



モンゴル債券市場 本格始動に向けた胎動

山形浩生

はじめに

モンゴルの金融市場は全般的に低調である。過度の天然資源依存による経済の不安定性に加え、2014年当時と比べて半分近くまで暴落した為替レート、銀行部門の大量の不良債権、16年には15%にも達した政策金利、17年にはIMF支援を受けるに至った財政危機や不安定な金融政策などもあり、経済成長はゼロ近くに急落し、銀行融資残高は激減、株式市場も低迷が続いていた。

その中で、国債市場の一次市場だけは相対的に堅調であった。17年時点でも13~14%の高金利は、貸し渋りで運用先に苦慮する国内銀行だけでなく、外国投資家からも関心を集め始めていた。その一方で、金利が落ち着きを見せる中でわずかながら社債発行も見られるようになり、経済全体の安定化とともに、モンゴルの債券市場に

も明るい兆しがうかがえる。

国債市場

モンゴルの金融市場の中で、相対的に堅調なのは国債市場である。近年の資源価格低迷に伴う不景気に加え、高金利環境と、不良債権問題を抱える銀行の貸し渋りにより、民間事業者は負債による資金調達意欲を欠いている。一方政府は、公的債務が2017年初頭にはGDPの85%に達して財政赤字縮小が急務ではあるが、安定した国債発行を続けている。需要側では、すべての銀行が不良債権問題に伴って融資残高を減らしており、手持ち資金のほぼ唯一の運用先は国債となっている。

国債の新規発行は、発行額の4分の3ほどが中央銀行によるオークションにかけられ、残りはモンゴル証券市場でリテール投資家向けに販売されている。毎週月曜

日の国債オークションに参加できるのは、中央銀行のシステムに接続できる企業に限られ、現在ではこれはほぼ銀行のみとなる。この定期的なオークションが開始されて以来、どの新規発行もオーバーサブスクライブされており、銀行の国債購入意欲の高さがうかがえる。

残りの国債は、リテール投資家向けに翌月曜日にモンゴル証券取引所で販売される。その際の価格は、前週のオークション結果を踏襲する。証券取引所での取引は証券会社に限られているものの、実際には大手証券会社は銀行の系列が多く、大半を銀行が購入している模様である。結果として新規発行の90%は銀行が保有する。

ただし、国債市場で活発なのは一次市場にとどまる。銀行は基本的に高金利の運用先として国債を買っており、ほとんど満期まで保有する。このため国債の二次市場

はきわめて低調であり、取引高は年に発行残高の15%にとどまる。銀行間の国債取引は、システムの未整備により相対取引となるため煩雑であり、銀行ごとの規模や財務健全性に大きな格差があることも取引低迷を招いている。

一方、17年段階での13~14%の高い国債利回りは、為替リスクを考慮しても一部の外国投資家にとって魅力的であり、韓国系の証券会社を通じて韓国の小口投資家が入り込んでいる。また、17年秋に国際カストディアンの一つが試験的にモンゴルへの進出を決めているが、これもモンゴル国債投資に対する関心の高まりによるとされる。

短期金融市場

貸し渋りの蔓延で、多くの銀行は流動性過剰の状態に置かれている。このため、銀行間取引はきわめて低調であり、レポ市場もほとんどない。

この原因の一つは、潤沢な中央銀行債の発行である。1カ月、3カ月、6カ月満期の中央銀行債が週に2回発行され、しかもその発行額は銀行の要求通りであるため、銀行はすべての過剰流動性を中央銀行債にまわす。銀行間取引をするインセンティブはほとんどない。銀行のバランスシート上で、中央銀行債保有は国債保有の3

割にも上る。

社債市場

2015年以来の不景気と高金利環境の中で、民間事業者の社債発行意欲は低い。制度的な不備もこれに拍車をかけている。モンゴル証券市場法においては、社債の累計発行残高はエクイティを超えてはならず、またその発行全額を現金または株式により保証しなくてはならない。このため、社債の継続的な発行による資金調達是不可能に近く、メリットもあまりない。

このため、社債発行は年に一回あるかないかである。2017年には乳製品企業モンゴルミルク (Suu) が60億トゥグルク (約2500万ドル) の社債発行を行い、話題を呼んだ。また私募債については制度が未整備であり、フヌ航空やアルドホールディングがそれぞれ1000万ドル近い資金調達を行っている。債権発行により、銀行融資よりも低金利での調達を実現するのが狙いとされる。

まとめと展望

以上見た通り、モンゴルの債券市場は、その金融市場全体と同様に比較的低調であり、唯一活況を呈している国債一次市場も実質的に銀行独占によるいささかいびつな形で動いているのが現状であ

る。経済全体の低迷と高金利環境が、銀行にとって国債をほぼ唯一の運用先にしており、その国債金利も銀行だけのオークションによりお手盛りに近い形で決められている。それが逆に高金利を持続させる一因ともなっている。

ただしその国債の高金利が外国投資家にとって魅力となり、わずかながら外国投資家の関心を集めている。同時に、社債発行のインセンティブにもなり、債券市場の活性化にわずかながら貢献している面もある。

また、今後の展望には明るい面も見られる。2017年にIMF支援を得て経済は一応安定を見せ、政策金利も18年4月には10%まで急落した。株式市場も次第に活況を呈しつつある。経済全体の改善による事業機会の増加と金利の低下で、銀行も国債依存から脱却できる可能性が高まり、国債二次市場も活性化しそうである。企業の社債発行も、制度面以外のハードルが低下する可能性が高い。こうした動きの中で、モンゴルの債権市場は成長に向けた条件が整いつつある。

山形浩生 (やまがたひろお)

社会システムコンサルティング部上級
コンサルタント