル政府の主な対外債務(国際機関からの借入を除く)

モンゴル政府発行済債券

発行者	発行日	満期日	期間	クーポン	通貨	金額(ドル換算)	備考
モンゴル開発銀行	2013/12/25	2023/12/25	10年	1.52%	日本円	281,399,493	サムライ債(300億円)
モンゴル政府	2016/4/6	2021/4/6	5年	10.88%	米ドル	500,000,000	
モンゴル政府	2012/12/5	2022/12/5	10年	5.13%	米ドル	1,000,000,000	
モンゴル政府	2017/11/1	2023/5/1	6年	5.63%	米ドル	800,000,000	
モンゴル開発銀行	2018/10/23	2023/10/23	5年	7.25%	米ドル	500,000,000	580百万ドル分の借換
モンゴル政府	2017/3/9	2024/3/9	7年	8.75%	米ドル	600,000,000	
モンゴル政府	2014/11/24	2019/11/24	5年	16.75%	トゥグルク	18,811,136	
モンゴル政府(保証)	2014/4/14	2024/3/3	10年	14.25%	トゥグルク	752,445	
モンゴル政府(保証)	2014/3/3	2024/3/4	10年	NA	トゥグルク	3,762,227	
合計						3,704,725,302	

モンゴル政府借入

借入者	借入日	満期日	期間	金利	通貨	金額(ドル換算)	備考
モンゴル政府	2008/5/1	2048/5/1	30年	譲許	日本円	270,209,174	円借款(空港 288.7億円)
モンゴル政府	2017/12/5	2037/12/5	20年	譲許	日本円	305,000,000	円借款(構造調整 320億円)
モンゴル政府	2016/3/8	2021/3/8	5年	NA	米ドル	100,000,000	一般
モンゴル開発銀行	2014/12/11	2019/12/11	5年	NA	米ドル	150,000,000	一般
モンゴル開発銀行	2016/6/21	NA	NA		米ドル	65,400,000	一般
合計						890,609,174	

(注) 満期日の網掛けは比較的期限に近いものを示す(2021年末までに期限到来分)

(出所) Thomson Reuters Eicon, Bloomberg, 各種報道

当局は中長期的な債務返済計画を立てるとともに、過度なインフラ建設を含む不適切な財政支出を抑制し、穏健な財政運営を心がけることが重要である。

中長期的な外貨獲得能力を引き上げるには、外国投資を誘致するなどして輸出産業を育成し、経常収支の恒常的な黒字化を目指すことが重要である。モンゴルにおいては地道ながら羊毛加工や食肉加工など伝統産業に立脚した輸出産業の育成を進めている。鉱山開発に関しては、外資を利用する際に政治家の腐敗を排除すべきことは言うまでもないが、当局が外貨収支に関する正確な情報を把握することが肝要であろう。

なお、2017年に実施されたIMFによる3年間のEFFは、短期的な国際収支の改善に主眼が置かれている。長期的な外貨債務の管理強化は必ずしも主目的ではない。この点はIMFのプログラム終了後は、国際支援機関等によるキャパシティビルディング支援プログラム等を活用して対応を進めていくことが重要と考えられる。

(3) 中国経済からの強い影響

モンゴルの輸出入構造は、図表11および図表12が示す通り、輸出の9割が中国向けとなっており、GDPに占める割合は5割に達する。輸入に関しては、中国とロシアが3割ずつを占め、日本が約1割で3位となっている。モンゴル経済は伝統的にロシアとの関係が深い、その関係を維持しながらも、中国経済への依存関係が深まっている。

輸出品目を見ると、石炭と銅が7割を占める。石炭輸出は中国の環境政策によって影響を受ける。ここ数年、石炭から天然ガスへのエネルギー・シフトが進められており、

これがどのような規模、スピードで進むかがモンゴル経済にも大きな影響を与える。中国にとって、依然、重要なエネルギー資源である石炭は、その輸入価格と数量において政府の統制が残っている。したがって、モンゴルの石炭輸出は中国政府との交渉によって決まる側面が大きいとみられる。モンゴルにとっては中国との外交関係を密接かつ良好に保つことが肝要となる。逆にいえば、外交関係が悪化した際は、中国は石炭の輸入条件を交渉材料に使ってくる可能性もあるということになる。

他方、銅鉱石などは石炭とは異なり、取引価格は市場に委ねられている部分が多い。これに関しては、中国景気、特に建築需要や不動産投資動向に左右されるところが大きいとみられる。米中貿易摩擦等で中国の輸出が振るわなくなってくれば、中国政府は、国内消費や建設投資を増やす傾向が生じる。その恩恵はモンゴル経済にも及ぶ可能性がある。しかし、一旦その効果が剥げ落ちれば、モンゴルは、大きな打撃を長期間にわたって受ける可能性がある。

モンゴルの輸出産品は、石炭と銅を含む天然資源が 9 割以上を占め、その輸出先は、中国向けが 9 割以上を占める。中国において、それらは発電や工業生産の原材料として使われるため、中国における工業生産の状況がモンゴル経済に与える影響は大きいといえる。その好不況は、生産者物価指数に現れるが、2017 年は前年比+8.1%だったものが、2018 年は同+4.1%に低下しており（図表 13）、2019 年に入ってから前年同月比、プラスマイナスゼロか若干のマイナスでの推移となっている。したがって、中国の実質 GDP 成長率が前年比+6%台であっても、モンゴル経済に与える影響は、それと同様にはならない。中国経済の影響がモンゴル経済に及ぶには、半年から 1 年程度のタイムラグがある可能性があることを勘案すれば、2019 年以降のモンゴル経済は若干弱含んでいく可能性があるともみておくのが妥当であろう。

モンゴルは、第三国への製品輸出を増やすなどして、中国およびロシアの経済からもたらされる影響を緩和しようとしているが、そこから逃れることは不可能である。中国経済は当局容認の下で緩やかな減速傾向をたどっているが、2021 年以降、中国は、自国の成長目標を引き下げる可能性もある。このような不確実性を横目で睨みながら、モンゴル政府が優先すべきことは、まずは自国の政治を安定させて、産業育成に務めることである。その上で第三国を活用しながら、中国、ロシアとの経済関係を安定させて行くことが重要となる。これが、モンゴルがその地政学的な特徴を生かしながら経済の外部脆弱性に対する抵抗力を強めていく道であろう。

図表:11 モンゴルの輸出入相手国(2018年)

輸出先上位国

輸出相手国	金額 (百万ドル)	シェア	対GDP比
中国	6,506	93%	50%
英国	173	2%	1%
ロシア	86	1%	1%
イタリア	54	1%	0%
シンガポール	30	0%	0%
日本	26	0%	0%
台湾	25	0%	0%
韓国	21	0%	0%
その他	90	1%	1%
合計	7,012	100%	54%

(出所)モンゴル国家統計局

輸入先上位国

輸入相手国	金額 (百万ドル)	シェア	対GDP比
中国	1,969	34%	15%
ロシア	1,710	29%	13%
日本	561	10%	4%
韓国	262	4%	2%
米国	211	4%	2%
ドイツ	169	3%	1%
ポーランド	58	1%	0%
イタリア	55	1%	0%
その他	879	15%	7%
合計	5,875	100%	45%

図表:12 モンゴルの主要輸出入品目(2018年)

輸出品目

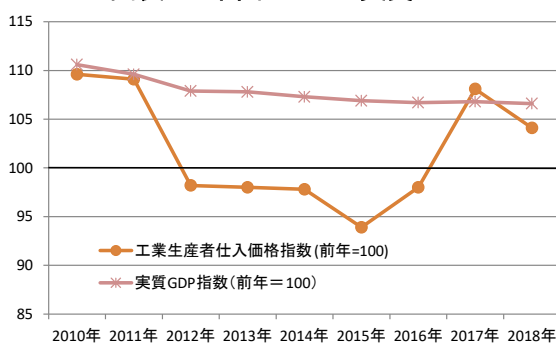
品目	金額 (百万ドル)	シェア	対GDP比
石炭	2,803	42%	21%
銅鉱石	2,012	30%	15%
原油	392	6%	3%
鉄鉱石	342	5%	3%
カシミア	252	4%	2%
亜鉛	198	3%	2%
蛍石	190	3%	1%
金	144	2%	1%
精錬銅	82	1%	1%

(出所)モンゴル国家統計局

輸入品目

品目	金額 (百万ドル)	シェア	対GDP比
ディーゼル油	577	20%	4%
自動車	408	14%	3%
石油	309	11%	2%
トラック	284	10%	2%
エネルギー	143	5%	1%
ブルドーザー	133	5%	1%
通信機器	108	4%	1%
医薬品	96	3%	1%
輸送機械部品	69	2%	1%

図表13: 中国のPPIと実質GDP



(出所)中国国家統計局

7. まとめにかえて

現状、Moody's は、モンゴルの政府格付を B3、安定的 (Stable) としており、他の格付

機関もほぼ同様の評価をしている。チングス債が初めて発行された 2012 年には、同格付は B1 であったことを考えると、モンゴルが持続可能な形で外貨を調達していくためには、まずは格付を B1 程度に引き上げることが当面の目標になる。

そのためには、政府は財政規律を守り、金融を過度に緩和させず、穏当かつ堅実なマクロ経済運営に務めることが重要である。鉱山開発プロジェクトを適切に管理し、鉱山開発以外の輸出産業の強化も図ることで、経常収支の赤字幅を抑制し、通貨トゥグルグの価値を維持する努力が必要である。2019 年前半の小康状態に甘んじることなく、改革を継続し、脆弱性に対する抵抗力を高めて行くことが重要である。

2017 年春に始まった IMF による EFF 支援は、コミットの半額で「卒業」となる可能性がある。日本政府も 2017 年 12 月に 320 億円の財政支援を目標にした円借款供与を実施し、IMF、世界銀行、アジア開発銀行他と並行してモンゴルの外貨資金繰りを支援してきたこともあり、EFF 支援がコミットの半額で終了することは、支援機関にとって誤算となる可能性もある。しかし、モンゴルの内政事情も含む諸事情に鑑みると、やむを得ない面もある。

モンゴル政府は手厚い国際社会からの支援に胡座をかくことなく、資源価格が再び下落し、中国経済の減速が速まる可能性を見越して、周到に経済の強靱化計画を立てる必要がある。銀行セクター改革はその重要な一部分であることは言うまでもない。国際収支危機が去り、「喉元過ぎれば熱さ忘れる」ということでは、いつまでも被援助国から抜け出すことはできず、最後は、譲許的債務の返済を滞らせる結果にもなりかねない。この辺りはモンゴル人が自ら考えて判断し、援助国側もそれを見極めていく必要があるようだ。

モンゴルは、当面は資源供給国であり続ける。中国とロシアに挟まれる国土には様々な天然資源が埋蔵され、各国の企業から注目され続けるであろう。モンゴル政府は、進出企業との距離を適切に計りながら、経済政策を遂行していくことが必要となる。モンゴルでは、現在、長期国家発展計画を策定中であり、これに伴う憲法改正も検討されている模様である。いずれにしても、長期的な投資環境を安定させ、モンゴル国民の利益と外国資本の利益をうまくバランスさせていくことが、今後とも重要と考えられる。

以 上

<主要参考資料>

- The Central Bank of Mongolia
i.e., “Information on the Results of Asset Quality Review”,
<https://www.mongolbank.mn/eng/news.aspx?id=1866&tid=1#>
- IMF: Press Release and Staff Country Reports
i.e., IMF Staff Completes 2019 Article IV Mission to Mongolia,
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/28/pr19251-imf-staff-completes-2019-article-iv-mission-to-mongolia>
- The World Bank
i.e., “Second Economic Management Support Operation”,
<http://documents.worldbank.org/curated/en/407781564797662099/pdf/Mongolia-Second-Economic-Management-Support-Development-Policy-Operation.pdf>
- The Asian Development Bank
i.e., “Improving Management of Natural Resource Revenues in Mongolia”,
Publication of August 2019,
<https://www.adb.org/publications/management-natural-resource-revenues-mongolia>
- 国際協力機構（JICA）プレスリリース「モンゴル向け円借款貸付契約の締結：国際支援枠組みの下で経済・財政再建を目指すモンゴルの改革を支援」
https://www.jica.go.jp/press/2017/20171206_01.html
- 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所、アジア動向年報 2018 年「バトトルガ新大統領就任とその波紋：2017 年のモンゴル」
https://ir.ide.go.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=50400&item_no=1&page_id=39&block_id=158
- 同 2019 年「腐敗、不祥事、与党内対立激化で政治の混迷深まる：2018 年のモンゴル」
https://ir.ide.go.jp/index.php?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_snippet&index_id=5202&pn=1&count=20&order=17&lang=japanese&page_id=39&block_id=158
- モンゴル銀行協会 <https://mba.mn/>
- 統計：モンゴル中央銀行 <https://www.mongolbank.mn/eng/liststatistic.aspx>
モンゴル国家統計局 <https://www.en.nso.mn/> 他
- 報道：MONTSAME News Agency, <https://www.montsame.mn/en/>
NewsMN. <https://news.mn/en/>
The UB Post, <https://theubposts.com/> 他

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思わ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 2019 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0887, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0887 (代) ファックス：03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

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