

# China Insights

## 中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社

2021年6月29日

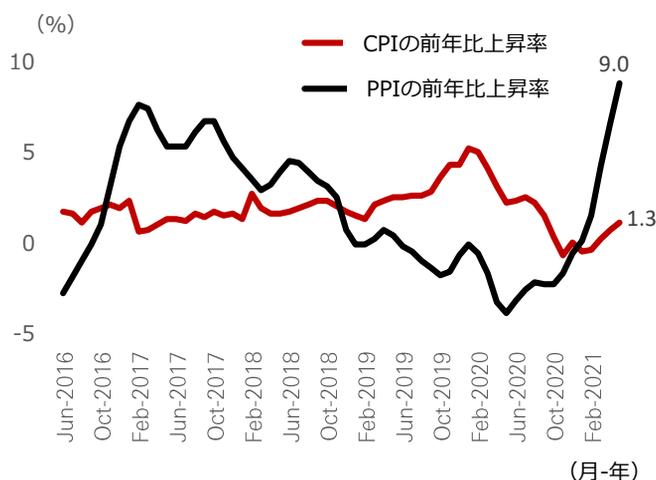
### トピックス：インフレ懸念は本物？

- ◆ インフレ恐怖症が今、流行のようである。今年初めに米国のバイデン大統領が1.9兆米ドルの景気刺激策を発表して以来、投資家のインフレ懸念が米国債券市場に持ち込まれ、10年物国債利回りは1%以下の水準から一時は1.7%まで上昇した。中国では、生産者物価指数（PPI）上昇率が2ヶ月連続で歴史的な高水準（4月は6.8%、5月は9.0%）となったことを受けて、中国市場にも同様の懸念が見られるようになってきている。現在、多くの投資家が懸念を抱き、答えを求めている。PPI上昇率の高まりはCPI（消費者物価指数）上昇率に波及するだろうか。インフレ率の上昇は株式や債券のパフォーマンスを低下させるのではないか？以下ではこうした疑問に答えていこう。

### PPIの上昇はCPIの上昇につながるか？

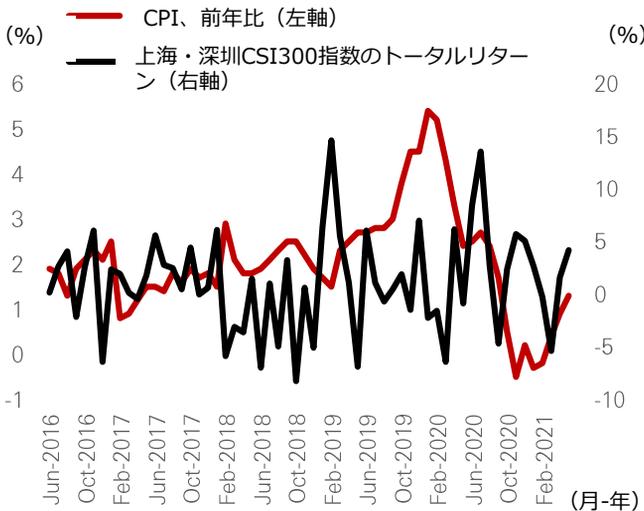
- ◆ 川下の生産者の一部が投入コストの上昇を顧客に転嫁する可能性があるため、生産者物価指数（PPI）の上昇が消費者物価指数（CPI）の上昇をもたらす可能性があると考えるのは不合理ではないだろう。
- ◆ しかし、データはこの仮説を裏付けていない。図表1は、過去5年間の中国のCPIとPPIの上昇率を示している。この二つの指標は平行に動くことはなく、独自の動きを見せている。実際、この期間の相関係数はマイナス0.3である。例えば、2017年のCPI上昇率は、PPIの高騰というプレッシャーの下でも、ほとんど影響を受けていない。
- ◆ さらに、今回のPPI高騰の主要因（比較ベースとなる昨年の数値が低いこと、新型コロナウイルス感染症によるサプライチェーンの逼迫など）は一過性の要因であり、長く続くものではない。

図表1：中国のCPIとPPIの比較



出所：ブルームバーグ、2021年6月現在

図表2：中国のCPI上昇率と株式のパフォーマンス



出所：ブルームバーグ、2021年6月現在

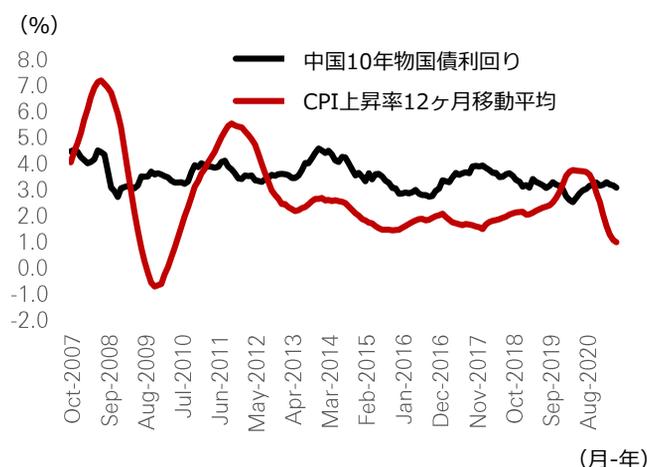
インフレは株式のパフォーマンスに影響するか？

- ◆ 中国のPPI上昇が必ずしもCPIの上昇につながらないことは、すでに実証的に証明されている。しかし、近い将来CPIも急上昇すると仮定すると、株式市場にはどのような影響があるであろうか。
- ◆ 図表2は、過去5年間の中国のCPI上昇率と、上海・深圳CSI300指数の月次リターンをプロットしたものだ。この2つの間には明確な関連性は見られない。実際、この期間の両者の相関係数はマイナス0.1であった。それではPPI上昇率との相関はどうか。PPIの上昇は一部の企業の利益率を低下させ、株式市場に悪影響を及ぼすのではないかと。しかし、一般的にはそうした結果は現れていない。PPI上昇率とCSI300指数の月次リターンの相関係数は、マイナス0.2とさらに低いことが分かっている。こうした結果から、物価水準の変化が中国本土の株式市場のパフォーマンスの方向性に影響しているとは考えにくい。

債券利回りへの影響は？

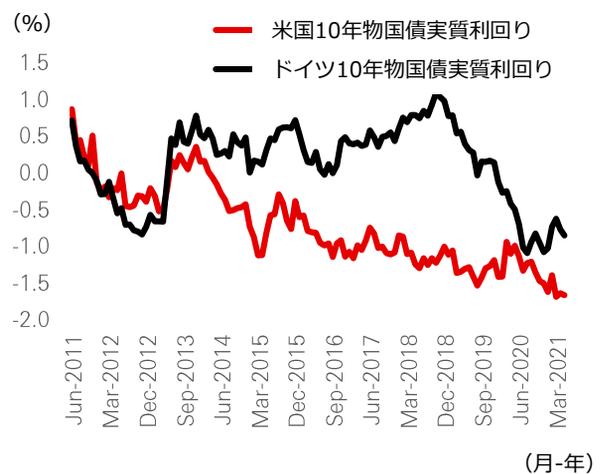
- ◆ インフレが株式にあまり影響しないとしても、債券利回りには影響しているのではないだろうか。図表3を見て驚くかも知れないが、中国の10年物国債利回りは、2007年まで遡っても、ほとんど3~4%前後で安定していることが分かる。グラフが示すように、インフレ率は上下に振れるが（12ヶ月移動平均で数値を平滑化した後でも）、10年物国債の利回りは比較的安定した推移を示している。ただ、比較した期間の2つの数値は0.7の相関係数を保っていることから、結果は標準的な経済理論の崩壊を示すものではない。しかし、実際のインフレ率が10年物国債利回りに与える影響の度合いは限定的と言える。
- ◆ もうひとつ触れておくべき興味深い現象は、現在、10年物米国債及びドイツ国債の実質利回りが、それぞれマイナス170bpとマイナス90bpであるのに対し、中国の10年物国債の名目利回りは、過去10年間、平均してインフレ率を110bp上回っていることである。今後10年間、中国のインフレ率が一貫して4%以上になると信じる理由がない限り（その可能性は低い）、現時点では欧米の債券と比較して中国の債券は魅力的に見える。

図表3：中国のインフレ率と国債利回りの比較



出所：ブルームバーグ、2021年6月現在

図表4：10年物米国債とドイツ国債の実質利回り



出所：ブルームバーグ、2021年6月現在

## 今後の展望

- ◆ 「杯中の蛇影」という中国の慣用句は、昔の人が飲み物の中に蛇が入っているのに驚いたという物語に由来する。しかし、実際に見たものは、壁に掛けられた弓の投影に過ぎなかったのである。最近では、存在しない悩みの原因にとらわれて妄想してしまう人のことをこの言葉で表現する。今、世間で言われているインフレ懸念も、ひょっとしたらこのような妄想なのかもしれない。



当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

## 留意点

### 【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

### <個人投資家の皆さま>

#### 投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

#### 投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、HSBC投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

#### HSBC投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.co.jp](http://www.assetmanagement.hsbc.co.jp)



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）