



景気循環から見る中国経済の行方

—2011年に底を打ち 2012年に本格的回復へ—

関 志雄*

要約

1. 中国はインフレ対策として引き締め政策を採っており、これを受けて景気が減速している。しかし、2011年になると、インフレの低下傾向も鮮明になり、金融緩和の余地が次第に広がるだろう。また、中国では、中国共産党全国代表大会（党大会）が開催される年に成長率がピークに達するという景気の5年サイクルが見られ、2012年秋の第18回党大会に向けて、景気が本格的に回復すると予想される。
2. 米国においても、大統領選挙の年の成長率が最も高いという4年サイクルが見られる。米国と中国におけるこのような「政治的景気循環」は、2012年に20年ぶりに同時にピークに達することになる。前回の1992年は、中国がまだ「経済小国」だったが、今回は全く違う。米中という世界第一位と第二位の経済大国が同時に好景気を迎えることになれば、他の国もその恩恵を大きく受けるに違いない。

I. 過熱から調整局面へ

中国経済は、2008年9月のリーマン・ショックを受けて、輸出が大幅に落ち込み、景気減速を余儀なくされたが、政府が素早く実施した拡張的財政・金融政策が功を奏し、2009年のGDP成長率（実質、以下同じ）は、当初の目標である8%を上回る9.1%に達した。2010年に入ってから、輸出の回復も加わり、第1-3四半のGDP成長率は前年比10.6%と二桁台に乗った。しかし、景気回復とともに、インフレが加速しており、10月の消費者物価指数（CPI）の上昇率は前年比4.4%と2008年9月以来の高水準になった。

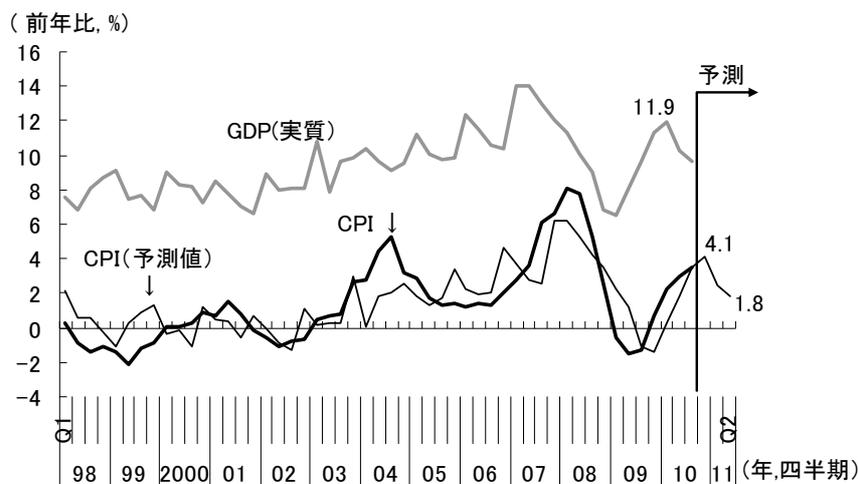
これに対して、当局は、マクロ経済政策の重点を成長から安定に移した。まず、リーマン・ショックの後に大幅に緩められた銀行融資に対する総量規制が2009年の春以降再び厳しくなった。それに続いて、2010年に入ってから銀行の預金準備率が6回にわたり引き上げられた。そして、10月に当局はついに利上げに踏み切った¹。

これらの政策の実施を受けて、景気過熱が解消されつつある。まず、GDP成長率は今年の第1

¹ 金融引き締めは、インフレを沈静化させるだけでなく、不動産価格の高騰を抑える狙いもある。2010年4月以降に採られてきた住宅ローン規制を中心とする一連の不動産バブル対策の効果も加わり、4月に前年比12.8%に達した70大都市住宅価格の上昇率は、9月には9.1%に低下している。

* 関志雄 榊野村資本市場研究所 シニアフェロー

図表 1 GDP 成長率に遅行するインフレ率



(注) CPI の予測値は回帰分析に基づく次の推計結果による

$$\text{インフレ率 (CPI)} = -7.95 + 1.01 \times 3 \text{ 四半期前の GDP 成長率} \quad (8.26)$$

カッコは t-値 $R^2 = 0.57$

推計期間 1998 年第 1 四半期(Q1)~2010 年第 3 四半期(Q3)

(出所) CEIC データベースに基づき野村資本市場研究所作成・推計

四半期の前年比 11.9%をピークに、第 2 四半期には同 10.3%、第 3 四半期には同 9.6%と緩やかに減速している。CPI の伸びは GDP の伸びより 3 四半期ほど遅れて同じ方向で動くという傾向が強く、景気の減速を受けて、これまで上昇してきたインフレ率はそろそろ転換点を迎えると予想される(図表 1)。

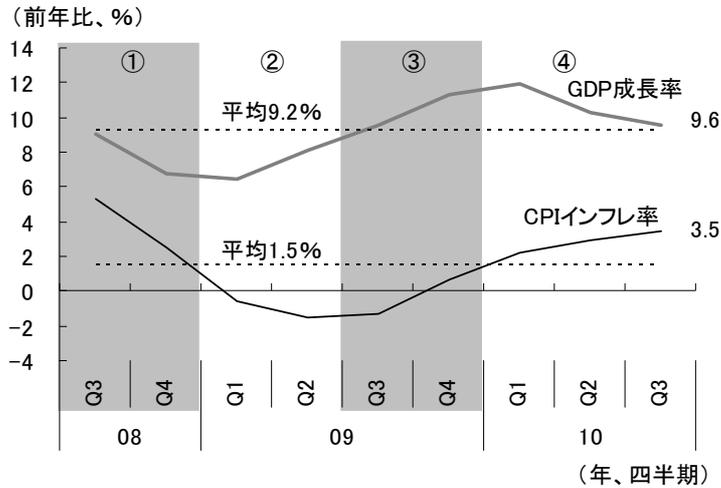
II、党大会に向けて本格的回復へ

中国経済の今後の行方を予測する際、これまでの景気循環のパターンが一つの参考になる。

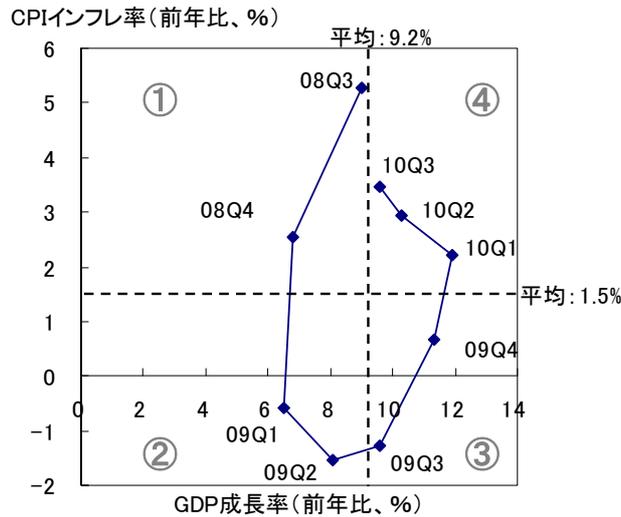
まず、中国における景気循環は、GDP 成長率とインフレ率の値が対象期間におけるそれぞれの平均値より高いか低いかを基準に、①「低成長・高インフレ」、②「低成長・低インフレ」、③「高成長・低インフレ」、④「高成長・高インフレ」という四つの段階に分けることができる(図表 2)。2008 年 9 月のリーマン・ショック以降に限って見ると、中国経済は、「低成長・高インフレ」の段階(2008 年第 3 四半期から第 4 四半期)から、「低成長・低インフレ」の段階(2009 年第 1 四半期から第 2 四半期)、「高成長・低インフレ」の段階(2009 年第 3 四半期から第 4 四半期)を経て、「高成長・高インフレ」(2010 年第 1 四半期から第 3 四半期)に入っている。これから、「低成長・高インフレ」の段階に入り、来年にはインフレも沈静化するという形で「低成長・低インフレ」の段階に移行すると予想される。これを受けて、金融政策のスタンスは引き締めから緩和に転換されるだろう。

図表 2 リーマン・ショック以降の中国における景気循環

a) GDP 成長率とインフレ率の推移



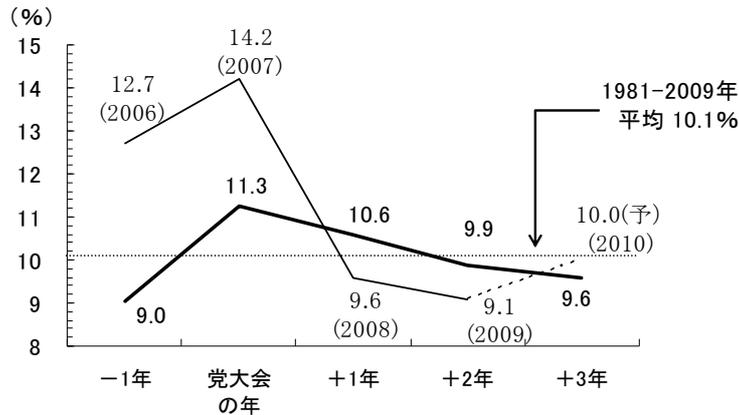
b) GDP 成長率とインフレ率の相対関係の変化



(注) ①は低成長・高インフレ、②は低成長・低インフレ、
 ③は高成長・低インフレ、④は高成長・高インフレ
 (出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

一方、中国では、中国共産党全国代表大会（党大会）が開催される年に成長率がピークに達するという景気の 5 年サイクルが見られる（図表 3）。1981 年から 2009 年まで、中国の平均 GDP 成長率は 10.1%だが、これと比べて、党大会が開催される年の平均はそれを上回る 11.3%となっており、前回の 2007 年に至っては 14.2%に達した。次回の第 18 回党大会は 2012 年秋に開催される予定だが、それに合わせて、中国経済は 2011 年の調整期を経て、再び景気が上向くと予想される。

図表3 共産党大会と連動する中国の景気循環



(注) 太線は 1981 年～2009 年を対象とする平均実質 GDP 成長率。例えば、党大会の年は、1982 年、1987 年、1992 年、1997 年、2002 年、2007 年の平均。細線は 2006 年以降の各年の値、2010 年は筆者の予測。なお、党大会は 5 年毎に開催され、前回（第 17 回）は 2007 年 10 月に行われた。

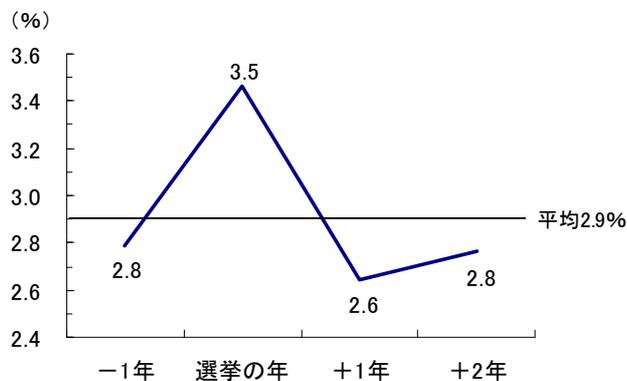
(出所) 中国国家統計局より野村資本市場研究所作成

Ⅲ、2012 年に世界同時好況になるか

中国だけでなく、米国においても、4 年毎に行われる大統領選挙に合わせて、好景気を迎える傾向が見られている。実際、1976 年から 2009 年までのアメリカの平均 GDP 成長率は 2.9% であるのに対して、選挙の年の平均は 3.5% と最も高くなっている（図表 4）。

米国と中国におけるこのような「政治的景気循環」は、2012 年に 20 年ぶりに同時にピークに達することになる。前回の 1992 年は、中国がまだ「経済小国」だったが、今回は全く違う。米中という世界第一位と第二位の経済大国が同時に好景気を迎えることになれば、他の国もその恩恵を大きく受けるに違いない。

図表4 大統領選挙と連動する米国の景気循環



(注) 平均実質 GDP 成長率。対象期間は 1976～2009 年。

(出所) 米国商務省経済分析局（US Bureau of Economic Analysis）より野村資本市場研究所作成

著者紹介

関 志雄 (かんしゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957 年香港生まれ。香港中文大学卒、1986 年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004 年 4 月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996 年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、
『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第 3 回樫山純三賞）、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』などがある。



Chinese Capital Markets Research