



# マクロ経済の視点から見た ウクライナ問題

土田 陽 介

三菱UFJリサーチ & コンサルティング 調査部 副主任研究員

## 1. 旧ソ連の「優等生」だった ウクライナ

ウクライナ情勢の緊迫化を受けて、諸賢により地政学的な分析が数多くなされた。他方で、ウクライナの経済動向に関する分析は余り多くない。そこで、1991年12月の旧ソ連崩壊以降のウクライナの経済動向について簡単に整理してみたい。こうした作業もまた、重層的な性格を持つウクライナ情勢の理解の一助になると考えられる。しかしながらロシアは、2022年2月24日にウクライナに対して本格的な武力行使に打って出た。ウクライナの被害状況は深刻であり、通常の経済分析に耐えうる状況ではない。したがって、本稿はロシアによるウクライナ侵攻以前までの情勢につき、整理したものとなる。

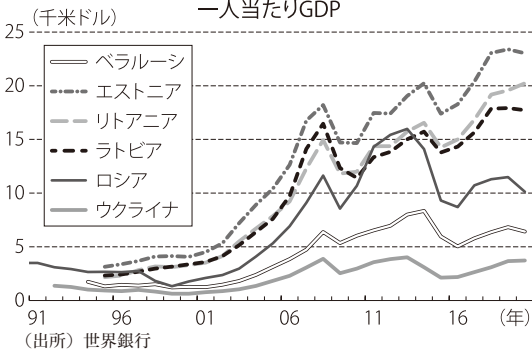
旧ソ連は15の共和国から構成されたが、その中でもウクライナは重化学工業が発達した「先進国」であった。しかしながら、独立以降の一人当たり名目GDP（国内総生産）の推移をロシアやベラルーシ、バルト三国といった他の旧ソ連の先進国と比較すると、ウクライナは一貫して最下位であり、経済の低速度合

いが極めて酷いことが分かる（図表1）。

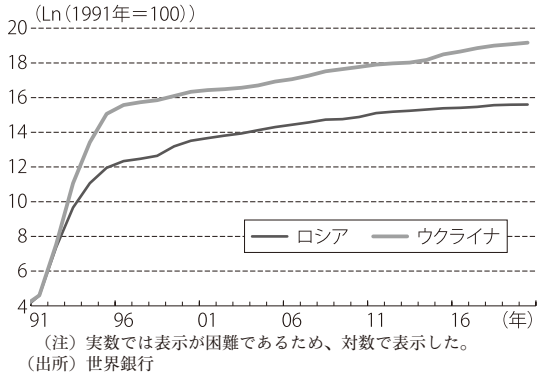
旧ソ連を構成した共和国のみならず、旧東側陣営に属した中東欧諸国の殆どが旧ソ連の崩壊に前後して計画経済を放棄し、市場経済の導入を図った。市場経済の導入に当たり、各国は財やサービスの価格を自由化した。信用力の乏しさから一様に通貨危機に見舞われたこともあり、程度の差を伴いながらも各国は1990年代前半にハイパーインフレを経験している。

旧ソ連の事実上の後継国家であるロシアもまた深刻なハイパーインフレに見舞われたが、ウクライナはそれ以上に酷いハイパーインフレに見舞われている。図表2はGDPデフレーター指数の推移を対数表示にしたものであるが、ウクライナとロシアの水準は旧ソ連崩壊直後の1990年代前半に急速に乖離していることが確認できる。事実、1991年から95年までの間に、GDPデフレーター指数で測ったロシアの物価は16万倍も上昇したが、ウクライナの物価は実に348万倍というまさに天文学的な上昇を記録した。このことは、当時のウク

図表1 所得が伸びないウクライナ  
一人当たりGDP



図表2 ロシア以上だった  
ウクライナのハイパーインフレ  
GDPデフレーター



ライナの経済の混乱がいかに酷かったかを端的に物語っている。

結局、ウクライナの経済は1990年代を通じてマイナス成長が続き、2000年になってようやくプラスに転じた。その後、2000年代半ばまでウクライナの経済は年平均8%近い成長を謳歌できたが、それは後述する「消費バブル」に基づく泡沫の好況に過ぎなかった。つまり当時の他の中東欧諸国と同様に、ウクライナの高成長もまた、西ヨーロッパ諸国から資金を借り入れ、それを基にした家計が自動車や住宅を旺盛に購入したことで実現したものだ。そうしたモデルは2008年秋に生じた世界金融危機を受けて完全に崩壊、翌2009年にウクライナの経済は実に14.8%も縮小することになった。

ウクライナの経済は2010年にはプラス成長に転じるものの、2012年にはゼロ成長と息切れする。そして2014年2月にはクリミア危機が生じ、同年からの2年間でウクライナの経済は再び2割近く(18.9%)も縮小した。2016年以降の実質GDP成長率は2%から3%程度で低迷が続き、2020年にはコロナショックでウクライナの経済は4.0%縮小することになった。中東欧諸国や旧ソ連諸国の経済調査に定評があるウィーン比較経済研究所(WiiW)は最新2022年1月時点の見通し<sup>(1)</sup>で、2021年から2024年まで、ウクライナの経済成長率は3%から4%程度で推移すると予測していた。

しかしながら2月24日、ロシアはウクライナに対して全面的な武力行使という想像だにしない手に打って出た。3月2日時点でウクライナの難民は既に93万人に達しており、数ヵ月以内に400万人以上にまで増加、さらに人道支援が必要な国民も1,200万人を越えると国連は発表するような凄惨な状況となっている。記録的なマイナス成長どころか、経済成長率を推計することさえ不可能に等しい状況である。

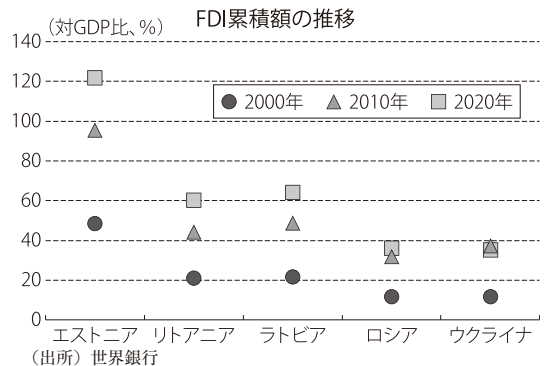
以上、ウクライナの30年間の経済動向を簡単に振り返ってきたが、その歴史は非常に悲惨なプロセスであった。それではなぜ、旧ソ連の「優等生」だったウクライナはこうした転落の道をたどることになったのだろうか。いくつか理由を指摘したい。

## 2. 産業・貿易構造の転換に失敗したウクライナ

第一の要因として、ウクライナが産業・貿易構造の転換に失敗したことが指摘できる。もともとウクライナは農業国だったが、旧ソ連時代に重化学工業化が進んだ。旧東側陣営に属した中東欧諸国と旧ソ連の中間地点に存在するウクライナの立地にソ連政府が注目、旧西側陣営との対立の激化を念頭に軍需産業や航空産業の育成に努めたのである。旧ソ連に設立されて現在まで残る代表的な企業としては、ソ連製のロケットの設計を担ったユージュノエやその製造を受け持ったユージュマシュ、航空機製造のアントノフなどがある。そしてロシアはウクライナに対して原材料を安価に供給、ウクライナはそれを加工したのちに旧ソ連や東側陣営のマーケットに供給することに努めたのである(Pekka, 2012)<sup>(2)</sup>。

ところが旧共産圏の市場の崩壊で、旧西側の国際価格に比べて割高だったウクライナの工業品はその行き場を失うことになった。特に、北大西洋条約機構(NATO)に対抗した組織であったワルシャワ条約機構(WTO)が崩壊したことで、ウクライナ製のミサイルやロケットなどの軍需品が中東欧諸国から締め出されたことが、ウクライナの経済に打撃を与えたのである。こうした問題は旧ソ連の工業国、例えばバルト三国にも共通していたが、バルト三国の場合は民需品を多く生産していたため、WTOが崩壊しても中東欧諸国に相応の需要は残っていた(松里, 2021)。またバルト三国は独立後の早い段階から西ヨーロッパ諸国から直接投資(FDI)を得ることに成功したため、輸出競

図表3 直接投資流入が増えないウクライナ

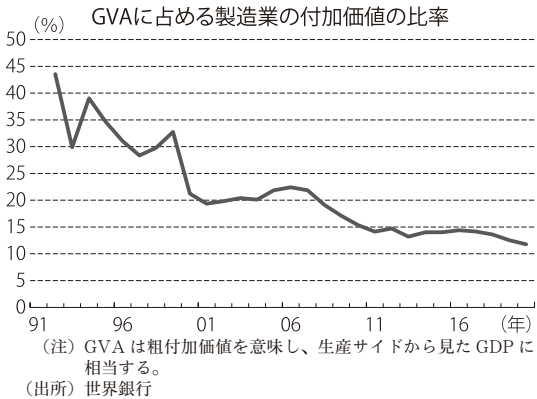


争力を向上させることができた。

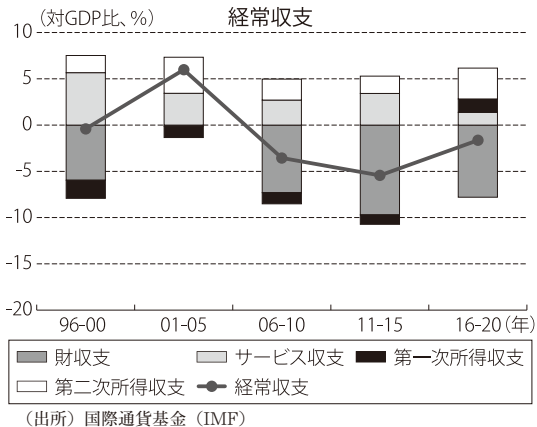
結局、ウクライナのFDIの累積額（図表3）は、バルト三国に比べると低いままであるばかりか、その差はさらに拡大している。ロシアもウクライナと同様にFDI累積額の水準は低い、石油・ガスという武器があるため、その輸出で得た利益を基に一定の近代化を実現できたという違いがある。ウクライナでは独立以降、粗付加価値（GVA）に占める製造業部門の構成比率（図表4）が一向に低下しているが、これは産業構造が「多角化」したというよりも、旧共産圏への供給を前提としていたウクライナの工業が構造の転換に失敗したまま、徐々に優位性を失っていく過程を物語っていると言えよう。

またウクライナが産業・貿易構造の転換に失敗したことは、経常収支の構造の推移からも確認できる（図表5）。ウクライナの経常収支の内訳の推移を5年間ごとの累積値でチェックすると、2000年代前半（2001年から2005

図表4 製造業が勢いを失い続けた30年間



図表5 経常収支赤字体質を改善できないウクライナ



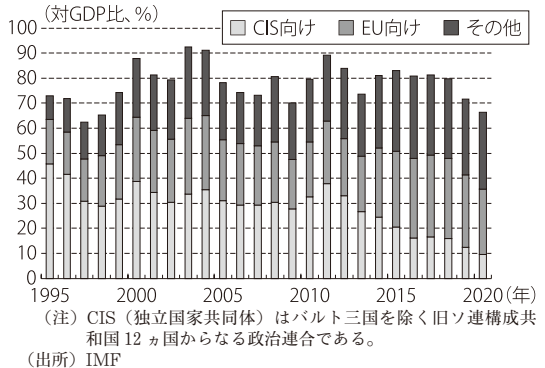
年)を除き、一貫して財収支の赤字に基づく形で経常収支の赤字が定着していることが分かる。Barisitz and Pemmer (2006) が指摘するように、2000年代前半における財収支の黒字は主に低付加価値の品目（鉄鋼や金属類、石油製品、農作物など）が割安な為替レートや商品市況の高騰に支えられるかたちで堅調に推移した結果であり、産業構造の高度化を伴う性質のものではなかった。また2000年代後半（2006年から2010年）になると、ウクライナで低金利の外貨建てローンに基づく「消費バブル」が発生、自動車や住宅の市場が活況を呈したが、2008年の世界金融危機を受けて消費バブルは崩壊した<sup>(3)</sup>。

その後もウクライナは、国際競争力のある輸出品目を育むことが出来なかった。またクリミア危機（2014年）を受けて工業地帯である東部の2州（ドネツク州とルガンスク州）がロシアの勢力圏に入ったことと、最大の貿易相手国であったロシア及び旧ソ連諸国との関係が実質的に破綻したこと（図表6）などをを受けて、巨額の貿易赤字が定着するに至っている。

### 3. 不安定な政治情勢の長期化

第二の要因として、不安定な政治情勢が長期化しており、堅実な経済運営がなされてこなかったことが考えられる。政治の安定が堅実な経済運営、延いては経済発展に不可欠であることは、戦後の日本や韓国、改革開放以降の中国の経験から明らかである。隣国ロシアの場合も、欧米との間で深刻な対立が続い

図表6 クリミア危機後にロシア CIS 向け貿易が激減 仕向け地別に見た貿易総額の推移



ており、それが経済発展のネックになっているが、プーチン政権によって国内の政治的な安定が表面上は保たれてきたことが、ウクライナにはない底堅い成長軌道の維持につながったと考えられる。しかしながら、2022年2月24日のウクライナへの武力行使と、それに伴い欧米を中心とする国際社会からの大規模な経済制裁を受けて、ロシア経済の成長の底堅さは失われてしまった。

ウクライナの場合、憲法が制定されたのが1996年と他の旧ソ連諸国と比べても最も遅いなど、独立当初から政治的な混乱が顕著だった。また現在まで一貫して短期間に政権交代が繰り返されており、1991年12月の独立以来6人の大統領が誕生した（途中2014年2月から6月まで大統領代行が務めた）が、多選規定満了となる二期10年を務めたのは二代目のレオニード・クチマ元大統領（1994年～2005年）だけであり、またこの間に首相は18人も交代している（さらに7人が首相代行を務めた）。さらにこの間、いわゆるオレンジ革命（2004年大統領選の結果に対しての抗議運動とそれに関連した一連の政治運動）とマイダン革命（2013年から2014年にかけて生じた親EU派による政治運動）といった政治的な混乱も経験した。

2019年5月に就任したウォロディミル・ゼレンスキー大統領は、もともとは国民的な人気が高い芸能人であったが、政治経験がゼロな状態で国の指導者に就いている。経済政策面では、ザポリージャ州にある原子力発電所の横に暗号資産の一つである「ビットコイン」のマイニング施設を建設して経済の発展戦略の幹に据えようとするなど、腰を据えてウクライナの経済を立て直そうという気概は残念ながら感じられない。この暗号資産による経済成長戦略に関しては、金融システムの不安定化を懸念する中銀との間で軋轢も生じる<sup>(4)</sup>など、当局間でも混乱が顕著であった。

なおこうした政治的な混乱が長期化していることから、ウクライナは汚職が蔓延しており、それが行政権や司法権の正常な執行を阻んでいる。国際NGO（非政府組織）であるトランスペアレンシー・インターナショナルが公表している「腐敗指数」（順位が低いほど汚職

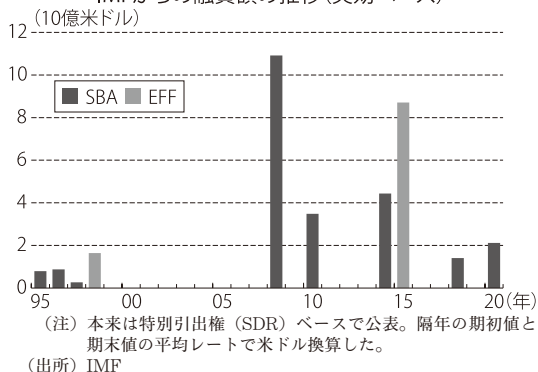
が蔓延していることを意味する）の評価を確認すると、ウクライナの2021年における順位は180ヶ国中で122位とロシア（136位）よりは高いものの、その他の隣国と比べるとポーランド（42位）やスロバキア（56位）、ルーマニア（66位）、ハンガリー（73位）、ベラルーシ（82位）、モルドバ（105位）よりも低いと評価されている<sup>(5)</sup>。

#### 4. IMF や EU が求めた歳出削減策の悪影響

第三の要因として、国際社会からの金融支援の在り方、特に国際通貨基金（IMF）による構造調整路線の下で実施された歳出削減策の悪影響があったと言えよう。ウクライナは1995年以降、IMFから9回のスタンドバイ取極（SBA、短期の金融支援）<sup>(6)</sup>と2回の拡大信用供与措置（EFF、中長期の金融支援）を受けており、実効ベースで234億SDR（約346億米ドル）の金融支援を受けている（図表7）。一方で、承認ベースでは550億SDR（約817億米ドル）であり、両者には乖離がある。この差額は、主にIMFがウクライナに課した融資条件（コンディショナリティ）が達成されないことに伴い生じている。

例えば1998年9月に一回目のEFF（承認額は約19.1億SDR）を受けた際、IMFは2002年9月までに約12億SDRを抛出したが、国有企業民営化の遅れなどを理由に以降の融資を打ち切った。またクリミア危機（2014年2月）に伴う経済危機を受けて2015年に実施した二回目のEFF（承認額は約123.5億SDR）

図表7 必ずしも安定につながらないIMFの融資  
IMFからの融資額の推移(実効ベース)

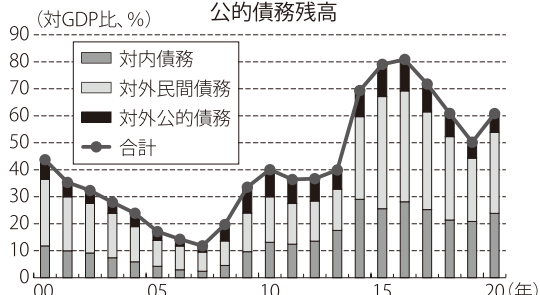


の際にも、IMFはウクライナに対して計4回のトランシェで約62億SDRを供与したが、以降は民営化の進展やガス補助金のカットといった条件をウクライナが実現できなかったことから、IMFは融資を打ち切っている。IMFはSBAを供与する際にもコンディショナリティに民営化や補助金削減を義務付けており、2010年7月に承認されたSBAの場合もIMFが要求する構造調整策を実施できなかったことを理由に2回目までのトランシェで中断されている。また2008年10月と2018年のSBAは、ウクライナ側の政治的な混乱に伴い中断された<sup>(7)</sup>。

IMFのSBAやEFFは構造調整融資とも言われ、対象国に対して特に財政改革（国有企業民営化、歳出・歳入改革、年金改革など）を求めることが多い。とはいえ、こうした改革は歳出の削減を伴うために国民に痛みを強いるものであり、当然、不人気である。政治的な安定なしに財政改革など不可能であることは、すでに欧州連合（EU）への加盟を実現した中東欧諸国の経験からも明らかである。またEUもクリミア危機を受けた2014年以降、マクロ財政支援（MFA）と呼ばれる構造調整融資を実行しており、これもIMFと同様のコンディショナリティが実質的に課されているほか、いわゆる「法の支配」の確立といった政治的性格の条件もこれに加わる。

当然、IMFやEUからの借入は公的債務残高（図表8）を膨張させる方向に働く。債務再編（2015年8月）を受けてウクライナは財政破たんを何とか免れているが、大局的にはIMFやEUが求める構造改革が経済の体力を奪い、さらに国際社会からの支援が必要にな

図表8 公的債務の大半が対外債務  
公的債務残高



(注) GVAは粗付加価値を意味し、生産サイドから見たGDPに相当する。  
(出所) 世界銀行

るような悪循環に陥ったと考えられる<sup>(8)</sup>。

ウクライナの場合、長引く混乱を受けて経済が支払能力問題（多重債務を抱えているため恒常的に資金繰りに窮すること）を抱えている可能性が高いと考えられる。IMFによる構造調整融資は流動性問題（国際金融環境の変化で一時的な資金不足に陥ってしまうこと）を抱えている経済に対しては有効だろうが、支払能力問題を抱えている経済に対しては問題をさらに悪化させてしまいかねない。つまり、疲弊しきっている経済に対して早急な構造改革を求めたところで、成果が出ないばかりか、むしろ経済そのものの体力をさらに失う方向に働きかねないというわけである。こうした問題点は、EUとIMFが2010年代前半に実施した対ギリシャ支援にも共通して指摘できることだろう。

## 5. 安定した発展への展望が描きにくいウクライナの経済

以上、旧ソ連崩壊以降のウクライナの経済動向について簡単に整理してきた。なにもより独立以降、産業・貿易構造の転換を果たせていないことが、今に至るまでのウクライナの経済の不調の根幹にあると考えられる。加えて、産業・貿易構造の転換を本来なら促すべき政治が長期にわたって不安定であり、堅実な経済運営がなされてこなかった。そうした中で、IMFやEUに課された歳出削減策がウクライナの経済の体力を奪うという構造が出来上がってしまったと言えよう。

開発途上国が経済成長・発展を実現するためには、堅実なマクロ経済の運営が不可欠となる。しかし政情不安が長期化しているウクライナの場合、マクロ経済の運営に時々政権による意向が反映されやすい。そうした政治の影響を排除し、徹底したルールベースでのマクロ経済運営を可能にするためには、経済政策の裁量権を意図的に制限する選択が有効となる可能性が高い。具体的には、カレンシーボード制に基づきユーロや米ドルとの間で自国通貨（フリブニャ）の為替レートを固定し、公式的なドル化に準じた道を選択することが、一つの有効な選択肢となり得たのかもしれない。

この制度の下では、為替レートを法的に固定するために通貨の切り下げや切り上げが困難になると同時に、そうであるがゆえに国内の通貨発行量が当局の保有する外貨準備高に制約されるため、金融政策のみならず財政政策の運営も堅実化することが期待される（土田，2019）。欧州では、すでにEUに加盟しているブルガリアや、1990年代に深刻な紛争を経験したボスニア・ヘルツェゴビナでカレンシーボード制の導入実績があり、それぞれでマクロ経済政策の堅実化も達成されている。ウクライナの経済を安定させるうえでも、カレンシーボード制の導入は有効だったと考えられる。

そうはいつても、ウクライナの経済が本格的な「テイクオフ」を実現するためには、政治そのものの安定が不可欠となる。しかしながら、経済発展の前提である政治の安定が簡単に達成されそうにないばかりか、ロシアによる本格的な武力行使が行われたことにより、その道のりは一段と遠のいてしまったくらいが否めない。ウクライナの事例は、いわゆる「破綻国家」が経済を再生することがいかに困難であるかを端的に物語っている。

注記：本稿は土田（2022）を転載し、最新の情報にアップデートしたものである。

#### 《注》

- (1) 2022年と2023年が3.5%、2024年が4.0%である。  
<https://wiiw.ac.at/ukraine-overview-ce-14.html>
- (2) 一方でウクライナは、旧ソ連時代に他の構成共和国が生産した割高な消費財を輸入していた。連邦内の分業体制に関してはDąbrowski and Antczak (1995) に詳しい記述がある。
- (3) ウクライナの現在の通貨フリブニャは1996年9月のデノミに基づき導入され、米ドルとの間で固定相場制度（為替バンド制）が敷かれていた。2000年代半ばのウクライナは、それまでの経済危機の反動から需要が非常に強かった。そして国内の金利よりもメジャーカレンシーの金利の方が低く、また為替レートが安定していたため家計の多くが外貨建てローンを組んだ。しかし2008年秋のリーマンショックを受けて通貨が下落、もともとローンの借入と返済の期間がズレていたため、いわゆるダブルミスマッチ状態となり、ウクライナの家計と金融は大打撃を受けた。一連の事情はOECD（2007）やDuenwald et al（2007）に詳しい。
- (4) ウクライナ中銀は2021年6月23日の定例理事会の際に暗号資産の取引に関する法体系やルールの整備が遅れていることを指摘した。同月30日には金

融機関の事業免許の交付などを扱う部局でトップを含む職員9人が辞任、中銀とゼレンスキー政権との間で緊張関係が高まっていたことがうかがえる。一連の経緯は土田（2021）に詳しい。

- (5) <https://www.transparency.org/en/>
- (6) ただし2004年5月に許可したSBAに関しては、ウクライナ側がこれを利用しなかった。
- (7) 2008年のSBAは2010年1～2月の大統領選に伴う混乱（ヴィクトル・ヤヌコビッチ氏の勝利）で、2018年のSBAは2019年3～4月の大統領選に伴う混乱（ゼレンスキー氏の勝利）などでそれぞれ中止された。
- (8) IMFは2015年3月にEFFの供与を決定した際に、民間債権団による債務再編を実施条件に課した（*IMF Press Release*, No. 15/105, March 11, 2015）。これを受けて同年8月末に民間債権団とウクライナ財務相の間で180億米ドル相当のウクライナ国債に関して20%のヘアカットがなされたほか、支払期限が4年間繰り延べられた。ロシアもまた、プーチン大統領が同年11月のG20（主要20ヶ国首脳会議）で欧米による保証が付されることを条件に債務再編に応じると表明、翌2016年2月にはロシア最大の銀行である国営のズベルバンクが保有する3億6,740万米ドル相当のウクライナ債に関して、25%のヘアカットに応じた。

#### 《参考文献》

- 松里公孝（2021）『ポスト社会主義の政治』ちくま新書1559.
- 土田陽介（2019）『ドル化とは何か』ちくま新書1443.
- （2021）「『原発の横にマイニング施設』の衝撃。ビットコインで経済発展ねらうウクライナの賭け」『Business Insider Japan』（2021年7月1日付）
- （2022）「マクロ経済の視点から見たウクライナ問題～『テイクオフ』への展望を描くことができない』三菱UFJリサーチ&コンサルティング『調査レポート』（2月18日付）
- Barisitz, Stephan and Annemarie Pemmer. (2006) “Ukraine: Macroeconomic Development and Structural Change with a Special Focus on the Energy Sector,” *ÖNB Focus on European Integration*, Q1/06, pp. 158-176.
- Dąbrowski, Marek and Rafał Antczak. (1995) *Economic Transition in Russia, the Ukraine and Belarus in Comparative Perspective*, The World Bank Center for Social & Economic Research.
- Duenwald, Christoph, Gueorguiev Nikolay and Andrea Schaechter. (2007) “Too Much of a Good Thing? Credit Boom in Transition Economies: The Case of Bulgaria, Romania, and Ukraine,” Enoch, Charles and İnci Ötker-Robe eds., *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, pp. 236-265, Palgrave Macmillan.
- OECD *Economic Surveys: Ukraine*, 2007.
- Sutela, Pekka. (2012) “The Underachiever: Ukraine’s Economy Since 1991” *The Carnegie Papers*, 2012 March, *Carnegie Endowment for International Peace*.