

# モンゴルの債務危機

モンゴル税理士会研究部長 H. バトスーリ

モンゴル持続可能発展戦略研究所エコノミスト T. エンフトヤ

## 要旨

債務は経済成長の原動力となる。それと同時に経済的な惨事の原因ともなりうる。近年のモンゴルの経済動向は、このことを証明している。現在モンゴルが直面している経済危機に関して詳しく検討してみると、2つの特徴が明らかになる。その1つは、過剰な民間部門の債務である。これは危機に際して見逃しがちな特徴である。もう1つの特徴は、外国通貨建債務の比率の高さである。経済学において「原罪」と呼ばれる外貨建債務の大部分が対外債務によるものである。これらはモンゴルが危機から脱出するために対処しなければならない2つの問題である。

## キーワード

対外債務 外貨建債務 モンゴル経済破綻 民間債務 公的債務

## 1. はじめに

現代の経済において、債務は経済成長のために必要な手段であり、その原動力であるとみなされている。しかし、何事もそうであるように、過剰な債務は経済成長に対して負の影響を及ぼす原因となりうる。近年モンゴルが直面している経済危機の背景にあるのは、閾値を超えた巨額な債務である。本稿の著者の一人が2015年の論文「「原罪」-モンゴルは対外債務危機に直面するか?」(Batsuuri, 2015)において予測していた債務危機は現実のものとなり、モンゴルはまさに経済危機の只中にある。事実、モンゴルは経済崩壊に瀕し、膨大な過剰債務によってデフォルト寸前の状況にあるのである<sup>1</sup>。モンゴル政府は、2017~2018年とそれ以降の時期において、債務元利返済額が毎年財政収入の40~50%の規模になると予想している。しかし、モンゴル政府は無力であり、「外部」からの救済措置を期待する以外にすべがない。さらに、政府部門だけではなく、通常ほとんど考慮されないことがない民間部門も過剰な債務を抱えており、すぐに支援策を要求することになるだろう。しかし、いかなる支援策であれ、それが債務危機を終結させモンゴルを救うこ

とにはならないということが問題である。この債務危機の根はあまりにも深いため、さらに数年間危機が続き、モンゴル経済の成長を阻害し続けるだろう。

モンゴルの債務の特徴は他の国とほぼ同じであるという見方も存在するが、実際には次のような固有の特徴がある。それは、(1) 過剰な民間部門の債務、(2) そのほとんどが対外債務によって構成される外貨建債務の比率の高さ、である。モンゴルが近年直面している債務危機を克服するために、モンゴル政府はこれら2つの主要な問題に取り組まなければならない。

## 2. 過剰な民間債務の問題

民間部門の債務は国内の消費者と企業の借り入れの合計である。意図的であるにせよないにせよ、債務の問題を議論するほとんどの場合において、民間債務の問題は看過されている。大きくなりすぎた民間債務は経済成長を阻害する要因になる。なぜなら消費者や企業は所得のかなりの部分を債務の元利の返済に充てなければならず、このことが成長の余裕を損なうからである。Muzzucat (2016) にとどまらず多くの研究が指摘しているとおり、政府債務や財政赤字がマスコミによって

大きく取り上げられるが、これらは問題ではなく、むしろ民間債務こそが問題なのである。実際のところ、政府債務の問題が最も多く議論されているという現実には、政府支援を必要とする民間部門の債務が巨額に存在し、急激に増大しているという脅威から人々の関心をそらしている。Ritholtz (2012) は、民間債務の急速な増加が厳しい景気後退をもたらすことを明らかにした全米経済研究所 (National Bureau of Economic Research) の研究を紹介したうえで、金融危機をより正確に矛盾なく予測する際に有益になるのは公的債務の額よりも、過剰な民間債務の存在であると強調している。Hudson (2013) は債務デフレーションのスパイラル化が民間債務の過熱の結果であると強調しているが、このことはモンゴルの状況に当てはまるかもしれない。

対GDP比100~150%が民間債務の閾値であり、その超過は危険の前触れであり、2007~2008年のアメリカ、1991年の日本、そして2016~2017年のモンゴルを含め、多くの国において生じたような経済危機をもたらすとVague (2014) は指摘している。

図1に、著者の一人が2017年にデフォルトになりうる債務危機をどのように予測し

<sup>1</sup> 2017年3月21日を返済期限とする5.8億ドルのモンゴル国債は、国際通貨基金 (IMF) の救済措置の一部として、新しいより利率が高い国債6億ドルと交換された。モンゴル政府はすでに来年において6.5億ドル以上の元本の返済に迫られている。

たかを示した (Batsuuri, 2015)。この予測は、今日モンゴルで観察されている状況に合致している。実際に、2016年対 GDP 比200%の規模に達した民間債務は危機の前提条件となり、いまや控えめに

見積もっても、ほぼ211%の規模になっている<sup>2</sup>。

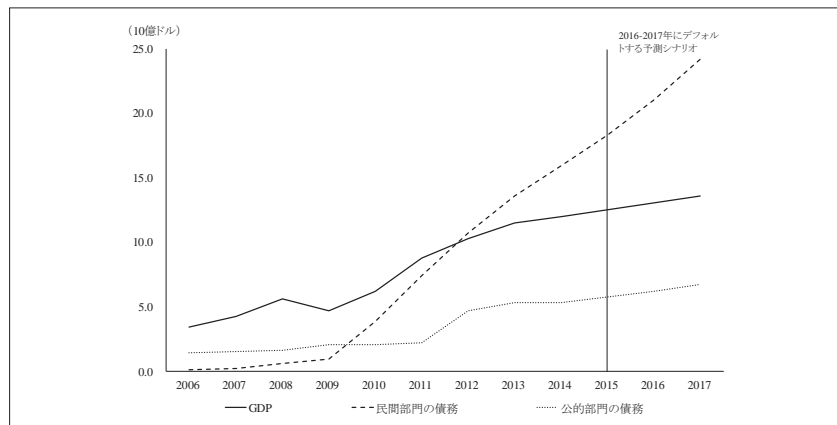
将来において金融に不安定性をもたらす主要因となるため、指数関数的に増大している民間部門の債務に人々と政策

立案者が再び注目し、それを抑制するように Soos (2016) は警告している。債務総額は120億ドル規模の GDP に比して303%にも達しており、その大部分が民間部門の債務によるものである。そのためモンゴルが危機の状態にあり、近い将来においてすぐに回復できる見込みがないということも当然のことである (図2)。それではモンゴルの民間債務はどのくらいなのだろうか。

図2に過去9年間のモンゴルの債務状況の推移を示した。2016年末時点における民間債務と公的債務を合計したモンゴルの債務総額は73.4兆トゥグルグ、対 GDP 比303%と見積もられている。このうち、公的債務の対 GDP 比は92%、民間債務のそれは211%であった。実に公的部門・民間部門の債務双方がそれぞれ55%と100~150%という債務規模の閾値をはるかに上回っていたのである。2008年において対 GDP 比で見た債務は公的債務で32%、民間債務で51%、債務総額で83%であったが、2008年から2016年の9年間で、民間債務と公的債務のそれぞれが増加し、債務総額が劇的に増加したのである。

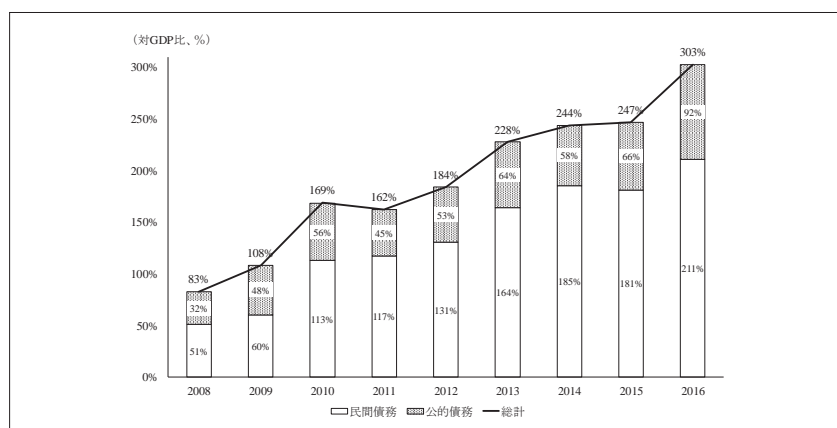
果たして、モンゴルにおける民間債務の構成比の高さは経済の不安定性をもたらす要因になっているのであろうか。モンゴルにおいて民間債務のシェアは著しく大きい。それは債務全体の72% (過去9年平均) 以上を構成し、公的債務よりも直接的な影響を経済に与えている。GDP に比して211%に達する民間債務は大きすぎるものであり (図2)、もちろんそれは現在進行中のモンゴルの債務危機を招いている要因となっている。それにもかかわらず、メディアは民間債務問題を軽視している。積みあがる公的債務という恐ろしい問題が人々の関心をさらってしまい、政府は動揺して2017年以降はさらに借入れを行おうとしている。2017年以降において債務総額の増大が予測されるが、これは政府による借入れが継続されるためである。そのため、債務全体に占める公的債務のシェアは現在の31%から35%へと上昇し、民間債務の対 GDP 比は65%にまで低下すると予測される (図3)。

図1 モンゴルの現状と2015年以降の予測：GDP、民間債務、公的債務



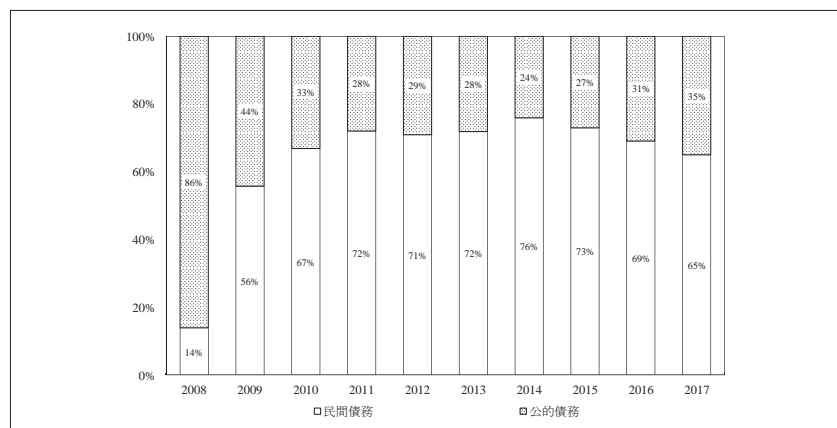
出所：Batsuuri (2015) を参照、モンゴル中央銀行データを用いて筆者作成  
注：2017年までに民間債務・対 GDP 比が200%に達すると予測した。

図2 モンゴルの債務状況：対 GDP 比



出所：モンゴル中央銀行・債務統計および商業銀行レポート (2008~2016年) に基づき筆者作成

図3 モンゴルの債務構成：民間債務と公的債務



出所：モンゴル中央銀行レポート (2008~2016年)、中銀公定為替レートで米ドルをトゥグルグ換算、2017年は予測値

<sup>2</sup> 民間債務総額の評価には銀行融資だけが含まれている。質屋の融資は考慮されていない。

民間債務の構成比はほぼゼロからスタートしたが、1990年以降モンゴル経済における民間部門の役割がますます大きくなってきている。2008年には民間債務のシェアは債務全体の14%に過ぎなかったが、2011年に72%にまで増大し、それ以降70%近辺に高止まりしている(図3)。民間債務のシェアの増大は2008-2012年にかけてモンゴルが享受した採掘ブームと軌を一にしている。しかし、国際商品価格の落ち込みと変動に伴い、経済にとって脅威となり、今後取り組むべき主要な問題となったのである。採掘ブームの時に負ったモンゴルの民間債務のほとんどは返済期限が5-8年であり、2020年頃に期限を迎える。民間債務は政府債務よりも大きく、そしてより直接的な影響を経済的な帰結に与えるかもしれない。そのため、民間債務に関連した問題を明らかにすることは極めて重要であり、経済復興により有効性が高い方策なのである。

### 3. 外貨建債務と対外債務の問題

Hudson (2013) や Ritholz (2012) の研究によれば、対外債務とは国外にある資金源から借りた金のことであり、世界のあらゆるところで、とりわけ発展途上国で債務危機の発生において大きな役割を果たしてきた。ここで問題となっているのは、対外債務のほとんどが外貨建債務であ

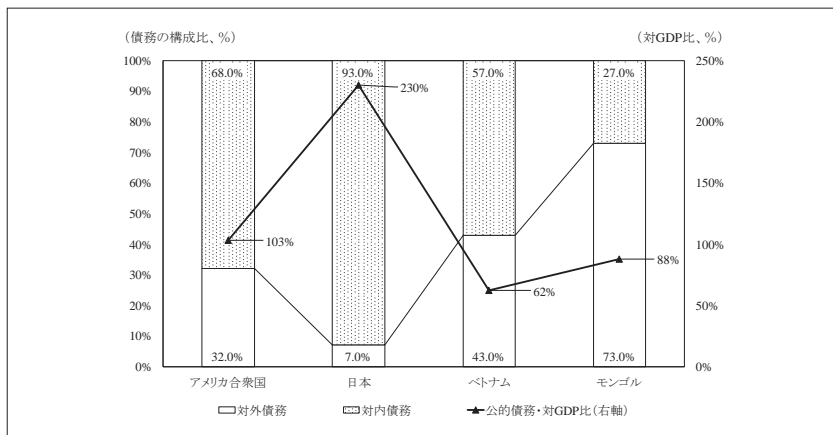
る、ということである。すなわち、債務危機において主に問題となっているのは外貨建債務のことである。本国通貨によって国際的に資金を借り入れる経済力がない国にとって、対外債務と外貨建債務は同義である。このことが特に当てはまるのが、モンゴルのような途上国である。そこでは、対外債務と外貨建債務はほぼ同額であり、したがって債務全体に占める構成シェアもほぼ同じである。図4が示すとおり、モンゴルにおいて債務全体に占める対外債務の構成比は73%であった。しかし、モンゴルの対外債務のすべてが米ドルや中国元といった外貨建債務であるということに注意しなければならない。これに対して、アメリカ合衆国や日本の状況は異なり、対外債務の比率はそれぞれ32%と7%であり、必ずしも外貨建の対外債務であるというわけではない。事実、アメリカと日本の外貨建債務の比率は5%程度に過ぎない(Batsuuri, 2016)。

もちろん、対外債務と外貨建債務は同じではなく、経済に対して有する意味も異なっている。外貨建債務は「原罪」(Batsuuri, 2015)として知られ、その名称のとおり借り入れた外貨で返済しなければならない債務である。債務を返済するために、国は輸出などの手段を用いて外貨を稼がなければならない。これは簡単なことではない。これに対して、本国通貨建債務の場合、その難しさは小さな

る。国内で通貨を稼ぐことができ、政府は通貨をコントロールしているからである。対外債務と対内債務の双方ともに外貨建で発行できる。ほとんどの国では外貨建債務は対外債務である。しかし、すべての対外債務が外貨建というわけではなく、国による。例えば、アメリカ合衆国、日本、イギリス、EU 諸国や最近では中国のように、準備通貨となるような通貨をもつ国では、対外債務を抱えていたとしても、必ずしも外貨建債務ではない。これらの国では対外債務の多くは本国通貨建であるため、債務の負担が著しく減少する。そのため、債務問題を扱う際に、国の債務の構成と種類は極めて重要な問題になるのである。

モンゴルの債務に関する議論では、公的債務全般、特に対外債務に対して関心が向けられている。そこではモンゴル政府による過剰な借り入れを正当化するために、GDP に比した公的債務の比率が「比較的低い」モンゴル(2016年88%)<sup>3</sup>がしばしば「驚異的に比率が高い」日本(230%)やアメリカ(103%)と比較される(図4)。しかし、アメリカ、日本、そして「債務比が高い有力な」先進国をとりあげ、モンゴルの債務比と比較すること自体が、多くの理由により本質的に間違っているのである。ここでは2つの主たる理由に言及するとどめておく。第一に、モンゴルの債務の維持可能性の水準は日本や米国のそれと大きく異なっている。すなわち、先進国はモンゴルよりもずっと高い対 GDP 比であっても問題なく債務を維持できるのである。第二に、そして最も重要な理由であるのは債務構成の違いである。モンゴルの公的債務に占める対外債務のシェアは73%と著しく大きいものに対して、アメリカと日本はそれぞれ32%と7%に過ぎない。さらに、アメリカと日本の対外債務の多くの部分がそれぞれ米ドルと日本円による本国通貨建債務であり、債務のすべてが外貨建であるモンゴルよりもはるかに負担が小さい、ということに注意しなければならない。ここでポイントとなるのは、モンゴルと比較して先進国はより良い状況にあり、その債務を管理

図4 公的債務の構成と対 GDP 比、2016年：アメリカ、日本、ベトナム、モンゴルの比較



出所：米国財務省レポート(2016年)、OECD データバンク(2016年)、世界銀行データ(2016年)、米国商務省経済分析局レポート(2016年)に基づき筆者作成

<sup>3</sup> 2016年における公的債務・対 GDP は図2において92%、図4において88%と異なっている。これはデータの出所が異なるためである。モンゴルではしばしば国内のデータソースと国際データベースで異なる債務額の数字が示される。



するより簡単な方法を持っているということである。これに対して、モンゴルは対外債務と外貨建債務の両方が持つ負の影響に完全に組み込まなければならないのである。経済的な意味で有意義な比較対象となりうる国とモンゴルの状況を対比するために、図4にベトナムの状況を示した<sup>4</sup>。ベトナムはGDPに比した公的債務が62%に過ぎず、その対外債務が公的債務の半分以下の43%であるため、モンゴルよりも良い状況にある(図4)。

モンゴルは、外国の貸し手に外貨で返済しなければならない公的債務のシェアが異常に大きく、その債務を維持する能力も低い。したがって、モンゴルはアメリカや日本に見られるような高い債務比を持ち出して、自国政府が国外の資金から過剰に借入れを行っていることを正当化してはなら

ないのである。

図5は、2008～2016年の9年間にけるモンゴルの債務の構成と額の推移を示したものである。図から明らかとなり、外貨建債務は急速な上昇トレンドを示している一方で、自国通貨建債務の額は小さく、その成長の推移もかなり緩やかである。このことが意味するのは、モンゴル経済とりわけ債務面の部門において、2008年から2016年を通して外国通貨の役割が極端に大きくなり、現在私たちが観察しているような状況に陥っているということである。2008年の外貨建・自国通貨建の債務の構成比はそれぞれ51%と49%であり、両者の差は小さかった。しかし、2010年以降、外貨建債務のシェアが急激に上昇し始めた。2008年の外貨建債務額は2.8兆トゥグルグ、債務全体に占める比率は51%

であったが、2016年には19.6倍の55兆トゥグルグ、債務全体の75%へと増大した。2016年において、モンゴルは過剰に高い比率の外貨建債務を抱え、債務を補填するために巨額の米ドルと中国元を稼がなければならない厳しい状況にある。

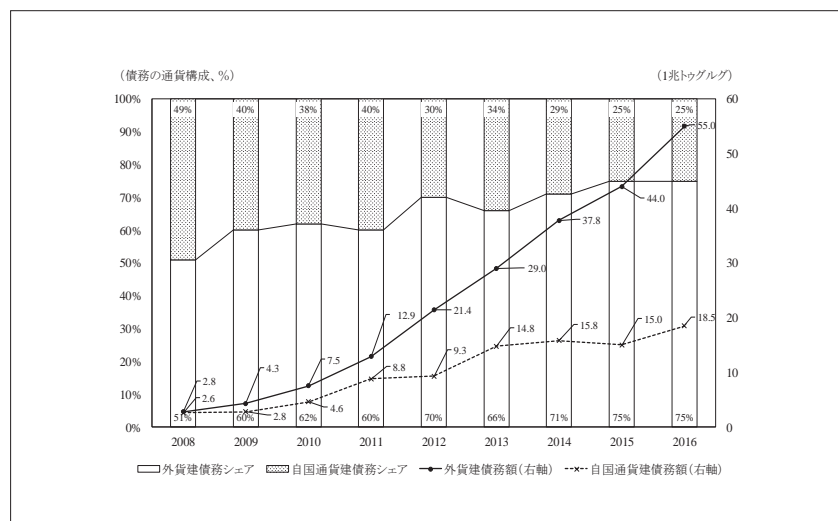
対外債務は有害であるが、過剰な外貨建対外債務はさらに有害である。これがまさに今モンゴルが抱える現状である。

## 4. 結論

債務は経済成長を促進するうえで極めて重要な要素であるが、それが過剰に大きい時、とりわけ民間債務が大きくなる時、債務は経済危機の原因となりうる。モンゴルはデフォルトに直面しており、現在の債務危機の状況は今後しばらく続き、現行の政策の下では迅速な回復は望めない。モンゴルの債務比率と米国や日本のそれを比較する有意義な論理はどこにも見いだせず、過剰な債務を正当化することはできない。公的債務が最も注目されているが、債務危機のほとんどの議論に際して無視されている民間債務、そして対外債務が主要な2つの問題である。モンゴルの対外債務のすべては「原罪」と称される外国通貨建債務である。すなわち、対外債務の究極的な問題とは外貨建債務の問題なのである。公的債務よりも巨額でありインパクトが直接的である民間債務の問題と、外貨建債務もしくは「原罪」の問題を明らかにすることは、モンゴルにとって最も有効な経済復興のための方法なのである。

[英語原稿をERINAにて翻訳]

図5 モンゴルの債務額と通貨構成の推移



出所：モンゴル中央銀行レポート（2008～2016年）、中銀公定為替レートで米ドルをトゥグルグに換算した

## 参考文献

- Batsuuri, H. (2015) "Original Sin: Is Mongolia Facing an External Debt Crisis?" *The Northeast Asia Economic Review*, Vol. 3, No. 2, pp. 3-15.
- Batsuuri, H. (2016). "Dealing with Mongolia's Debt Crisis," paper presented at workshop on 'Mongolian-Made' Capitalism, Mongolia-Japan Centre, Ulaanbaatar, 16 November 2016.
- Hudson, Michael (2013) "Government Debt and Deficits Are Not the Problem. Private Debt Is," paper presented at *the Atlantic's Economy Summit*, Washington DC, March 13, 2013.  
Available at: <http://michael-hudson.com/2013/03/government-debt-and-deficits-are-not-the-problem-private-debt-is/>
- Mazzucato, M. (2016) "Private Debt Is the Problem, Not Deficits," *Bloomberg*, 2016/08/16.  
Available at: <http://www.bloomberg.com/news/videos/2016-08-18/mazzucato-private-debt-is-the-problem-not-deficits>
- Ritholtz, B. (2012) "Private Debt Is the Main Problem. Ritholtz Wealth Management." *The Big Picture*, 2012/9/10.  
Available at: <http://ritholtz.com/2012/09/private-debt-is-the-main-problem/>
- Soos, Philip (2016) "Public Debt Is Not the Issue - That's Just a Neo-con Scare Campaign," *The Guardian*, 2014/02/02.  
Available at: <https://www.theguardian.com/business/2016/feb/05/public-debt-is-not-the-issue-thats-just-a-neo-con-scare-campaign>
- Vague, R. (2014) "Government Debt Isn't the Problem—Private Debt Is," *The Atlantic*, 2014/09/09.  
Available at: <http://www.theatlantic.com/business/archive/2014/09/government-debt-isnt-the-problem-private-debt-is/379865/>

<sup>4</sup> モンゴルとベトナムはともに旧社会主義国であり、経済構造も似ている。また両国はほぼ同時期に市場経済への移行を開始した。