

COVID-19パンデミックにおけるモンゴルの金融政策とマクロ・プルーデンス政策

モンゴル銀行金融政策部長 バヤルダワー・バヤルサイハン
 モンゴル銀行金融政策部エコノミスト バトバヤル・バートルフー
 モンゴル銀行金融政策部エコノミスト ムンフバヤル・ガンツムル

要 旨

2020年早々から、COVID-19パンデミックはモンゴルの経済、銀行、金融部門に幅広く深刻な影響を及ぼしている。本稿は、COVID-19パンデミックが経済に影響を与える経路、経済・金融部門の主な不安定要因、リスク軽減のための政策とその成果を提示する。パンデミックが経済に影響を与える主な経路には、国際収支経路、収益経路、信用経路がある。マクロ経済指標や金融部門の指標によれば、パンデミックによって景気後退、信用収縮、債務超過、銀行システムにおけるその他の要因など、重大なリスクが生じていることが示されている。パンデミックの影響を緩和するため、モンゴル銀行は、(i) 債務者のための規制措置、(ii) 融資条件を軽減し、信用収縮を緩和し、経済成長を支援するための措置、(iii) 銀行システムの流動性、収益性、健全性を支える措置、で構成される包括的な政策を講じた。これらの施策は、信用の回復を後押しし、個人や事業体の支払能力を支え、景気回復を促進する一助けとなっている。一方、パンデミックにおいて実施された一連のマクロ・プルーデンス政策の結果、金融部門の収益性、流動性、自己資本比率は改善した。

キーワード：COVID-19パンデミック、経済的影響、金融政策、マクロ・プルーデンス政策、モンゴル
 JEL Classification Codes: E5, E6, H12

1. COVID-19パンデミックが与える経済的影響の経路

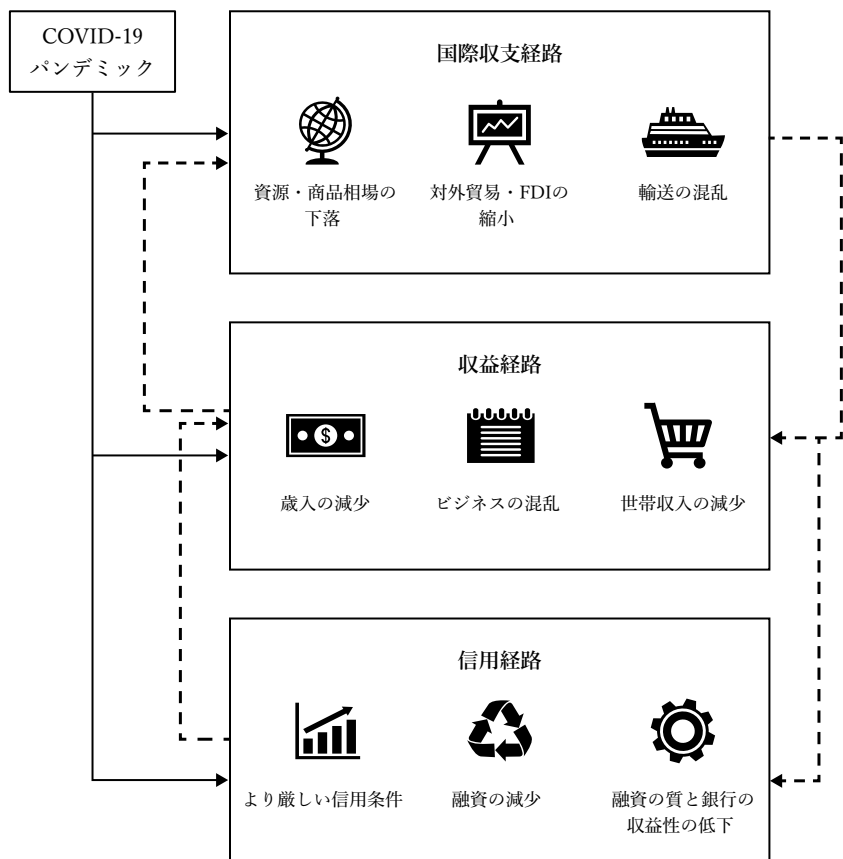
COVID-19パンデミックは (i) 国際収支経路、(ii) 収益経路、(iii) 信用経路を通じてモンゴルの経済、銀行、金融部門にマイナスの影響を及ぼしている(図1)。

1. 1 国際収支経路

輸出と資本移動は、パンデミックに伴う規制や不確実性によってマイナスの影響を受けた。パンデミックの発生により、2020年上半期にはモンゴルの主要な輸出商品の価格が崩壊し、中国との国境税関が閉鎖されたことで石炭・石油の輸出が中断し、国際収支の赤字が増加した。具体的には、金属価格と原油価格がそれぞれ17%、40%下落し、交易条件の悪化を招いた。その結果、輸出収入が著しく落ち込み、純資本流出が加速し、通貨トゥグルグの下落へとつながった(図2)。

2020年後半からは世界経済と金融市場に好ましい変化が見られたものの、中国の「ゼロコロナ」政策によって新たな課題

図1 パンデミックにおいて経済・金融部門に影響を与える経路



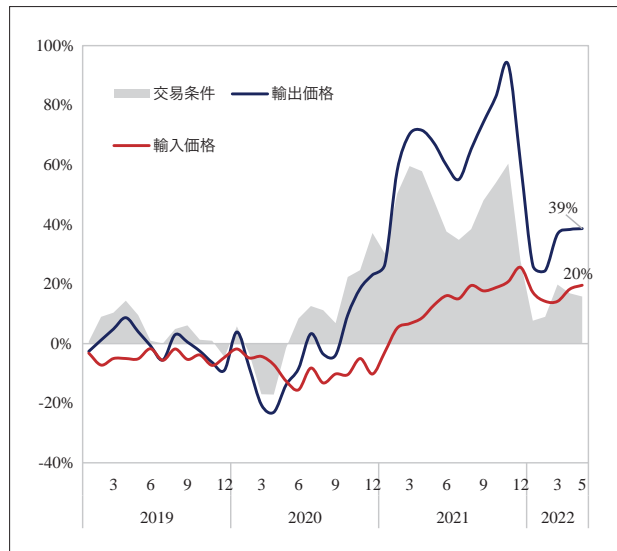
出所：Financial Stability Report of Mongolia-2021

に直面した。貿易収支は資源価格の回復、高成長を維持する中国経済、外需の回復によって支えられた。経常赤字が激減し、モンゴルへの外国直接投資が増

加したことで、2020年の国際収支は7億8670万ドルの黒字となった。主要な輸出品の価格は2021年に回復したものの、中国の「ゼロコロナ」政策によって国境税

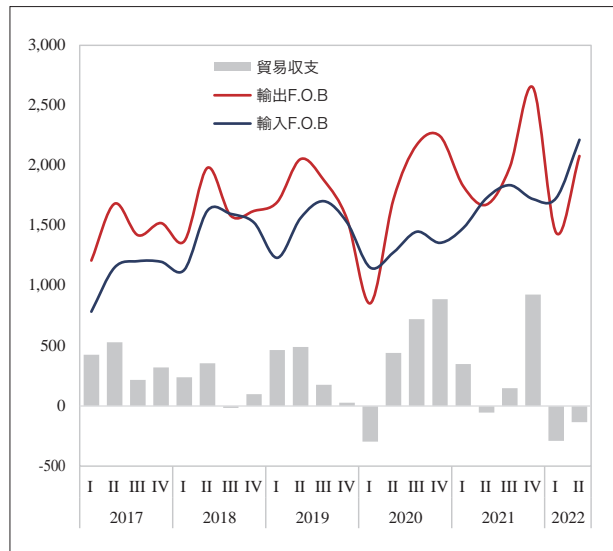
関が一部または完全に閉鎖されたことで、輸出は低迷し、2021年には2億2160万ドル、2022年上半期には10億5800万ドルという多額の経常赤字を引き起こした(図3)。

図2 交易条件、年間増加率



出所: モンゴル国家統計局、モンゴル関税総局

図3 貿易収支 (契約価格、100 万ドル)



出所: モンゴル銀行、モンゴル関税総局

1.2 収益経路

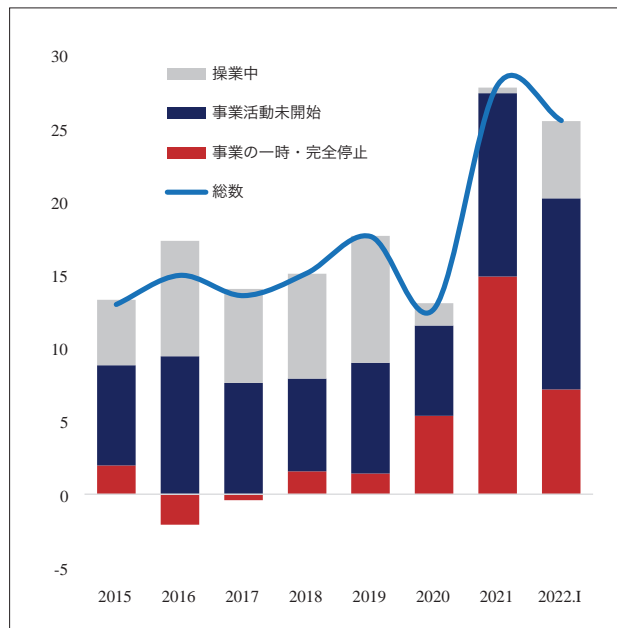
パンデミックによって鉱工業収益やその他の企業収益が大幅に失われた結果、巨額の財政赤字が生じた。2020年初頭からは、モンゴルの総合予算の収入が減ったことで財政赤字が増加した。とりわけ COVID-19パンデミックによる影響や検疫措置によって、経済活動が減速し、石

炭・石油の輸出が落ち込み、それに伴う税収不足が歳入減へとつながった。

貿易、サービス、建設、製造部門のような労働集約型部門においては経済活動の乱れが顕著となった。これらの部門では一時的または完全に操業停止した企業が最も多かった(図5)。全体では、パンデミックの影響で一時的または完全に

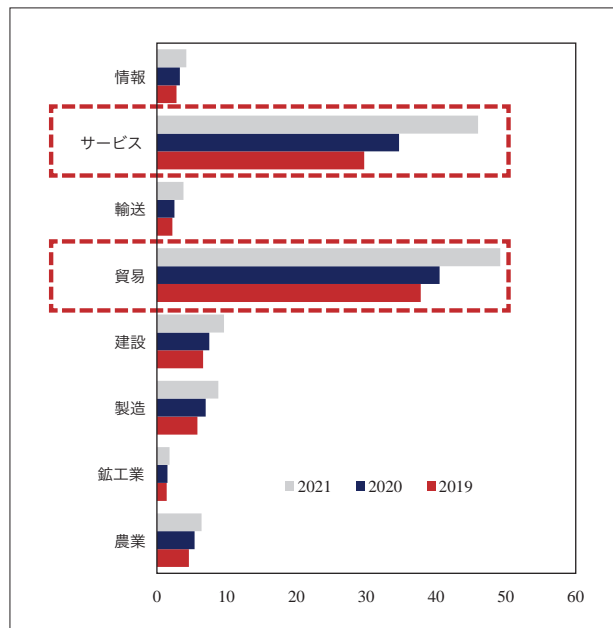
閉鎖した事業体の数は、2020年は1万2000社の増加、2021年には2万7000社の増加となり、過去10年間で最多となった(図4)。パンデミックによる労働市場の悪化に伴い世帯収入が減少したため、銀行に融資条件の緩和や延滞貸付金の繰り延べを求める依頼や要望が増加した。観光、教育、宿泊、食品、輸送、倉

図4 登録された企業数、年変化(千)



出所: モンゴル国家統計局

図5 一時的・完全操業停止企業数(千)



出所: モンゴル国家統計局

庫サービスの事業者はパンデミックによって大きな打撃を受けた。例えば、2020年上半期の工業部門の企業売上高は前年同期比30.3%減の7.1兆トゥグルグとなった。特に、採掘・採石部門の売上高は39%減少し、製造部門の売上高は15.6%減少した。しかし、2021年の同時期では鉱工業部門が63.7%増加し、急回復していること

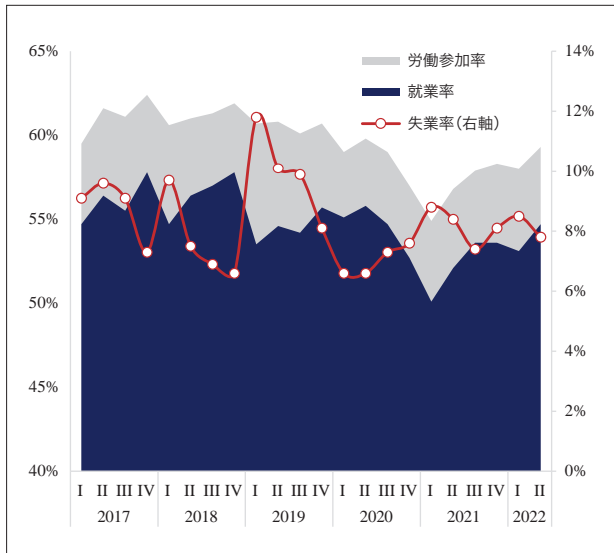
を示している。これは採掘・採石業の売上高が79.6%増加し、製造業の売上高が40.6%増加したことが主な要因であった。

COVID-19パンデミックは労働市場に深刻な影響をもたらした。パンデミックの開始によって労働参加率は低下し、2021年の第1四半期には過去15年間で最も低い54.9%にまで落ち込んだ。失業率は

パンデミックの開始以来増加し、2021年の第1四半期には8.8%に達した(図6)。

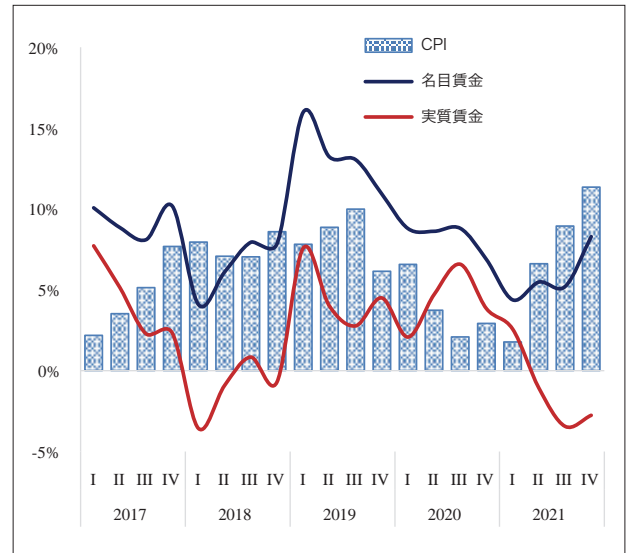
モンゴルの平均賃金は2021年の第4四半期には8.3%増加したものの、財、製品、サービスの価格上昇が加速したため、実質賃金は2.8%減となった。したがって、世帯の購買力は下落方向に転換し、家計がさらに圧迫されるようになった(図7)。

図6 労働参加率、就業率、失業率



出所：モンゴル国家統計局

図7 名目・実質賃金、年間増加率



出所：モンゴル国家統計局

1.3 信用経路

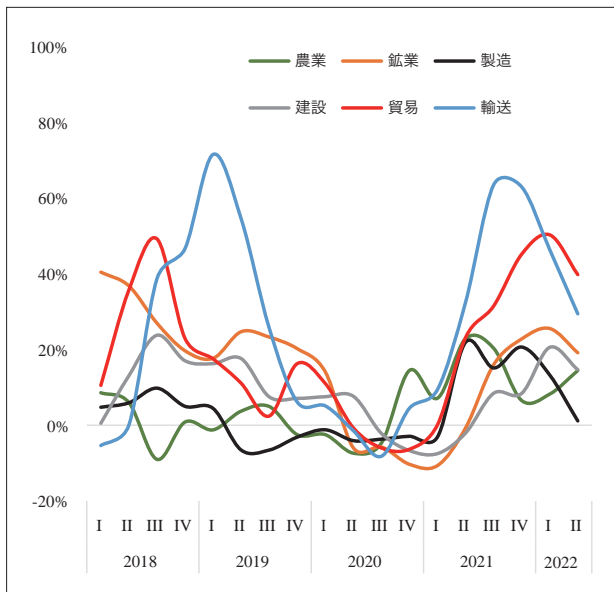
経済活動に影響を与える主な伝達経路である信用の増加率は、パンデミックでのリスクや不確実性が増したことで急激に減速した。2020年の上半期に銀行

が提供した新規融資額は9.4兆トゥグルグとなり、2019年同期比で7.7%の減少となった。銀行貸出観測調査によると、こうした銀行の融資額の大幅な減少は、COVID-19パンデミックに伴う事業活動

の削減や銀行のリスク回避が主な要因となっている。

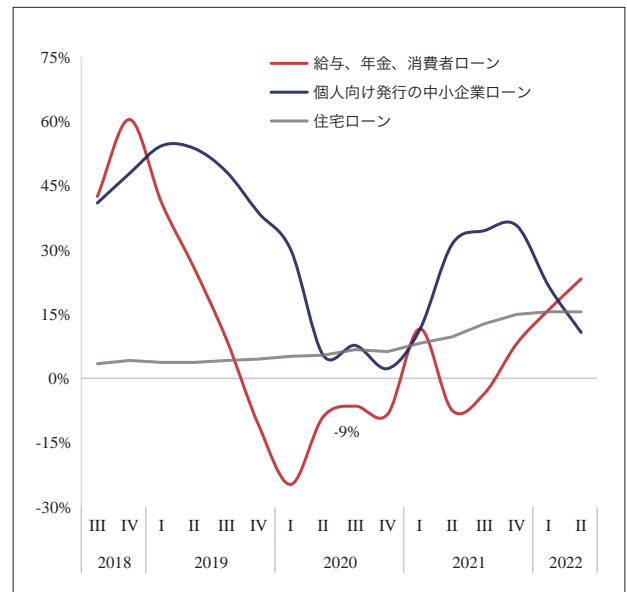
2020年は主要経済部門に提供された新規融資額が激減した(図8)。同様に、2019年は約10%だった個人向け給与、

図8 民間部門向け融資、年間増加率



出所：モンゴル銀行

図9 個人向け融資、年間増加率



出所：モンゴル銀行

年金、消費者ローンの増加率は、2020年にはマイナス10%へと減速が目立った(図9)。また、融資の質も急速に悪化し始めた。銀行システムに実施されたストレステストの結果によると、銀行の収益性が低下すると営業損失や融資の縮小が生じ、金融部門と実体経済部門が相互接続していることで経済活動にマイナスの影響を及ぼすことが分かった。

2. COVID-19パンデミックがもたらす経済・金融部門の安定に対するリスク

パンデミックによって金融安定リスクが高まった。2020年はCOVID-19パンデミックが世界的に拡大したことで、モンゴル経済は急激に収縮し、企業・家計部門は収入減や債務返済能力の問題、ローンの返済難などの大混乱に見舞われた。金融システム全体のリスク指標によれば、2020年早々からシステミック・リスクが急増し、とりわけ変化の50%以上はマクロ的リスクと対外部門のリスクが原因となっていた。また、銀行部門、資本市場、流動性、資金調達におけるリスクが増したことで、システミック・リスクがさらに増加した(図10)。経済および金融部門の安定性に影響を及ぼしていた主なリスクは以下のとおりである。

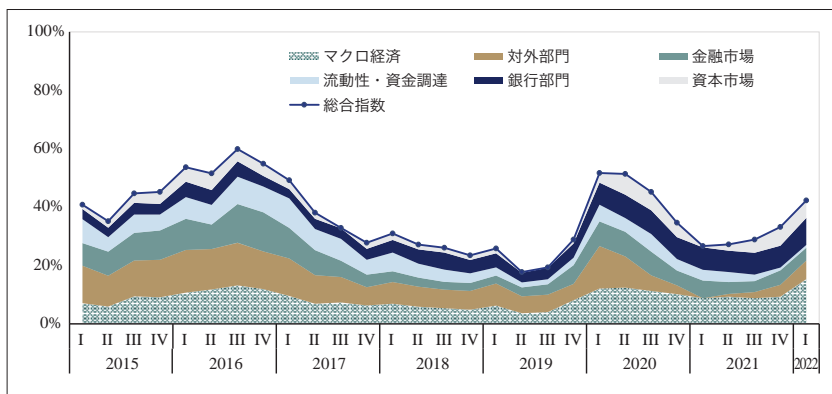
2.1 経済収縮

COVID-19パンデミックの発生に伴い、実質GDP予測値は急速に悪化した(図11)。2020年はパンデミックが拡大するにつれ、外需は萎み、資源価格は下落し、モンゴルへの外国直接投資と対外貿易が失速した。これは収益経路を通じて歳入減として反映され、特に、パンデミックに伴い企業収益が滞り、家計収入の減少が広範囲に及んだことで2020年は4.6%の経済収縮となった。

2.2 信用収縮

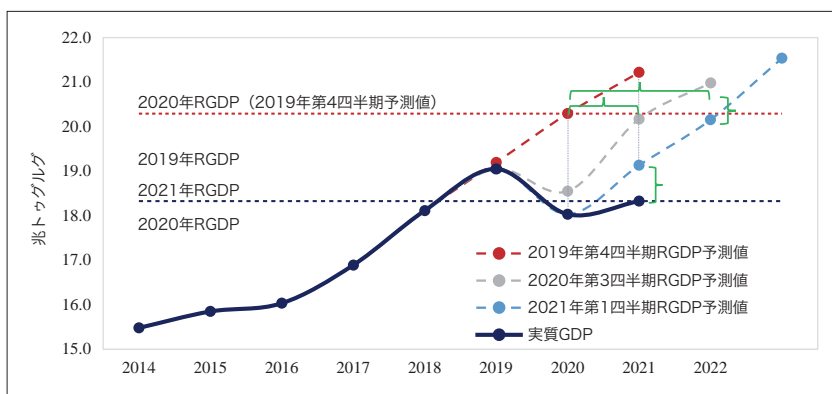
金融部門の政策が緩和的でなかった場合、金融システムにはパンデミックによる大幅な信用収縮が生じていたであろう。パンデミックをきっかけに経済活動が低迷したことで金融市場の不確実

図10 金融システム全体のリスク指標



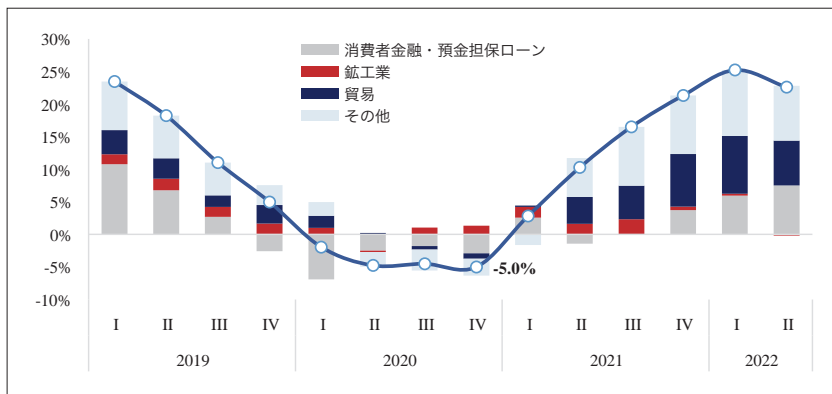
出所:モンゴル銀行

図11 実質GDP予測値の推移



出所:モンゴル銀行

図12 主な部門別銀行融資額、年間増加率



出所:モンゴル銀行

性が高まり、銀行やその他の貸出機関が信用条件を引き締め貸出を減らす方向にシフトしたことが、信用経路を通じて実体経済の悪化へとつながった。例えば、2020年の銀行融資残高および新規融資はそれぞれ5%と6%近く減少した(図12)。

2.3 企業・家計債務者の返済能力

パンデミックによって企業・家計債務者の

返済能力のリスクが高まった。パンデミックによって企業の経営活動が低下し、家計・企業の収益が減少したことで破産のリスクが高まった。具体的には、商業銀行の不良債権の総額(例えば、延滞貸付金や焦げ付き融資の合計)が、2020年5月までに4万3600の債務者によって3兆トゥグルグに達した。これらの債権の約74.4%である2兆3000億トゥグルグは企業向け融資で、残りの25.6%である7916億トゥグルグは消費者

ローンであった。さらに、2270億トゥグルグの元本と670億トゥグルグの利息は既に返済期限を過ぎていた。

これらの課題が放置されていた場合、さらなる悪化によって債務者の破産リスクが高まり、銀行の収益性は低下し、健全性が悪化していたであろう。また、銀行の流動資金不足や資本金不足のリスクが高まっていたであろう。

商業銀行の報告によれば、モンゴル銀行の施策が無ければ、銀行システムの不良債権総額は、融資総額の16.1%相当となる1兆5000億トゥグルグがさらに追加されていた可能性があることが示されている。

2. 4 銀行の収益性、流動性、自己資本比率

パンデミックの発生当初に銀行の収益が激減して融資の質が低下したことで、銀行部門のリスクが急速に高まり、銀行の流動性と自己資本比率にマイナスの影響を及ぼした。特に、パンデミックへの対応措置として行った厳しいロックダウンによって企業の経済活動が失速し、同時に銀行業務のデジタル化が急務となった。これらの措置は銀行のサービス料からの収益に不利に働き、銀行経営がさらに不安定になるおそれがあった。

2. 5 銀行負債のドルシフト

パンデミックの間、預金のドルシフトが懸念され続けた。銀行融資のドルシフトは数年にわたって急激に減少したものの、パンデミックでの預金のドルシフトが高水準に達したため、両者に大きな乖離が生じてしまい、それによって通貨の不均衡が高まり、銀行・金融部門にとっての大きなリスクとなった。

3. COVID-19の影響を緩和するための政策措置とその結果

モンゴル銀行は、国際金融機関の提言や他国の中央銀行の効果的な対策を考慮し、パンデミックの経済・金融安定性への影響を緩和するための包括的な政策を実施した。

これらの施策は金融政策とマクロ・ブロード政策のための国際的なベスト・プ

ラクティスに沿ったもので、金融の仲介を支援し、パンデミックが経済に及ぼすマイナスの影響を緩和するのに役立っている。

3. 1 債務者のための規制措置

債務者への負担を軽減するため、モンゴル銀行は国際的なベスト・プラクティスに準拠した迅速かつ強力な政策を実施した。パンデミックによる影響を緩和する各国共通の政策には、困難に陥っている債務者の消費者ローンや事業融資の条件緩和、債務返済の先送り、債権区分に用いる規定期間の一定の延長などがあった。そのため、モンゴル銀行は以下の措置を実施した。

- 住宅ローン、給与、年金、その他を対象とする消費者ローンの債権区分に用いる規定期間を一定期間延長し、区分要件を一時的に停止する
- あらゆる種類の融資のリストラチャリングを許可する
- 銀行に対し、困難に陥っている債務者の消費者ローン返済の繰り延べを許可する
- 政府の補助を受けた住宅ローンの元本と利息の返済を繰り延べする

モンゴル銀行は「資産区分、準備金およびその支出に関する規則」や「銀行業務に対するプルーデンス比率の設定と監視に関する規制」の規程に一時的な変更を加えた。とりわけ、銀行は債務者の融資期間を変更したり、問題となっている融資の区分にあたり、規定の期間をモンゴル銀行が定めた間先送りしたりすることができるようになった。

2020年4月13日に通貨政策委員会(MPC)

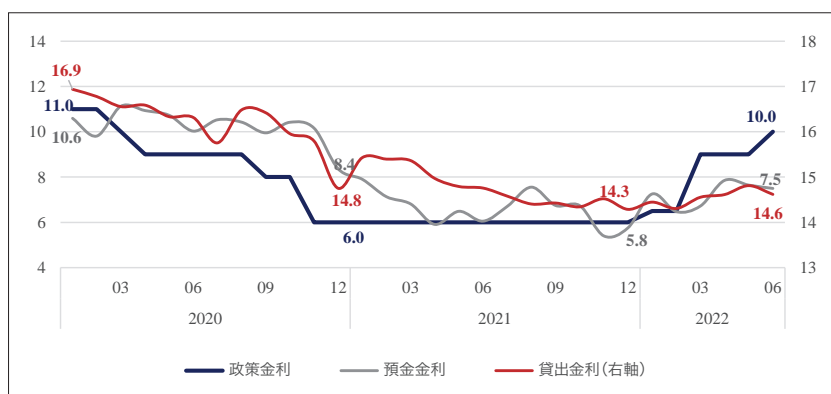
は困難に陥っている債務者の消費者ローン返済を最長12カ月間繰り延べする決断をした。2020年8月7日の MPC 会合の決定に基づき、期限が2020年末まで延長された(モンゴル銀行、2020)。

3. 2 融資条件を緩和し、信用収縮を軽減し、経済成長を支援するための措置

政策金利はかつてない水準に引き下げられた。モンゴル銀行は2020年に政策金利を全体で5~6%徐々に引き下げたが、2021年はそのまま据え置いた。こうした判断は、パンデミックで個人や事業者が直面した資金難や債務負担を軽減し、経済回復を支援する目的で行われた。施策の結果、新規融資への加重平均金利は、2019年12月の16.9%から2020年末には14.8%という前代未聞の低金利に達し、それ以降は14~15%程度で比較的安定した。その一方、新規預金への加重平均金利は2019年12月の10.5%から、2020年末、2021年末にはそれぞれ8.4%、5.8%へと引き下げられた(図13)。

国内通貨トゥグルグの支払い準備率は2008~2009年の世界的金融危機以来の最低率に引き下げられた。支援金利政策によると、モンゴル銀行は2020年にトゥグルグの支払い準備率を4.5~6%引き下げ、金利変動幅を政策金利のプラス・マイナス(+/-)1%に調節し、中小企業や非鉱業の輸出を支援するための長期的なレポ取引の手段を導入した。支払い準備率を引き下げることで、銀行システムに約7000億トゥグルグが供給された。前述の一連の判断は銀行の流動性を支え、負債のドル

図13 金利



出所:モンゴル銀行

比率を抑え、信用の増加を促進し、経済での金融仲介役を支えることを目的としている。

経済と企業の返済能力を支えるため、政府は2021年2月に「医療保障と経済回復のための10兆トゥグルグの包括的な計画」を導入した(後述)。このプログラムの下で、個人、事業者、遊牧民の正常な経済活動と破産リスクの軽減を支援するため、2021年に総額5兆5000億トゥグルグの補助金とレボ融資を提供する計画であった。(i)雇用保障プログラム、(ii)住宅ローン補助金、(iii)農業部門補助金、(iv)長期レボ融資によって、計6万1719の債務者が2021年末までに総額4兆2414億トゥグルグの融資を受けた(表1)。具体的な事業計画としては、56件の事業のうち25件は2021年に実施、3件は2021~2022年に実施、17件は2021~2024年に実施、残る11件は感染レベルやパンデミックの状況に応じて実施が計画されている。

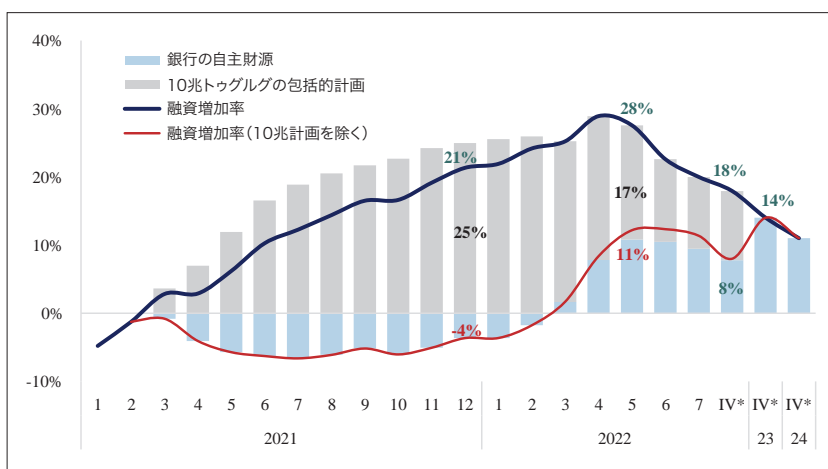
2021年の事業進捗実績は89%であった。雇用と長期的なレボ融資の手段を確保するためのプログラムの下、初期配分の43%は卸売・小売部門に、18%はその他のサービス部門に提供された。2021年末時点の推定値では、このプログラムによって約14万6000件の雇用が守られ、内訳は、約35%(5万708)が卸売・小売部門、19%(2万7131)がサービス部門、13%(1万9289)が製造部門、7%が建設部門、4%が世帯活動、3%が農業部

表1 経済回復のための10兆トゥグルグの包括的な計画の施策実績、2021年

融資プログラム	融資金額		債務者数	雇用数
	予算 (10億トゥグルグ)	充当 (10億トゥグルグ)		
A. 銀行の自主財源				
就労支援ローン	2,000.0	1,965.6	25,514	109,763
農業部門融資	500.0	494.3	20,607	
住宅ローンプログラム	380.0	357.6	3,462	
B. モンゴル銀行による財源				
長期レボ融資	2,000.0	834.9	3,395	36,622
住宅ローンプログラム	620.0	598.1	8,761	
Total	5,500.0	4,241.4	61,719	146,385

出所:モンゴル銀行、モンゴル財務省

図14 信用増加率



出所:モンゴル銀行

門、19%(2万7598)がその他経済部門となった¹。

前述の政策は信用の増加を促進し、

実体経済の資金需要に対応し、経済回復にプラスの効果をもたらした。2021年初頭から、モンゴルの金融サイクルは、世界

【経済回復のための10兆トゥグルグの包括的な計画】

2021年2月17日の政府決議第42号の下、国民の健康を守り、無理のない住宅計画を提示し、生産・サービス・雇用を支援し、農業生産と遊牧民の収入を促進するための「医療保障と経済回復のための10兆トゥグルグの包括的な計画」が実施された(Legalinfo.mn, 2022)。モンゴル銀行、信用基金、貯金保険機構、銀行は、決議の5項目目で示された雇用の創出と農業支援融資活動で協力するための協定を結んだ。

計画には2つの主な目標があり、1つはパンデミックでの経済回復である。銀行や金融機関による融資を強化し、信用保証制度を利用して銀行のリスクを分担し、政府が承認した予算内で債務者に一定割合の利息を払うことで、債務者の資金的負担を軽減するため、以下の目標が定められた。一方、この計画は国や外国からの融資や補助金による事業の資金調達を強化することで、景気を刺激することを想定している。さらに、政府はエルデネス・タバン・トルゴイ社の開発事業や採算の取れるその他の事業に対し、国家予算や政府の債務限度を圧迫しない形で資金供給することを計画した。

¹出所:「Report on Implementation and Outcome of the MNT 10 Trillion Comprehensive Plan for Health Protection and Economic Recovery - 2021」、モンゴル銀行(2022)

表2 計画実施の財源

主な実施内容・期間	予算 (10億トゥグルグ)	財源・実施計画
就労支援ローン 2021年	2,000.0	銀行の財源を基に、事業者に対して6%、個人に対して7%の利息割引をする。2021年の利息割引は、事前に承認された予算支出額に変更せず、予算を再編して資金調達され、2022年の利息支援は年次予算に含まれる。
住宅ローン 2021～2022年	2,000.0	モンゴル銀行と銀行が協力して資金提供する。予算への追加負担無し。
レボ融資 2021年	2,000.0	レボ融資の資金調達はモンゴル銀行が行う。予算への追加負担無し。
農業融資 2021年	500.0	銀行の財源を基に、融資に対して最大7.65%までの利息割引支援をする。2021年の利息割引は、既に承認された予算支出額は増加せず、予算を再編して資金調達され、2022年の利息支援は年次予算に含まれる。
マイクロ地区インフラ整備計画 2021～2024年	1,000.0	エルデネス・タバン・トルゴイ社の建設資金は国内証券市場での債券発行によって調達し、その他の外国融資、支援事業、若者向けの雇用訓練は、承認された年次予算の範囲内で実施する。政府の予算・負債に負担をかけずに、財政効率の良い商業プロジェクトを準備・実施する。
若者向けの雇用訓練 2021～2024年	500.0	
大規模事業融資 2021～2024年	2,000.0	
合計	10,000.0	

経済と金融市場の急速な回復、商品価格の上昇、その他の外部環境の好転、国内銀行を通じた補助金付き融資の大量供与によって、均衡水準を超えて回復している（図15）。2022年3月末時点での銀行融資の総貸付残高は前年同期比で約25%増加した（図16）。

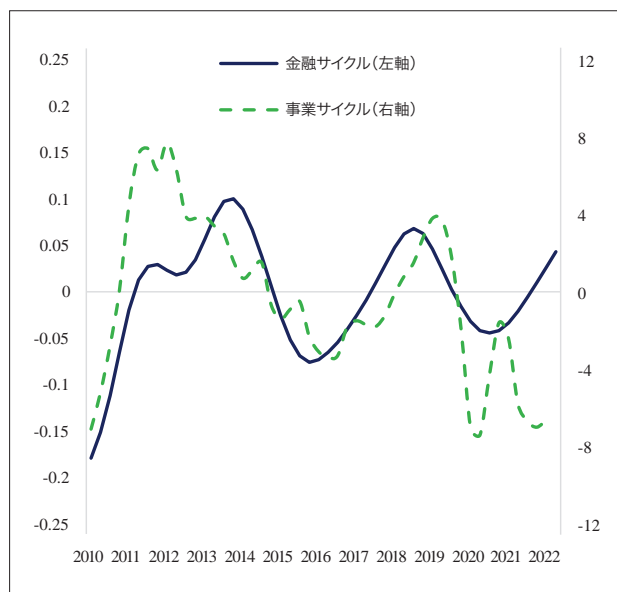
過去2年間における信用の増加の力強い回復が、個人や事業者の債務返済能力を支えてきた。さらに、債務者のための規制緩和措置を行ったことで、個人や事業者が直面する負担が軽減され、实体经济にも資金源が追加提供された。しかし、今後のさらなる信用増加の見通しに

ついては、国内の経済状況とマクロ環境に応じて注視・調整するべきである。

3.3 銀行システムの流動性、利益性、健全性を支える措置

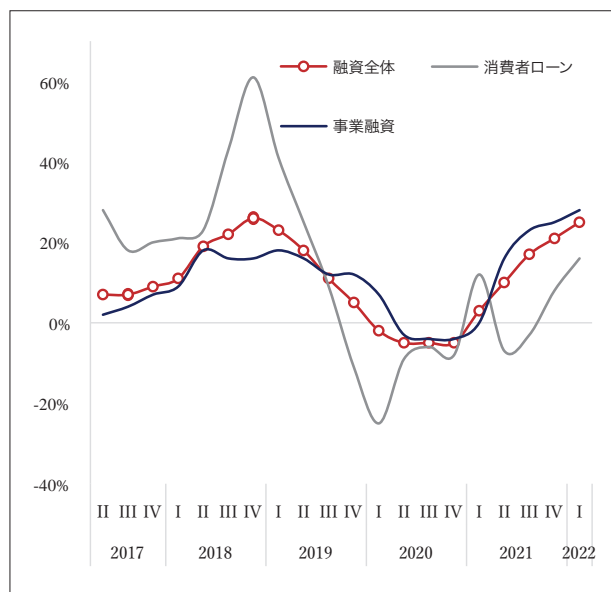
モンゴル銀行は銀行の流動性比率を25%から20%に引き下げる決定をし、銀

図15 事業・金融サイクル



出所：モンゴル銀行

図16 融資、年間増加率（前四半期比）



出所：モンゴル銀行

行に対して自己資本バッファの要件を違反しても罰則を課さないことを一時的に認め、銀行の財務状況にプラスの影響を与えた。また、パンデミックによるマイナスの影響を緩和するため、モンゴル銀行は2020年3月に資産区分と引当金に関する規制を一時的に緩めた。流動性比率を引き下げたためのこの措置は2021年7月に停止され、資産区分に関する先送り措置が2021年から段階的に解除されてきた。

前述の施策の実施によって、銀行部門の収益性、流動性、自己資本比率が改善された。具体的には、不良債権比

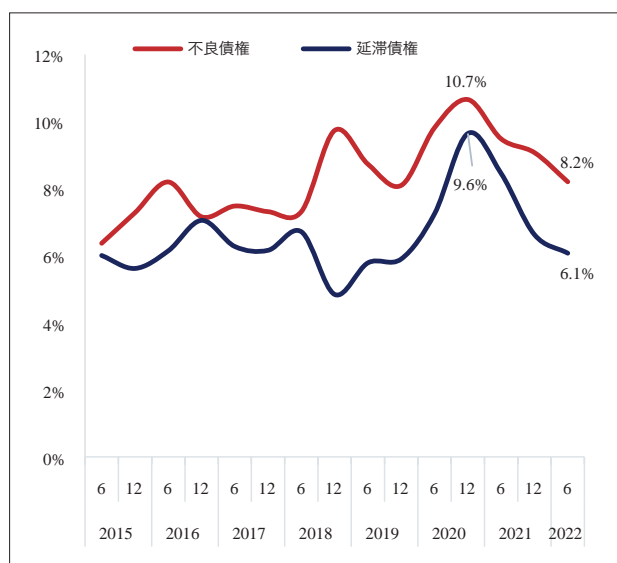
率と不良債権額が共に大幅に低減した(図17)。また、10兆トゥグルグの経済回復プログラムを導入した結果、企業の破産リスクも緩和された。

金融部門のドルシフトを緩和する一連のマクロ・プルーデンス政策を実施した結果、銀行預金のドル比率は2020年の第4四半期から2022年の第1四半期にかけて急減した(図18)。パンデミックにおける経済および金融市場の状況やリスクを考慮し、銀行預金のドルシフトの抑制とトゥグルグの相対利回り維持のため、以下の対策が実施さ

れた。

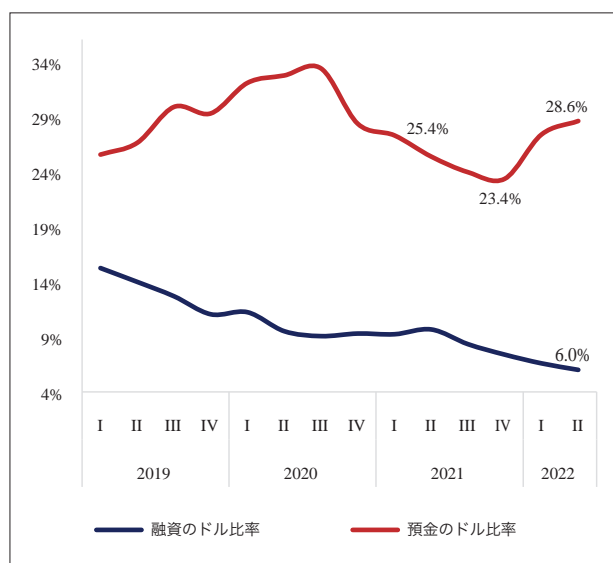
- 外貨預金に対してさらに高い支払い準備率を設定する。
- 銀行破綻の際の保険対象から外貨預金を外す。
- 個人および事業者に対し、国内銀行口座間の外貨送金を制限する。
- 必要準備金の報酬金額を、FX 預金および当座預金全体に占める高有利子 FX 預金および有利子 FX 当座預金の比率に応じて減額する。

図17 融資全体に占める不良債権と特記債権の比率



出所:モンゴル銀行

図18 融資と預金のドルシフト



出所:モンゴル銀行

4. 結論

COVID-19パンデミックは、国際収支経路、収益経路、信用経路を通じてモンゴル経済、銀行、金融部門にマイナスの影響を及ぼしている。輸出と資本移動がパンデミックに伴う規制や不確実性からマイナスの影響を受けている一方、鉱業収益やその他の企業部門の収益がパンデミック初期に大幅に不足するとともに、労働市場にマイナスの影響を大きく与えた。総じて、パンデミックは、景気後退、信用収縮、

債務超過、銀行システムにおけるその他のリスク要因など、経済と金融部門の安定性に対して重大なリスクをもたらした。これらのリスクを緩和するため、モンゴル銀行は国際的なベスト・プラクティスに準拠した迅速かつ包括的な政策を実施した。融資の条件緩和、債務返済の先送り、区分要件の緩和に関連した規制措置は債務者への負担を軽減する一助となった。融資条件を軽減し、信用収縮を緩和し、経済成長を支援するため、モンゴル銀行は政策金利と支払い準備率を引き下げる

ための一連の対策を実施した一方で、政府は「経済回復のための包括的な計画」を導入した。これらの措置は信用の増加を促進し、個人や事業者の債務返済能力を支援し、経済回復を促進する手助けとなった。その一方で、パンデミックにおける一連のマクロ・プルーデンス政策を実施した結果、銀行部門の収益性、流動性、自己資本比率が改善された。

[英語原稿をERINAにて翻訳]

<参考文献>

- Bank of Mongolia. (2020) . *Monetary Policy Statement*. Retrieved from <https://mongolbank.mn/eng/archivepolicy.aspx>.
- Bank of Mongolia. (2021) . *Financial Stability Report*. Retrieved from https://mongolbank.mn/documents/sanhuugintb/FSC_report_202109.pdf.
- Bank of Mongolia. (2022) . *Report on Implementation and Outcome of the MNT 10 Trillion Comprehensive Plan for Health Protection and Economic Recovery - 2021*. Retrieved from https://www.mongolbank.mn/documents/mbez_eng.pdf.
- Government Resolution No.42 of February 17, 2021*. (2022) . Retrieved from <https://legalinfo.mn/mn/detail?lawId=16160842294411>.