

# Newsletter



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

## 苦境からの脱却を課題とするモンゴル経済

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](mailto:umehara@iima.or.jp)

### <要約>

- モンゴルは1991年のソビエト連邦崩壊で民主主義・市場経済に移行し、2000年代より鉱業主体の国に生まれ変わった。名目GDPは2014年に120億ドル、1人当たりGNIは2013年に4,000ドルに達したが、中国経済ならびに鉱物資源価格の変動に左右される脆弱な経済構造を持ち、この改善が中長期的な発展課題である。
- モンゴルは世界金融危機でIMFの支援を受けた後、すぐに勢いを取り戻して2011～2013年にかけて3年連続の2桁成長を果たした。しかし、その後の資源価格の下落により2015年のGDPは2%台へと下落、経済は再び苦境に陥っている。
- 国土開発のために発行されたチンギス債を含む政府債、計約21億ドル（GDP17.5%相当）が2017～2018年に償還を迎える。格付け機関が評価を下げる中で、順調に借換えが実施できるかどうか注目されている。
- 国際的な資源価格の下落、資源ナショナリズム台頭による直接投資の急減速、インフレ昂進、トゥグルク下落などにより、2014年11月に民主党政権下で内閣は総辞職し、新首相はIMFの緊縮プログラムに倣った緊縮的財政政策を導入している。
- 外国人投資家は直接投資環境が悪化する中で、オユトルゴイ鉱山第2フェーズの進捗および2016年6月の総選挙の行方を見守るスタンスを維持している。

- 中国との関係は緊密化が進み、中央銀行間のスワップ協定はモンゴルの国際収支の安定に寄与している。今後も協力関係の進展・深化が予想される。
- モンゴルでは 2016 年の総選挙が今後の鍵を握る。その後の苦境脱却のメインシナリオとして以下が想定され、これは 7~8 割程度の確率で実現可能と考える。
  - ①2016 年よりオユトルゴイ鉱山の開発が進み、その他外国投資も若干増加を見る。
  - ②2017 年以降、国際金融機関や中国・ロシア、第三国の支援を受けながら借換え債発行により既発債はなんとか償還。
  - ③2018 年以降、資源価格が若干回復を見せる中で、中長期的な発展の目標を目指して進む。

<本文>

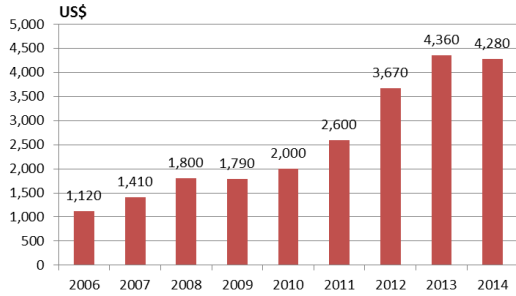
## 1. モンゴル経済の概況

モンゴルの国土は 156.4 万平方キロと日本の 4 倍の面積がある。中央部はモンゴル高原が広がり、南部にはゴビ砂漠があり中国の内モンゴル自治区に連なり、北部はロシアの針葉樹林帯に連なる。気候は大陸性で、空気は乾燥し、冬は長く厳しい。人口は約 300 万人で、その半数が首都ウランバートルに集中する。地方行政区は首都ウランバートル以外の 21 県で構成されるが、各県庁所在地で人口が 10 万人を超えるところはなく首都への一極集中が著しい。首都においては住宅、エネルギー、貧富の差、冬季の大気汚染など深刻な都市問題を抱える。

モンゴルは歴史的にソビエト連邦の強い影響下に置かれ、人民革命党(現在の人民党)の一党独裁による社会主義国であったが、ソビエト連邦の崩壊をきっかけに変革期を迎えた。1990 年に複数政党制が導入され、1991 年には計画経済から市場経済への移行が決定、1992 年には憲法改正が行われることで新生モンゴル国が誕生した。

市場経済へ移行してからは 24 年が経つが、その経験は未だ十分とは言えない。産業は伝統的にはカシミヤや羊毛などの農牧業が主体であったが、石炭、銅、鉄鉱石、金など豊富な鉱物資源を有しており、2000 年代半ばより鉱業が主要産業となっていく。名目 GDP は 2006 年には 34 億ドルであったが 2014 年には 120 億ドルと、わずか 8 年で 3.5 倍に拡大している。1 人当たり国民総所得 (GNI) は 2013 年に 4,000 ドルを超えている (図表 1)。

図表1：一人当たりGNI (by WB Atlas method,)

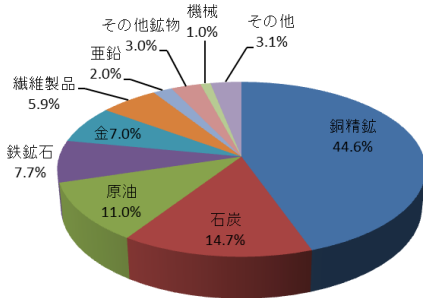


出所：世界銀行

同国は世界最大級の埋蔵量を誇る銅・金のオユトルゴイ鉱山や石炭のタバントルゴイ鉱山など天然資源の存在で有名である。これらの他にも様々な鉱山があり、手つかずの鉱床もある。今後も同国は鉱物資源の開発をテコに経済成長を図ってゆくことになる。他方、同国は鉱業以外に競争力のある産業が乏しくこれが経済開発上の問題となっている。

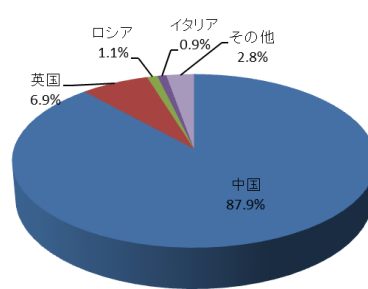
輸出金額に占める鉱物資源の割合は2014年で8割を超え（図表2、図表3）、輸出のうち中国向けが8割超となっているが（図表4）、これはモンゴル経済が中国経済および鉱物資源価格の変動に左右され易いボラティリティーの高い経済構造となっていることを示す。

図表2：輸出品構成(2014年)



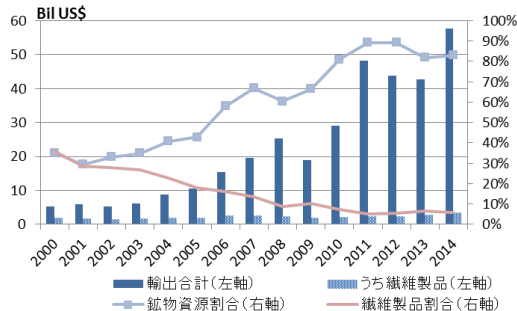
出所：モンゴル国家統計局

図表3：輸出相手国(2014年)



出所：モンゴル国家統計局

図表4：輸出に占める鉱物資源割合



出所：モンゴル国家統計局

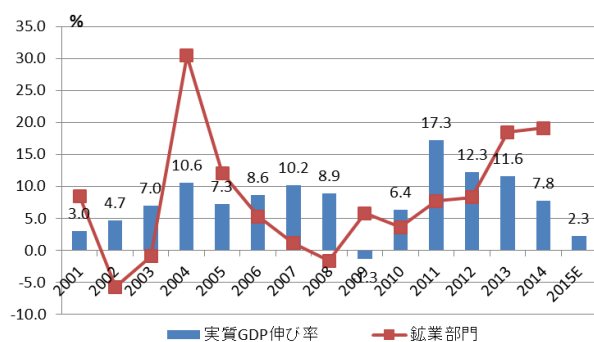
モンゴル政府はこのような経済構造を変革し、資源価格の変動に強く、多角化された、バランスの良いものにしたいと考えている。しかし、それは中長期的な目標である。今はまず足元の経済を安定させることが重要であり、そのために着実なマクロ経済政策を実施し、財政の健全性を維持し、国際収支バランスを適正化することが必要となっている。繰り返しになるがモンゴルは市場経済の経験が十分とは言えず、今後暫くは国際金融機関等からの援助や助言、関係国の支援を得ながら様々な課題に対処し、国造りを進めていくことになるだろう。

## 2. 2011～2012年の高速成長とその後の中国经济成長鈍化の影響

### (1) 危機の後の高速成長

モンゴルは、世界金融危機の影響を受け、2008年に8.9%だったGDP成長率は急落し、2009年にはマイナス2.1%にまで落ち込んだ。しかし、その後2010年には6.4%、2011年には17.3%と経済は急回復を遂げた。これに続いて2012年、2013年も、それぞれ12.3%、11.6%と2桁の経済成長を実現した（図表5）。

図表5: 実質GDP伸び率



出所: モンゴル国家統計局、世界銀行(2015年)

世界金融危機の際、モンゴルは資源価格の急落を原因に国際収支が悪化し、2009年4月から18カ月間、国際通貨基金（IMF）より2.3億ドル相当の財政支援を受けた。これは、新生モンゴル誕生以来、5回目に受けたIMFからの支援プログラムであった。5回のうち、4回までは1991年から2001年の間に主に体制移行に伴う国際収支の困難を克服するために受けたものであったが、第5回目の支援は、資源輸出国として新たな発展が開始した後で受けたことになる。既に体制移行の新興国から新興資源国へとステージが変化していた中で得た支援ということになる。

いずれにしても、世界金融危機後に訪れたモンゴルの経済危機は、幸いにも中国が大規模な景気刺激策を打ち出したことで資源価格が急回復し、短期間のうちに収束するこ

ととなった。

## (2) 大規模鉱山開発の開始と大胆な国土開発

他方、モンゴルでは、2009年10月にはオユトルゴイ鉱山の開発契約がリオ・ティント・グループ他との間で締結された。これはモンゴルにとって非常に明るい材料として捉えられた。同時に多くの外国資金が流れ込み始め、モンゴル人にとって、輝く未来がすぐそこにやってきたように見えた。そのような中でモンゴルでは国内のインフラ整備に対する要望が日増しに強くなり、それを受けて、インフラ建設資金の管理のために2011年5月には新たにモンゴル開発銀行が設立された。同行は設立後、翌2012年3月には5.8億ドルの政府保証付き債券の発行に成功した。さらにこれを受ける形で同年12月にはモンゴル政府名義で5年物の5億ドルと、10年物の10億ドルの、計15億ドルの国債（通称、チンギス債）が発行された。当時の同国GDPの16%にも当たる規模で国際金融市場から調達された資金は、モンゴル開発銀行を通じてウランバートルと地方都市間をつなぐ道路の建設等、国土開発プロジェクトにつぎ込まれることとなった。こうしてモンゴル政府はいわば将来の鉱物資源による収入を当て込んで積極的な国土開発に着手していくことになる。

## (3) 中国経済の減速で急減速を余儀なくされたモンゴル

このようにモンゴルでは、未来への期待が満ち溢れることになったが、その一方で、鉱物資源の主たる輸出先であった中国においては経済成長の鈍化が始まっていた。中国の2012年の成長率は2011年の9.5%から7.7%に減速し、その後も緩やかな減速傾向をたどる。中国自身、輸出と投資に過度に依存した成長モデルから、消費が主導する経済へとモデル転換を行う決意を固め、2014年に至ると習近平国家主席は「新常态」という言葉を用いて、地方における成長減速を容認する姿勢を見せていった。このような流れの中で、中国では中小の地方都市から住宅投資が大きく落ち込み始めた。そして、銅や石炭などのエネルギーや原材料需要は、一時は備蓄が下支えしたものの減退傾向が続いて行き、価格の下落傾向も不可逆的なものとなっていく（図表6）。

これはモンゴル経済に深い影を落としていくことになった。図表5の通りモンゴルのGDPは2014年には前年の11.6%から7.8%に急減速し、2015年は1-9月で前年同期に2.5%成長となっている。今後の予想は、IMFは2015年3.5%、2016年は3.6%を見込む（2015年10月、世界経済見通し）が、世界銀行は2015年2.3%、2016年は0.8%と厳

しい予想を行っている（2015年11月、国別レポート）。このようにGDP成長率が数年間で2桁から1桁前半へ急減速する中で、2017年と2018年に集中して訪れる対外債務の償還時期を無事に乗り切ることができるかどうか、関係者の懸念材料として浮上してくることとなった。

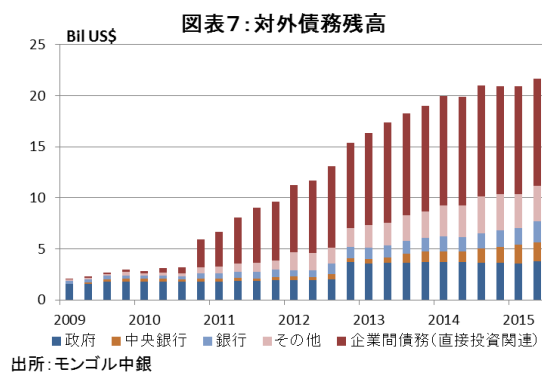


### 3. 対外債務の拡大と外債償還スケジュールの集中

#### (1) 対外債務の状況

モンゴルの対外債務残高は2010年頃から急拡大している（図表7）。

2015年6月末の対外債務残高は217億ドルに達しているが、これは2014年名目GDP（120億ドル）の180%に相当する。そのうち公的対外債務残高は112億ドルであるが、これは2014年名目GDPの93%に相当する額となる。



図表7においては、2012年12月発行のチンギス債は政府債務に分類されるが、モンゴル開発銀行債は銀行の債務に分類されている。

ところで中央銀行に分類されている債務の中には、モンゴル中央銀行と中国人民銀行（中国の中央銀行）との間で締結されたスワップ協定の実行分が含まれていると見られることには、注意が必要かもしれない。このスワップ協定は元々中国政府が2009年以

降に人民元の国際化を打ち出していく中で締結されたもので、当初は2011年5月に50億人民元/1兆トゥグルクを限度に結ばれた。しかし、その後2012年3月にこの金額が2倍の100億元/2兆トゥグルクに拡大され、2014年8月にはさらにその1.5倍の150億元/4.5億トゥグルク(=約24億ドルに拡大)にまで拡大されている。2015年6月末現在のモンゴル中銀の短期債務残高は、同行統計によれば18億ドル余りとなっている。明細開示はないが仮にこれが全てスワップ協定実行分だとすれば、限度額の75%が利用済みということになる。ちなみに、本来このスワップ協定はモンゴルの中国からの人民元建ての輸入決済を見合いに使われるべきものと考えられる。しかしモンゴル政府は実際これを外貨準備の不足を補強する目的で使っていると見られ、ここには中国とモンゴルが相互に利用し合っている姿を見て取ることもできよう。

なお、直接投資関連の企業間債務が2015年6月末現在、約105億ドル計上されている。オユトルゴイ鉱山の第1フェーズの設備投資に関する企業間借入などが計上されていると推察されるが、その他にどのような債務が計上されているかは不明である。

## (2) モンゴル政府等の外貨建て債務償還スケジュールと格付け機関の評価の変化

モンゴル政府および政府系銀行の外貨建て債務の償還スケジュールはロイター等の公開情報から確認できる限り、図表8の通り約40億ドルとなっている。そのうち、図法の網掛け部分の約21億ドル相当が2017年から2018年にかけて償還予定となっている。この中には2018年1月に償還となるチンギス債、5億ドルが含まれている。

図表8: 外貨建債券等の償還スケジュール

	発行日	満期日	発行額 (Mil)	通貨	ドル換算 (Mil)	クーポン	年利払い (Milドル)	備考
モンゴル政府	2012年12月5日	2018年1月5日	500	USD	500	4.125	20.6	ソブリン、チンギス債
モンゴル政府	2012年12月5日	2022年12月5日	1,000	USD	1,000	5.125	51.3	同上
モンゴル政府	2015年6月30日	2018年6月30日	1,000	CNH	156	7.500	11.7	ソブリン、オフショアRMB債
モンゴル開発銀行	2012年3月21日	2017年3月21日	580	USD	580	5.750	33.4	準ソブリン
モンゴル開発銀行	2013年12月25日	2023年12月25日	30,000	JPY	250	1.520	3.8	同上、サムライ債、
モンゴル開発銀行(Sローン)	2014年12月11日	2017年12月11日	150	USD	150	L+4.250	NA	同上、シンジケートローン
モンゴル開発銀行(Sローン)	2014年12月11日	2019年12月11日	150	USD	150	L+4.375	NA	同上、シンジケートローン
モンゴル貿易開発銀行	2014年1月21日	2017年1月21日	700	CNH	109	10.000	10.9	オフショアRMB債
モンゴル貿易開発銀行	2015年5月19日	2020年5月19日	500	USD	500	9.375	46.9	政府保証付
モンゴリアン・マイニング社	2012年3月29日	2017年3月29日	600	USD	600	8.875	53.3	香港上場コーポレート
合計					3,996		231.8	

※ 1USD=120円、1USD=6.4 RMBで換算 ※ 年利払いは残高×クーポン/100で計算

※ 網掛け: 2017年と2018年に期限が到来するもの。 ※ 円借款は含まず。

出所: Thomson Reuters

しかし、チンギス債発行の2012年12月以降、モンゴルに対する格付け機関の評価は年々厳しくなってきた。直近ではスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)およびフィ

ッチ・レーティングスが 2015 年 11 月にそれぞれ B (安定的) に評価を引き下げており、ムーディーズ・インベスターズ・サービスも 2014 年 7 月に B2 (ネガティブ) に格下げを行っている。

図表9: 格付け機関の評価推移

	ムーディーズ	スタンダード&プアーズ	フィッチ	備考: 主な起債案件
2011 年	B1, Negative (2009/6/10)	BB-, Positive (2011/12/19)	B+, Stable (2011/11/22)	
2012 年	不変	BB-, Stable (2012/10/29)	不変	モンゴル開銀ユーロドル債発行 モンゴル政府チンギス債発行
2013 年	不変	BB-, Negative (2013/4/16)	B+, Negative (2013/12/13)	モンゴル開銀サムライ債発行
2014 年	B2, Negative (2014/7/17)	B+, Stable (2014/4/29)	不変	モンゴル貿易開発銀行人民元債発行
2015 年 (最新)	B2, Negative、 (11/12 現在不変)	B+, Negative(4/29) B, Stable (11/3)	B, Stable (11/24)	モンゴル政府人民元債発行 モンゴル貿易開発銀行ユーロドル債発行

出所: 格付け機関 HP、報道等

### (3) モンゴル貿易開発銀行による直近の起債実績

2015 年は上記の通り格付け機関の評価が厳しさを増す中でモンゴル貿易開発銀行の 3 億ドルと 7 億元の社債の償還期限を迎えることとなった。この借換えがどのように為されるかは耳目を集めてきたが、結果は 5 月にモンゴル政府保証付きで 5 億ドルの債券発行が実行され、既発債は無事に償還された。ただし、クーポンは政府保証付きながら、9.375%と 2012 年発行のチンギス債 (5 年物) 4.125% に比べ 2 倍超の水準となった。

グローバル・ソブリン債マーケットではハイイールド債需要が確かに存在しているのだが、2016 年以降、米ドル金利が引き上がる方向にある中で、低格付けの新興国国債が低コストで発行できる保証はない。ハードルは高くなってきている中で、何かのきっかけで市況が悪化し、投資家の意欲が減退すれば、流動性が枯渇するリスクもないとは言えない。今般の借換え実績は、2017 年以降の大量償還時期を控えるモンゴル政府にとって参考になったと思われるが、実際に償還が終了するまでは安心できない状況が続くことになると考えられる。

## 4. 2012 年以降の民主党政権下での経済運営—インフレ、財政収支、経常収支—

### (1) 安定しない物価コントロールと通貨トゥグルクの下落

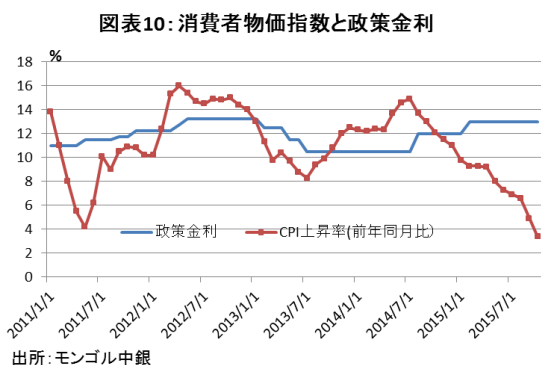
モンゴルは 2011 年半ば以降の急速な景気の回復に伴って、インフレ率が上昇を始めた (図表 10)。これに対して、モンゴル中央銀行は 2011 年 4 月以降、金利の段階的な引き上げを実施した。それまで 11% だった政策金利を 2012 年 3 月までには 13.25% まで段階的に引き上げていく。この結果、インフレ率は 2012 年 4 月に 16% 台のピークをつ



けたものの、その後は落ち着きを取り戻し、2012年第4四半期にはインフレ率の下落傾向がはっきりしていった。

その後、2012年6月の総選挙によってアルタンホヤグ民主党党首が首相に就任し、少数政党との連立政権が誕生するが、同政権は2013年1月に政策金利の引き下げを実施し景気浮揚を図った。しかし、外国投資の急減とともに2013年年央より通貨トゥグルク相場が急落（図表11）して輸入インフレが発生、7月には一旦8%台の底を見たインフレ率がその後急上昇し、1年後の2014年7月には14.9%に達した。そこで、モンゴル中央銀行は2014年7月に政策金利を引き上げ、金融引締めへ転じ、これが足元の2015年10月まで継続している。

このようなアップダウンの激しい経済運営では、国内経済環境は改善を見ることはできず、トゥグルク安とインフレ昂進の中で金利は高止まり、庶民の生活は悪くなった。この過程で2014年11月にはアルタンホヤグ首相には不信任案が突き付けられることとなる。



## (2) 財政政策

財政は、世界金融危機から立ち直って以来、積極財政が採られてきたが、これはばら撒きの要素が強い。2011年以來財政赤字が続いてきたが（図表12）、2013年には財政安定化法が施行され、財政赤字にはキャップが被せられることとなった。2014年は財政赤字をGDPの2%以内に抑えることが定められた。しかし、結局同年の収支はGDP比3.7%の赤字となった。しかもこれはモンゴル開発銀行を通じた予算外の支出を含まない数字であり、これを考慮に入れば財政赤字規模はGDP比11%程度とIMFは試算する。また、財政安定化法では、2014年は公的債務の上限をGDP比40%に制限したが、これも通貨トゥグルク安の進行による対外債務増大などを原因に実現できず、2015年1月の法改正では2015年の債務上限はGDPの58.3%に引き上げられた。

この他に中央銀行は 8% という市中金利より大幅に低い金利での住宅ローン支援を行っている。これは財政政策を補完する政策であると言えるだろう。

このようにモンゴルの財政運営は総じて手ぬるい状況となっている。これらも、2014 年 11 月にアルタンホヤグ首相に不信任案が突き付けられた原因の一つになっていると言えるであろう。

ちなみに、2011 年にモンゴル政府が IMF の助言を得てチリの一次産品安定化基金に学んで導入した「財政安定化基金」については、2014 年には 783 億トゥグルク（4,100 万ドル相当、1 ドル=1,888.44 トゥグルク（2014/12/31）で換算）が取り崩された。しかし、2014 年末残高は 3,043 億トゥグルク（1 億 6,100 万ドル相当）と歳入比約 4.9% の規模に過ぎない。将来、銅価格が持ち直して残高が積み上がれば、資源価格下落時に財政の安定化に強力な効果を発揮できる可能性があるが、現時点で規模が小さ過ぎて多くは期待できない。

図表12: 財政収支動向

(単位: 億トゥグルク)

	2011	2012	2013	2014
①総歳入・援助 (対GDP比)	44,682 33.9%	49,578 29.7%	59,869 31.2%	61,451 28.0%
②安定化基金繰入額 (対GDP比)	2,410 1.8%	947 0.0%	469 0.0%	-783 0.0%
③歳入・援助	42,272	48,631	59,401	62,234
④歳出・返済 (対GDP比)	49,970 37.9%	59,938 35.9%	61,647 32.2%	70,314 32.1%
経常支出	32,364	44,041	45,526	52,266
うち利息支払い	373	1,259	2,704	5,004
資本支出	12,809	15,254	14,907	17,399
借入・返済ネット	4,797	643	1,213	649
⑤財政収支 (③-④) (対GDP比)	-7,699 -5.8%	-11,307 -6.8%	-2,246 -1.2%	-8,080 -3.7%
⑥総財政収支 (①-④) (対GDP比)	-5,288 -4.0%	-10,360 -6.2%	-1,778 -0.9%	-8,863 -4.0%
(参考) 名目GDP	131,738	166,884	191,742	219,372

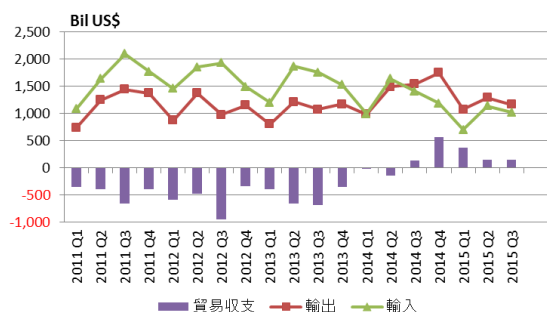
出所: モンゴル国家統計局、IMF

### (3) 国際収支、外国直接投資、外貨準備

2013 年後半以降の通貨トゥグルクの急落と景気低迷により 2014 年には輸入の減少が顕著となり、貿易収支は黒字化し、経常収支の赤字幅は縮小した（図表 13、14）。

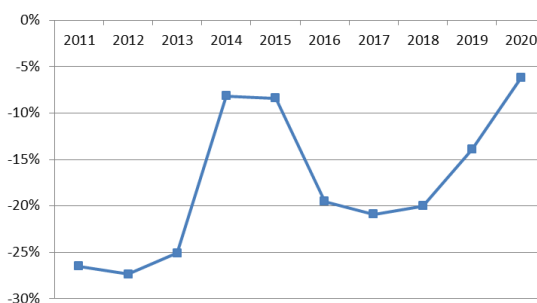
2015 年は貿易収支は引き続き黒字基調が見込まれ、経常収支も赤字ながら横ばいでの推移が見込まれ、国際収支の急激な悪化には一応の歯止めがかかった格好である。

図表13: 貿易収支



出所: モンゴル中銀

図表14: 経常収支赤字(対GDP比)

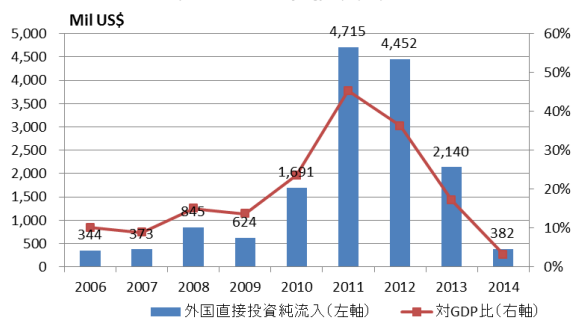


出所: IMF世界経済見通し2015/10

他方、外国直接投資の受入れ（図表15）は、2009年のオユトルゴイ第1フェーズの契約締結に伴って2010年より急増したが、これに関する設備投資が一段落して生産開始となった2013年以降、激減する。これは、後述の資源ナショナリズムと外国投資法の見直しによる投資環境の悪化、オユトルゴイ第2フェーズの契約後ずれによる投資家の警戒に深く関係している。

今後については、2016年上半期にもオユトルゴイ第2フェーズに関する最終合意がなされ、直接投資が急増する可能性が考えられる。ただし、これは設備輸入の増加を伴い、経常収支の赤字を伴うこととなるので、国際収支の劇的改善にはつながらない可能性が高い。

図表15: 外国直接投資受入

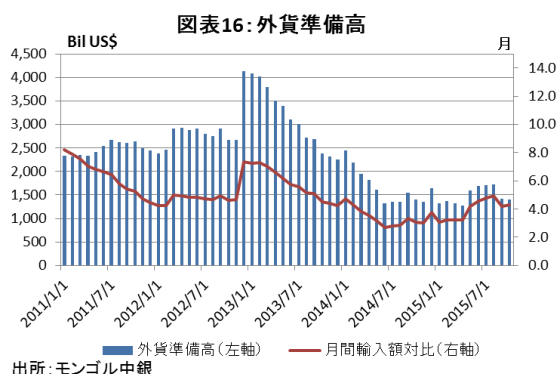


出所: 国家統計局

(2010-13年の直接投資の増加はオユトルゴイ第一フェーズに関わる設備投資が牽引。)

外貨準備高は、図表16の通り、2012年12月のチンギス債発行後に一旦急増するも、その後は一直線に下落していき、2014年6月には月間平均輸入金額の2.7カ月にまで落ち込むこととなる。しかし、2014年8月には中国人民銀行とのスワップ協定が拡大され、それに基づくスワップの実行が可能になったと見られ、若干の回復傾向をたどって現在に至る。2015年10月末現在は、月間平均輸入金額の4.3カ月程度となっている。

一息ついたとはいえ、脆弱な構造であり、今後の推移を引き続き注意して見守る必要がある。



#### (4) 2014年11月のサイハンビレグ首相就任と「包括的マクロ調整プラン」導入

GDP 成長率の低下、インフレ昂進、財政赤字拡大、通貨トゥグルク安、経常収支赤字、外国直接投資の流入停止、格付け機関の評価見直しなどにより、モンゴル経済は苦しい状況となり、2014年11月、アルタンホヤグ首相は経済運営の失敗の責任を取られ内閣総辞職となった。

その後を継いだサイハンビレグ政権は、選挙を控える時期にも関わらず、より緊縮的な財政政策を採らざるを得なくなっている。2015年に入ると、IMFの4条協議ミッションの来訪に合わせるようにして、IMFにモンゴル経済立て直しの処方箋となる財政プログラムの作成を依頼した模様である。このプログラムは、今のところ政府が正式に採用するには至っておらず、現状はそれを一部反映させて「包括的マクロ調整プラン」が策定され、緊縮的財政管理が行われている。今後、IMFプログラムとの関係をどのように整理するかは、おそらく2016年6月の総選挙での国民がどのような選択をし、新たに成立する政府がどのような選択をするかにかかっている。そして、それが当面のモンゴル経済の鍵を握ることになる可能性が高い。

## 5. モンゴル政治と資源ナショナリズム

### (1) 2016年の議会選挙に向けた動向

モンゴルでは、4年に1度、総選挙（議会は1院政）が行われ、その翌年に大統領選挙が行われる形で政治が動いていく。直近、大統領選挙は2013年6月に行われており、改革の継続を訴えた民主党のエグベルドルジ大統領が再選された。次回選挙は2017年6月に予定される。

議会選挙については、直近は 2012 年 6 月に行われ、2 大政党間で争われた結果、2012 年に人民党から民主党へと政権与党が交代することとなった。その際、民主党の得票が単独過半数に至らなかったため、アルタンホヤグ民主党党首兼首相は公正連合、国民勇気・緑の党と連立政権を組んだ。しかし、アルタンホヤグ政権は前述の通り 2014 年 11 月に経済運営の失敗の責任を問われて総辞職することとなった。後任の首相には、同じく民主党のサイハンビレグ前官房長官が就任し、党首にはエンフボルド国会議長が就任した。この時には野党である人民党も政権に参画して、大連立が成立した。しかしこの大連立は次回総選挙が 1 年以内に迫る中で 2015 年 8 月には協力関係が綻び崩壊した。この崩壊は政治の世界ではほぼ予想された範囲のもので、閣僚や官僚の交代はあったものの民衆レベルでは混乱等は生じていない模様である。

さて、2016 年 6 月の総選挙がどのような結果になるかは予断を許さないが、2 大政党制であることから、人民党が政権を取り、政権交代となる可能性はある。この場合は閣僚の交代のみではなく、主要官僚も追って入れ替わると予想されており、選挙後は政策運営がやや不安定になる時期があると予想される。IMF のプログラムをどうするのか、外資導入政策をより投資歓迎の方向に変えるのかも、選挙結果を見ないと何とも言いえない状況となっている。外国投資家はこの選挙結果に注目しており、当面は新規投資を控え、様子見モードとなることが予想される。(オユトルゴイ案件は既存プロジェクトで別格のものであり、これまでの 2 年近い交渉を踏まえ着々と前進する可能性の方が高いであろう。)

## (2) 資源ナショナリズムと投資環境悪化

モンゴルは 2000 年代以降、鉱物資源に依存する経済に移行する中で、中国への依存度を急速に高めて行ったが、中ソ対立の歴史もあってモンゴル人には対中警戒感が植えつけられていた。

2010 年頃にモンゴル人アイデンティティや資源ナショナリズムについての議論が盛んになる中、2011 年 7 月にタバントルゴイ鉱山開発の入札結果が公表され、中国企業が 40%、ロシア・モンゴル企業連合が 36%、米国企業が 24%ということが明らかになった。これをきっかけにしてモンゴル国民の資源ナショナリズム意識が急激に高まり、対中警戒感や危機感も噴出した。そして入札結果は同年 9 月に国家安全保障会議で否決され、白紙に戻されることとなった (その後のことは後述)。

このような資源ナショナリズムの高まりを受けて、モンゴルではそれまで外資に対し

て寛大とされてきた（旧）外交投資法を見直すこととなり、2012年5月には人民党政権下で「戦略的業種への外国投資管理法」という法律が施行され、外国投資家のモンゴル投資環境が激変した。これによるモンゴル経済への悪影響を懸念しつつ、政府は2013年11月に新たな「外国投資法」を施行した。しかし、2013年半ばには、オユトルゴイ鉱山の開発に関してリオティント側とモンゴル側の意見対立が明るみに出て、第2フェーズの交渉が後倒しとなり、外国投資家の対モンゴル直接投資は急激に冷え込んでいき、モンゴル投資環境悪化に関する懸念は未だ払しょくされていないのが実情である。

外国投資の急減はモンゴルの対外支払いポジションを悪化させ、格付け機関による国債の評価引き下げにつながっている。国家アイデンティティを考えることは、その国を維持するうえで避けて通れないこととはいえ、経済面での影響は甚大である。

### （3）オユトルゴイ鉱山とタバントルゴイ鉱山の開発に纏わる問題

オユトルゴイ鉱山は2001年に発見された銅・金の豊富な埋蔵量を誇る鉱山である。現在、モンゴル政府34%、リオティントの子会社ターコイズヒル社66%の出資によるコンソーシアムにより開発が進められている。露天掘りの第1フェーズは2009年の合意に基づいて資金導入と設備投資が進められ、2013年7月より実際の採掘が始まっている。その後、すぐにもでも坑道掘りの第2フェーズの投資が行われるはずであったが、税金と開発コスト計算の問題で、リオティント側とモンゴル側とで不一致が生じ、結局約2年の交渉を経て2015年5月によりややく両者は合意に達した。第2フェーズは、2016年前半にも本契約が行われ、投資総額は54億ドルに及ぶと伝えられる。

本プロジェクトは順調に進んでも、本格生産は5年以上先のことであるが、多くの関係者が本プロジェクトの進捗に注目している理由は、プロジェクト自体の重要性に加えて外国投資家のモンゴル投資環境を測るためのバロメーターと見られていることがあるだろう。これが順調に進めば外国投資家にとっては大きな安心材料となるが、万一、再び予想外のトラブルが発生するようなことになれば、それはモンゴル向け投資の長期的な停滞を意味することになるかもしれない。

さて、もう一つの巨大鉱山プロジェクトであるタバントルゴイ石炭鉱山については、2014年12月には再入札が行われ、その結果、中国の神華集団、エネルギーリソース社（香港上場）と住友商事の3社コンソーシアムに優先交渉権が与えられることとなった。しかし、中国経済の減速に伴う石炭価格の急落という経済環境の激変に直面していることに加え、本プロジェクトは生産された石炭の輸送手段に関してボトルネックを抱えている

る。低コストで石炭を安定的に需要地に輸送するには鉄道一貫輸送が好ましいが、未だその計画は固まらない。線路幅をソ連式の広軌にするのか、輸出先中国の標準軌に合わせるのか、東部に運ぶのか南部に運ぶのか議会での討議はまとまらず、結論が出せずにいる。国の景気減速と資源価格の今後の予想、資源ナショナリズムとの整理、鉄道敷設に関する利権の処理、外交関係の整理など、全てを満たす最適な解は得られがたいことから、どこかで権限を集め、決定をしなければならないが、議会と政府と大統領の権限など、国の意思決定の方法や憲法にまで、議論が及ぼうとしているようである。

## 6. 緊密化が進む中国との関係

### (1) 歴史的経緯

モンゴルは、ロシアと中国の二大国に挟まれ、既述の通りソビエト連邦の経済システムの影響下にあった。ソ連崩壊後はロシアに置き換わり、その影響力は 21 世紀に入ってから拡大は見られていないようだ。他方、中国の影響力は明らかに拡大している。特に 2013 年 3 月に中国で習近平政権が正式稼働し、「一带一路」構想が打ち上げられて以来、モンゴルは中国と急接近を始める。モンゴル人の中にある中国人への警戒感は依然として強いが、中国の積極的外交姿勢と経済大国の魅力に、モンゴルは引き寄せられており、その流れはモンゴルが経済上の苦境に陥り始めたことで、強まっているようだ。

### (2) 中国の「一带一路」構想と首脳間交流

中国の「一带一路」構想は、互惠関係の推進により、中国と「沿線国」が共にメリットを受けるものと、中国は主張している。例えばモンゴル東部は中国吉林省と連携強化によりその地域一帯が発展可能となる。モンゴル南部と中国の連結強化によりタバントルゴイ・オユトルゴイの資源の輸送に関し双方にメリットが生じる。国際貨物鉄道が中国からモンゴル経由でロシアのシベリア鉄道に連結されれば、ユーラシア大陸全体の経済活性化につながると、いう具合である。

金融面では、中央銀行間スワップが 2014 年 8 月には 150 億元/4.5 兆トゥグルク（24 億ドル相当）の規模にまで拡大されており、これは中国の周辺地域に対する支援であると同時に、中国の影響力強化策でもある。双方に思惑はあるが、お互い利用し利用される関係が成立している。発想は「一带一路（新シルクロード）」と同じであると言える。

モンゴルと中国との関係は首脳間の交流で深まってきている。2014 年 8 月には習近平国家主席が 11 年ぶりにモンゴルを公式訪問、翌 2015 年 11 月にはエグベグドルジ大

統領が中国を公式訪問した。この他に2014年11月のアジア太平洋経済協力会議(APEC)首脳会談を利用した二国間会談とアジアインフラ投資銀行(AIIB)へのモンゴルの参加、2015年7月ロシア・ウファでのBRICS・上海協力機構ダブルサミットにおけるロシアを交えた三者会談の実現、同9月の北京での「抗日戦争勝利70周年」軍事パレードへのエグベグドルジ大統領出席など、全てはモンゴルと中国の二国間関係の深まりを示す。ロシアは今のところ、このようなモンゴル・中国関係の進展に不満は表明していない。恐らく中国を警戒しながらも、経済的な利益を得られるところは、敢えて口を出さないとスタンスを取っているものと推察される。

### (3) モンゴル政府のスタンス

モンゴル政府は、自国の中長期的な発展を確実なものとし、短中期的なリスクを管理・抑制するために中国との関係を最大限に利用しようと考えていると見られる。その最たるものが中銀間のスワップ協定の活用であり、これはモンゴルの外貨準備不足を補うために有効に使われている。さらに、モンゴル側はAIIBやシルクロード基金、中国国家開発銀行についても、条件次第で積極的に活用したいと考えていると見られる。

もちろんモンゴル国内にある反中ナショナリズム感情は無視できず、モンゴルにとって中国との関係強化は諸刃の剣である。何かを間違えて中国から理不尽な要求を突き付けられ吞まされるようなことになれば、国民から強い反発を受け政治上の立場を危うくするであろう。しかし、モンゴルは当面の経済危機をどうしても回避しなければならず、これは喫緊の課題である。中国は最大の輸出相手国であり、いかに中国との関係を整理するかは極めて現実的で決して避けることができない課題である。

## 7. 今後の予想シナリオ

モンゴルは、自ら置かれている国際環境や外部経済環境の下で今後の中長期的な発展を確実にするために、まず現在の短中期的な課題に真剣に向き合う必要がある。2014年以降、経済の苦境が鮮明になる中で、同国の政治家は徐々に現状に対する危機感を共有し始めたと見られ、それが本物であれば朗報であろう。

今後2016年6月には総選挙が控えており、これに続いて翌2017年6月には大統領選挙が行われる。民主国モンゴルの国民がアイデアを出し合い、現在の短中期的な経済危機の状況を乗り越え、将来のあるべき姿を描きながら国造りを一步一步進めていけるかどうか、ここで試されることになるだろう。



2016年6月の総選挙は民主党、人民党のどちらが勝つにしても、政権の最大の課題は経済であり、まずは2017～2018年の債務償還時期をいかにうまく乗り越えていけるかがポイントとなる。モンゴル政府は、緊縮的な財政運営を行いながら、中国との関係を固め、IMF・世界銀行、アジア開発銀行（ADB）等からの支援の可能性を探り、それと同時に国際金融市場との対話を継続していくことになるだろう。そのためにも、モンゴル国民の国造りに向けた意思の確認が重要である。それに当って外国投資家とどのように共存していくかも、重要なテーマとなるであろう。

モンゴル経済が直面する短中期的な苦境からの脱却についてのメインシナリオは以下の通りと想定される。

- ① 2016年前半にオユトルゴイ第2フェーズが無事に本契約に至り、入札手続き、設備投資が開始される。また、オユトルゴイ以外の金鉱山などで新規の開発が進み、外国投資も若干増加し、モンゴル経済は幾分活気を取り戻す。
- ② そのような環境の中で2016年6月の総選挙は、混乱することなく、有権者が然るべき選択を行う。その結果、議会での政策論議が有意義なものとなり、新政権が適度に緊縮的な財政政策を継続することが可能になる。インフレは抑制され、トゥグルク相場の下落も止まり、経済は落ち着いていく。翌年6月の大統領選挙も有権者が然るべく選択を行い混乱なく新大統領が選出される。
- ③ 2017年から2018年に期限が到来するチンギス債を含む外国通貨建て債券は、発行コストは若干高くなるが借換え債の発行によりデフォルトを回避。
- ④ 2018年頃には中国経済の減速傾向が底を打ち、資源価格も若干の反発に向かう。これによりモンゴルの資源輸出に関する環境が若干改善し、国際収支も、オユトルゴイの設備投資による大幅変動分を除いた基礎的なところ改善が進む。オユトルゴイの開発に関する熱狂は管理され、なんとか経済の好循環が動き始める。

なお、これが実現しないケースとしては、モンゴル人が誤った判断を繰り返し、リオティント社が巨額なコストを払ってでも投資を取り止めるような不可逆的変化が発生すること、隣国の中国経済が想定外の失速状態に陥り、国際政治・安全保障分野で中国・ロシアを巻き込む大激震が発生して、国際金融資本市場がマヒするに至る事態の発生が考えられるが、その発生確率が高まる兆候は見られておらず、メインシナリオ実現確度は7-8割程度と見てよいものと考えられる。

以上

< 参考資料 >

- World Bank “Mongolia Economic Update”, November 2015
- IMF “Mongolia 2015 Article IV Consultation—Staff Report”, April 2015
- 外務省 ODA 国別援助方針・事業展開計画
- 井上裕介、「モンゴル経済の現状と課題 ～注目される国際収支の動向～」、国際通貨研究所 Newsletter 2014.12.26 (No.3, 2015)
- 日本貿易振興機構「モンゴル経済概況」
- 在モンゴル日本国大使館 週報レポート
- 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 2016 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 Hongokucho 1-chome, Chuo-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](mailto:admin@iima.or.jp)

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