

BTMU CHINA WEEKLY

三菱東京UFJ銀行 国際業務部

OCTOBER 4TH 2017

■ WEEKLY DIGEST

【経 済】

- 9月製造業 PMI 指数 5年半ぶりの高水準
- 第2回環境国勢調査 2018年より実施開始

【産 業】

- 乗用車生産・輸入企業 2019年から新エネ車の製販義務化
- 2017年上半期の中国電子商取引規模 前年同期比+27.1%の13兆3,500億元

【金融・為替】

- 中国人民銀行 条件付き預金準備率引下げを発表 2018年より実施

■ RMB REVIEW

- 党大会後の人民元安再開を想定する

■ EXPERT VIEW

- 「『会社法』適用の若干問題に関する規定（四）」の概要について

本邦におけるご照会先:

三菱東京 UFJ 銀行国際業務部 東京:03-6259-6695 (代表) 大阪:06-6206-8434 (代表) 名古屋:052-211-0544 (代表)

- ・本資料は情報提供を唯一の目的としたものであり、金融商品の売買や投資などの勧誘を目的としたものではありません。本資料の中に銀行取引や同取引に関連する記載がある場合、弊行がそれらの取引を応諾したこと、またそれらの取引の実行を推奨することを意味するものではなく、それらの取引の妥当性や、適法性等について保証するものでもありません。
- ・本資料の記述は弊行内で作成したものを含め弊行の統一された考えを表明したものではありません。
- ・本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。最終判断はご自身で行っていただきますようお願いいたします。本資料に基づく投資決定、経営上の判断、その他全ての行為によって如何なる損害を受けた場合にも、弊行ならびに原資料提供者は一切の責任を負いません。実際の適用につきましては、別途、公認会計士、税理士、弁護士にご確認いただきますようお願いいたします。
- ・本資料の知的財産権は全て原資料提供者または株式会社三菱東京 UFJ 銀行に帰属します。本資料の本文の一部または全部について、第三者への開示および、複製、販売、その他如何なる方法においても、第三者への提供を禁じます。
- ・本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆9月製造業PMI指数 5年半ぶりの高水準

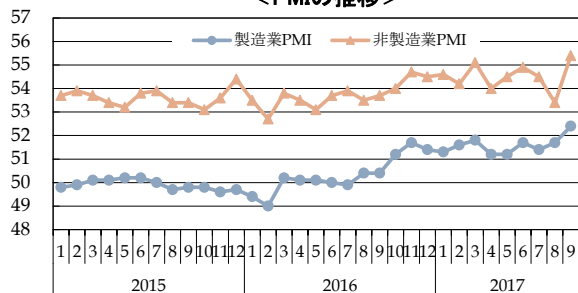
国家統計局、中国物流購買連合会の9月30日の発表によると、9月の製造業PMI指数は前月比+0.7ポイントの52.4と2ヶ月連続で改善し、14ヶ月連続で景況感の分岐点となる50を上回り、2012年4月以来の高水準に達した。

主要項目別では、生産高指数が前月比+0.6ポイントの54.7、新規受注指数が同+1.7ポイントの54.8、新規輸出受注指数が同+0.9ポイントの51.3と上昇。また、原材料購買価格指数も同+3.1ポイントの68.4と前月に続き今年の最高水準を更新した。同局は、製造業が好調な内外需を背景に生産を増やす一方、コスト上昇圧力に一段と晒されているとの見方を示した。

その他、今後の景況感動向を示す生産経営活動期待指数は前月比▲0.1ポイントの59.4となった。

なお、9月の非製造業PMI指数は前月比+2.0ポイントの55.4と改善した。うち、サービス業が同+1.8ポイントの54.4と上昇。また、建築業は繁忙期に入り、同+3.1ポイントの61.1と高水準を回復した。

<PMIの推移>



(出所) 国家統計局、中国物流購買連合会の公表データを基に作成

<製造業PMI指数の主要項目の推移>

		製造業 PMI 指数	生産高 指数	新規 受注 指数	新規輸出 受注指数	原材料 購買価格 指数	輸入 指数	雇用 指数	生産経営 活動期待 指数
2016年	1月	49.4	51.4	49.5	46.9	45.1	46.4	47.8	51.3
	2月	49.0	50.2	48.6	47.4	50.2	45.8	47.6	53.3
	3月	50.2	52.3	51.4	50.2	55.3	50.1	48.1	54.8
	4月	50.1	52.2	51.0	50.1	57.6	49.5	47.8	55.0
	5月	50.1	52.3	50.7	50.0	55.3	49.6	48.2	55.1
	6月	50.0	52.5	50.5	49.6	51.3	49.1	47.9	55.2
	7月	49.9	52.1	50.4	49.0	54.6	49.3	48.2	55.8
	8月	50.4	52.6	51.3	49.7	57.2	49.5	48.4	56.4
	9月	50.4	52.8	50.9	50.1	57.5	50.4	48.6	57.3
	10月	51.2	53.3	52.8	49.2	62.6	49.9	48.8	58.2
	11月	51.7	53.9	53.2	50.3	68.3	50.6	49.2	59.0
	12月	51.4	53.3	53.2	50.1	69.6	50.3	48.9	58.2
2017年	1月	51.3	53.1	52.8	50.3	64.5	50.7	49.2	58.5
	2月	51.6	53.7	53.0	50.8	64.2	51.2	49.7	60.0
	3月	51.8	54.2	53.3	51.0	59.3	50.5	50.0	58.3
	4月	51.2	53.8	52.3	50.6	51.8	50.2	49.2	56.6
	5月	51.2	53.4	52.3	50.7	49.5	50.0	49.4	56.8
	6月	51.7	54.4	53.1	52.0	50.4	51.2	49.0	58.7
	7月	51.4	53.5	52.8	50.9	57.9	51.1	49.2	59.1
	8月	51.7	54.1	53.1	50.4	65.3	51.4	49.1	59.5
	9月	52.4	54.7	54.8	51.3	68.4	51.1	49.0	59.4

(出所) 国家統計局、中国物流購買連合会の公表データを基に作成

(注) 生産経営活動期待指数は2017年1月より統計方法が変更され、過去のデータが修正された。

◆第2回環境国勢調査 2018年より実施開始

国務院弁公庁は9月21日、「第2回全国污染源全面調査方案」(国弁発[2017]82号)を発表した。全国の環境汚染源の数・構造・分布、汚染物の発生・排出・処理の実態を把握する調査で、政府が環境関連施策を行うためのデータベースを構築することを目的とし、原則10年に1度行われ、第1回目は2008年に実施された。

今回の調査はすべての企業、個人事業者に対し、工業、農業、国民生活、廃棄物・汚染集中処理施設、移動発生源(自動車・船舶・建設機械等)の5つ分野における汚染源の2017年度の実態を調査する。2018年中に調査を完了し、2019年に調査結果を公表するスケジュールとなっている。

なお、工業分野の汚染源調査については、工業団地の進出企業に対し調査表の記入・提出を求める他、調査員による工場の立入調査も実施する。また、調査項目には、原材料の消費、製品の生産、廃棄物の発生・排出・処理・综合利用状況等が含まれる。

【産業】

◆乗用車生産・輸入企業 2019 年から新エネ車の製販義務化

工業情報化部、財政部、商務部、税関総署、国家品質監督検査検疫総局は 9 月 27 日、「乗用車企業平均燃料消費量と新エネルギー車クレジット並行管理弁法」(上述各部署連名令第 44 号)を発表した。乗用車の燃費向上と新エネ車の普及を促すための新制度で、乗用車の生産・輸入企業に対し 2019 年から新エネ車の製造販売を義務付ける。

具体的には、乗用車生産・輸入企業ごとに平均燃費と新エネ車^(※1)に関する年度目標値をそれぞれ設定し、目標値を超過達成した場合は「+クレジット」、未達の場合は「-クレジット」が付与される。未達の企業は達成企業から「+クレジット」購入等の形で「-クレジット」を補填しなければならない。また、平均燃費の「-クレジット」は新エネ車の「+クレジット」で補填することができるが、逆方向の補填はできない。

(※1): 電気自動車(EV)、プラグインハイブリッド車(PHV)、燃料電池車(FCV)等を含む。

本弁法は正式公布にあたり、2016 年 9 月と 2017 年 6 月の 2 回に亘りパブリックコメントが実施され、新エネ車のクレジット制度について、2018 年からの導入案に対し各国の業界団体から導入時期を延期する要望が強く寄せられたため、導入が 1 年延期となった。

工業情報化部は今後、平均燃費と新エネ車のクレジット管理プラットフォームを立ち上げ、すべての乗用車企業のクレジット関連情報を公開することとしている。「-クレジット」を補填できない企業は、生産・輸入計画の見直しや輸入販売に必要な中国強制製品認証(CCC)の許可が下りない等の処罰を受けることになる。

なお、2016 年 10 月に中国政府より発表された 2030 年までの「省エネ車・新エネ車技術路線図」^(※2)では、2030 年までに年間全販売台数に対する新エネ車販売台数の割合を 40%以上に引上げることを目標として挙げている。

(※2): 詳細は本誌 2016 年 11 月 30 日号の「DIGEST」解説をご参照ください。

<http://www.bk.mufg.jp/report/inschiweek/416113001.pdf>

＜平均燃費・新エネ車クレジット並行管理制度の概要＞

項目		「平均燃費クレジット」制度	「新エネ車クレジット」制度
導入時期		2018年度	2019年度
管理対象		すべての乗用車生産・輸入企業	内燃機関乗用車の年間生産・輸入台数が3万台以上の企業
クレジット 算出方法	算出	実績値クレジット－目標値クレジット＞0: 「+クレジット」 実績値クレジット－目標値クレジット＜0: 「-クレジット」	
	目標値	2016年1月施行「乗用車燃料消費量評価方法及び指標」(GB27999-2014)の第5.2条に基づき算出 (乗用車の年間生産・輸入台数が2,000台以下の企業の場合、上記算出値条件を緩和)	目標値クレジット＝内燃機関乗用車の生産・輸入台数×一定比率(※) ※2019年: 10% 2020年: 12% 2021年以降: 別途制定
	実績値	2016年1月施行「乗用車燃料消費量評価方法及び指標」(GB27999-2014)の第5.1条に基づき算出	実績値クレジット＝新エネ車生産台数・輸入台数×1台当たりの適用クレジット 適用クレジットは新エネ車の種類(EV、PHV、FCV等)と航続距離、車両重量、電力消費に応じた数式で算出 ＜参考: 算出例＞ 内燃機関乗用車の生産台数100万台の企業(2019年): ・目標値クレジット: 10万ポイント ・EV標準型1台の適用クレジット: 「0.012×航続距離(＝250km)＋0.8」＝3.8ポイント ・目標値クレジットを充足するために必要なEV生産台数: 約26,000台
クレジット の過不足	「+クレジット」	・一定比率にて翌年度への繰越可能 ・関連企業への譲渡可	・他社への販売可 ・翌年度への繰越不可(初年度の2019年に限り可)
	「-クレジット」	・下記「+クレジット」により補填 - 自社の「平均燃費クレジット」繰越分 - 関連企業から譲渡された「平均燃費クレジット」 - 自社の「新エネ車クレジット」(※) - 他社から購入した「新エネ車クレジット」(※) ※「1新エネ車クレジット」＝「1平均燃費クレジット」	・下記「+クレジット」により補填 - 他社から購入した「新エネ車クレジット」 - 自社の翌年度の「新エネ車クレジット」(初年度の2019年のみ適用)

(出所)「乗用車企業平均燃料消費量と新エネルギー車並行管理弁法」を基に作成

◆2017 年上半期の中国電子商取引規模 前年同期比+27.1%の 13 兆 3,500 億元

中国の民間機関である中国電子商取引研究センターが 9 月 19 日に発表したレポート「2017 年上半期中国電子商取引 (EC) 市場データモニタリング報告」によると、2017 年上半期の中国電子商取引 (EC) 額は前年同期比+27.1%の 13 兆 3,500 億元と、2016 年通年 (前年比+25.5%) を上回る勢いで伸びた。

<取引形態別内訳>

EC のうち B2B 取引額は前年同期比+24.0%の 9 兆 8,000 億元 (2016 年 : 前年比+20.1%) で、取引シェアの高い上位 5 社は、アリババ (37.0%)、慧聪网 (7.9%)、環球資源 (4.3%)、上海鋼聯 (4.2%)、焦点科技 (3.7%) となっている。

EC のうちモノの小売 (B2C・C2C) 取引額は前年同期比+34.8%の 3 兆 1,000 億元となった。取引シェアの高い上位 5 社は、アリババ傘下の T モール (50.2%)、京東 (24.5%)、唯品会 (6.5%)、蘇寧易購 (5.4%)、国美オンライン (4.1%) となっている。

EC のうち生活サービス関連取引額は前年同期比+21.8%の 4,500 億元となった。

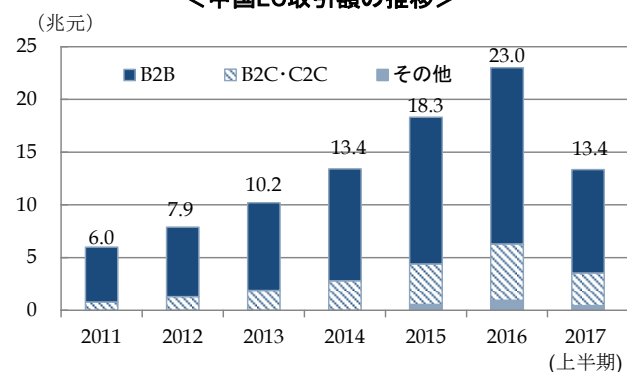
<越境 EC>

越境 EC については、2017 年上半期の取引額は前年同期比+30.7%の 3 兆 6,000 億元 (2016 年 : 前年比+24.0%) と EC 全体の 1/4 以上を占めている。

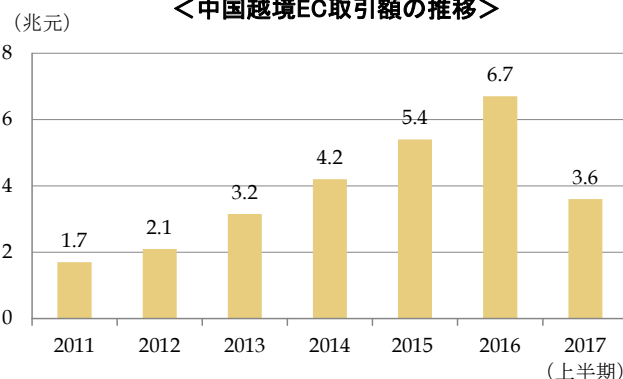
輸出入別の構成では、輸出が 2 兆 7,500 億元で 76.1%、輸入が 8,624 億元で 23.9%と、輸出取引が圧倒的に多い。従来型取引形態の貿易企業も EC を新たな輸出チャネルとして利用し始めているという。一方、伸び率を見ると、輸出が前年同期比+31.5%、輸入が同+66.3%と、輸入取引の増加ペースが輸出を大幅に上回った。

取引形態別の構成では、B2B が 87.4%、B2C が 12.6%と、依然 B2B の企業間取引が主流。同センターによれば、輸出 B2B 市場では、プラットフォーム企業の新規参入により競争が激化するなか、物流、通関、金融面等輸出に係わる一連のサービスをワンストップ化するなど、各社が競争力強化を図っているという。また一帯一路戦略が輸出 B2B の拡大の弾みになっているとの見方も示している。

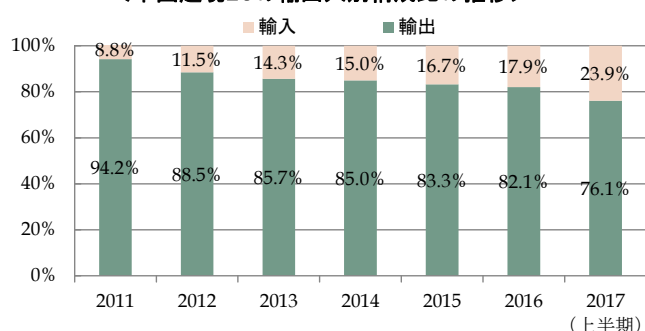
<中国EC取引額の推移>



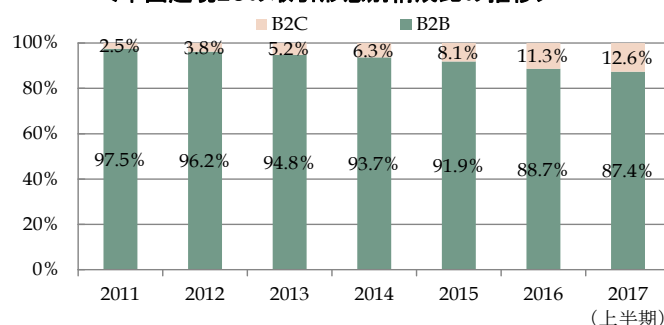
<中国越境EC取引額の推移>



<中国越境ECの輸出入別構成比の推移>



<中国越境ECの取引形態別構成比の推移>



(出所) 中国電子商取引研究センター「2017年上半期中国電子商取引(EC)市場データモニタリング報告」を基に作成。

なお、中国工業情報化部は、9月25日に「工業 EC 発展に係わる3年行動計画」を発表。2020年までに主要工業企業の EC 普及率を6割に高めるとともに、ECによる調達額を9兆元、売上額を11兆元に増やすことを目標とし、主たる行動計画として、①大手工業企業の EC 利用拡大、②工業分野の EC プラットフォームの構築、改善、③中小工業企業への EC 普及、④工業 EC モデル地区の構築、⑤工業 EC の支援サービス体制の整備の5項目を定めた。

【金融・為替】

◆中国人民銀行 条件付き預金準備率引下げを発表 2018年より実施

中国人民銀行は9月30日、金融機関の人民元預金準備率の引下げを発表、2018年1月より実施する。2016年3月以来、約1年半ぶりの預金準備率の引下げ発表となった。

具体的には、中小零細企業、三農(農業・農村・農民)、失業者による起業、貧困層救済向けの2017年末の貸出残高(或いは2017年の年間貸出増加額)が全体の貸出残高(増加額)に占める割合が、1.5%に達している金融機関を対象に預金準備率を0.5%引下げ、10.0%に達している金融機関を対象に預金準備率を1.5%引き下げる。

中国人民銀行は2014年以降、中小企業、「三農」向けに絞った選別的な金融支援政策を実施してきたが、今回は、失業者や貧困層にまで支援分野を広げた。

なお、中国人民銀行の試算では、すべての大中型商業銀行と9割以上の地方銀行が今回の預金準備率引下げの対象となる。

RMB REVIEW

◆党大会後の人民元安再開を想定する

今月(9月)の人民元相場は、9/8に報じられた為替先物規制見直しの影響を受けて、元高から元安に地合いが急変。米利上げ観測の再燃や、米税制改革期待に伴うドル高も加わる中で、月末にかけて約1ヶ月半ぶり安値を更新した。来月は、国慶節や7中全会、共産党大会や1中全会等、政治イベントが目白押しとなるが、元安基調は当面続くと考えられる。年末に向けて6.75を目指す展開を想定したい。

・9月のレビュー

今月(9月)の人民元相場(対ドル)は、月初6.5860で寄り付いた後、米国債利回りの低下や基準値の元高設定を背景に急伸し、9/8には、2015年12月以来、約1年9ヶ月ぶり高値6.4350を示現した。しかし、中国人民銀行(以下、PBOC)より為替先物規制の見直しが報じられると地合いが急変。元高誘導から元高抑制(元安容認)へのシグナル転換と受け止められ、月央以降、人民元安が進行した。米利上げ観測の再燃や、米税制改革期待に伴うドル高も加わる中で、9/28には、約1ヶ月半ぶり安値6.6842を示現。本稿執筆時点でも6.67台半ばで推移するなど、軟調な動きが継続している(第1図)。

第1図：人民元相場の推移



資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

・為替先物規制の見直しを受けて人民元の地合いが急変

PBOCは9/8、2015年9月より続けてきた「為替先物規制」の見直しを発表した。同規制は2015年8月の人民元切り下げによってもたらされた人民元安圧力を抑制する目的で同年9月より開始されたもので、マーケットメーカーは、オンショア市場で為替先物取引(対顧客取引における外貨買い・人民元売りサイド)を行う際、年限に係らず、当該取引に係る想定元本の20%を、為替予約準備金としてPBOCに無利息で1年間預け入れることが義務付けられた。当該準備金から発生するコストは対顧客レートに織り込まれることから、外貨買い・人民元売りが為替レートが市場実勢比で相応に悪化。顧客の外貨買い・人民元売り意欲を削ぐことを通じて、人民元安圧力の抑制を図る効果をもたらしてきた。しかし、PBOCは今般、当該為替予約準備金の引き下げ(現行の20%から0%)を発表した。元安抑制ツールが解除されたとあって、市場では、当局が元安容認シグナルを発したとの見方が広がった。結果、人民元は急反落し、月間高値6.4350から月間安値6.6842まで約2492ポイントの急落劇を演じた。月次ベースの値幅(高値と安値の差)としては、人民元切り下げを行った2015年8月の値幅(2419ポイント)

を超える、1997 年以降で最大。年初来続いた元高トレンドが終焉したと捉えるのが妥当だろう。当方では、かねて指摘してきた通り、以下 4 つの要因を以って、向こう 1 年に亘り人民元安基調が続くと予想する。

・人民元安基調を予測する理由①～元安抑制策の緩和観測～

中国当局が主導する人民元安抑制策には、様々な面で副作用が内在する。人民元国際化に反する資本規制や基準値誘導は、プレゼンス低下や対中投資意欲の減退、企業や国民の不満蓄積を招くリスクを孕んでいる。為替介入についても、外貨準備が 2014 年に付けたピーク(4 兆ドル規模)から既に 1 兆ドル程度急減していることを考慮すれば、為替介入へのハードルは以前より高まっていると推察される。市場金利の高め誘導も、实体经济への下押しや、金融市場の不安定化を招くリスクを抱えている。こうした点を考慮すれば、人民元安抑制策の長期化は想定しづらく、むしろ、党大会後の段階的な規制緩和が想定されよう。先般発表された為替先物規制の緩和もその一貫と捉えることが出来るだろう。元安抑制策の緩和が見込まれる中で、人民元にはしばらく下落圧力が加わると予想する。

・人民元安基調を予測する理由②～為替制度改革を巡る思惑～

党大会が終わり、政治的安定が実現すれば、政府当局は人民元国際化を前進させると考えられる。市場では、為替変動許容幅の拡大(現行の上下 2%から上下 3%への拡大)や変動相場制移行を予測する向きが増えつつある。事実、PBOC が発行する金融時報は 7/12、専門家の話を引用する形で、①為替介入を減らすべき、②変動幅拡大に向けた措置を講ずるべきとの論説記事を掲載した。また、9/4 には中国社会科学院の研究員、余永定氏(元中国人民銀行金融政策委員)が「出来るだけ早く変動相場制に移行させるべき」との見解を発信した。為替変動許容幅の拡大や変動相場制移行が意識されれば、潜在的な人民元安圧力に繋がると考えられる。

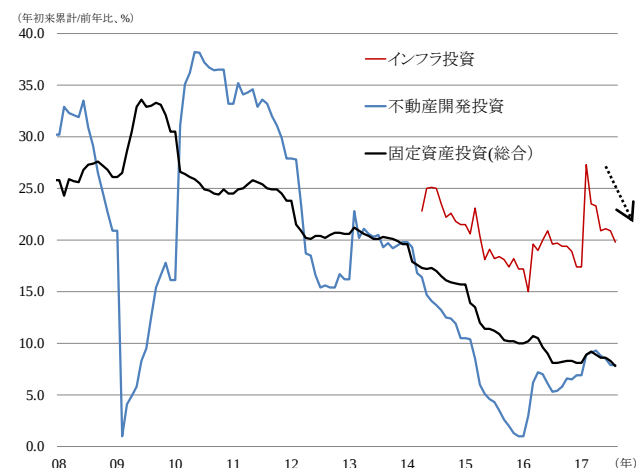
・人民元安基調を予測する理由③～米中を巡る不協和音の高まり～

足元で燦る米中の不協和音も潜在的な元安要因となるだろう。年初来、中国当局が対ドルでの元高を容認した理由の 1 つに、トランプ米大統領への配慮が挙げられるからだ。事実、トランプ米大統領は昨年の選挙期間中、「中国を為替操作国に認定する」など、反中姿勢を鮮明に打ち出した経緯がある。5 年に 1 度の党大会を控える政府当局が、米国との軋轢回避を優先し、対ドルでの元高を容認した可能性はあるだろう。事実、4 月の米中首脳会談では米国に配慮した姿勢が随所に見られ、その後の為替報告書においても、心配されていた為替操作国認定は見送られた。まさに対ドルでの元高がもたらした功績と言えるだろう。しかし、米中の蜜月は既に終わろうとしている。北朝鮮への対応を巡り両者の確執が浮き彫りとなっているからだ。中国が米国に配慮するメリットは以前と比べ低くなったと推察される。10 月に予定されている米財務省の為替報告書、11 月のトランプ米大統領訪中など、向こう数ヶ月は米中の政治イベントが目白押しとなる。政治的駆け引きと、それに伴う為替への影響に注意が必要だ。

・人民元安基調を予測する理由④～中国経済の先行き不透明感の高まり～

中国経済にピークアウトの兆しが見えつつある。9 月に公表された 8 月分の主要経済指標は、前月に続き総じて冴えなかった。固定資産投資はインフラ投資の伸び鈍化を受けて大きく減速(第 2 図)。小売売上高や輸出の伸びも低調だった(第 3 図)。党大会が終了し、構造改革(過剰生産能力や過剰債務の圧縮)が進展すれば、更なる景気下押しも警戒されよう。事実、米格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は 9/21、長期に亘る債務増加が中国における経済及び金融リスクを高めるとして、中国の長期国債格付けを「ダブル A マイナス」から「シングル A プラス」に 1 段階引き下げた。緩やかな景気減速が見込まれる中で、政府当局は今後、消費や外需での下支えを模索すると考えられる。輸出競争力を高める目的から、通貨政策として人民元安を容認する可能性も出てくるだろう。米追加利上げに伴うドル高も加わる中で、人民元への下押し圧力は今後一段と高まりそうだ。

第2図：中国の固定資産投資の推移



(資料) 中国国家统计局より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第3図：中国の輸出と小売売上高の推移



(資料) 中国国家统计局より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

・今後の見通し

以上の通り、年初来続いた元高トレンドは 9/8 を境に終息し、足元では人民元安への巻き戻しが活発化している。党大会後を見据えて、資本規制の緩和や為替制度改革への布石（共に元安に繋がり易い材料）も打たれ始めた。来月は国慶節(10/1～10/8)や7中全会(10/11～)、共産党大会(10/18～)や1中全会(党大会終了直後)等、イベントが目白押しとなるが、人民元安基調は変わらないと予測する。尚、党大会人事における注目ポイントは大きく分けて下記5点。①党主席ポストの復活や常務委員制度の撤廃が実現するか否か、②党規約に習近平思想との名称が用いられるか否か、③七上八下の内規(68歳定年)が覆され、王岐山(中央規律検査委員会書記)の留任が決定される否か、④新たな常務委員メンバーに習近平に近い人物が指名されるか否か、⑤将来の総書記後継候補が示唆されるか否か等であろう。もっとも、党大会人事で人民元相場が動意付くとは考えづらい。ヘッドラインによる相場への影響は限定的となりそうだ。

メインシナリオ(70%、向こう1年に亘り人民元安基調が継続する)

メインシナリオでは、向こう1年に亘り、緩やかな人民元安が続くとの見方を想定する。上述の通り、①年初来続けてきた元安抑制策の解消が見込まれていること、②為替制度改革への期待が高まっていること、③米中の不協和音が更なる元安に波及しかねないこと、④中国経済を巡る先行き不透明感が潜在的な元安をもたらすとみられること等が背景だ。円やユーロは対ドルで上昇すると見込む一方、人民元は、そのドルをも凌ぐ「弱さ」を見せると予想する。

予想レンジ(メインシナリオ)

予想レンジ	10月～12月	1月～3月	4月～6月	7月～9月
USD/CNY	6.5500～6.8500	6.6000～6.9000	6.7500～7.0500	6.9000～7.2000
CNY/JPY	15.9～17.4	15.4～17.0	15.0～16.7	14.7～16.4

サブシナリオ(20%、人民元の下値余地は限定的、底堅い動きが継続しよう)

サブシナリオでは、党大会後も人民元相場の安定が続くシナリオを想定する。この場合、①中国経済の下触れ回避や、②利便性向上に伴う準備資産としての人民元保有ニーズの高まり、③債券通などを通じたインバウンド

投資の活発化。④米利上げ観測の後退に伴う強烈なドル売り等の条件が揃う必要があるだろう。

リスクシナリオ(10%、強烈なドル高と資本流出に伴う元安が過度な人民元安をもたらす)

リスクシナリオでは、メインシナリオを超える強烈な人民元安を想定する。この場合、①米利上げ観測の高進に伴う持続的なドル高や、②中国経済の急減速、③資本流出圧力の高まり(特に国内資本)等の条件が揃う必要があるだろう。もっとも、中国当局は、仮想通貨による資金調達(Initial Coin Offering)や大手仮想通貨取引所を通じた売買の禁止を発表しており、かつて見られたビットコイン等を通じた資本流出の抜け道は既に塞ぎつつある。この為、昨年後半のような無秩序な元安がもたらされる公算は小さく、リスクシナリオの蓋然性は10%程度と低く見積もっている。

第5図：人民元相場の見通し(各シナリオ)



(資料) Bloomberg より 三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

(9月29日作成) グローバルマーケットリサーチ

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利 (1wk)	上海A株 指数	前日比
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比			
2017.09.25	6.5974	6.5940～ 6.6220	6.6205	0.0283	5.9067	0.0202	0.84704	0.0029	7.8726	-0.0309	3.4400	3498.42	-12.56
2017.09.26	6.6165	6.6113～ 6.6328	6.6305	0.0100	5.9374	0.0307	0.84814	0.0011	7.8328	-0.0398	3.4400	3501.55	3.13
2017.09.27	6.6359	6.6322～ 6.6432	6.6350	0.0045	5.8740	-0.0634	0.84967	0.0015	7.7961	-0.0367	3.4400	3503.16	1.62
2017.09.28	6.6410	6.6410～ 6.6770	6.6699	0.0349	5.9140	0.0400	0.85416	0.0045	7.8519	0.0558	3.4400	3497.53	-5.63
2017.09.29	6.6655	6.6349～ 6.6842	6.6470	-0.0229	5.9240	0.0100	0.85162	-0.0025	7.8530	0.0011	3.4000	3507.02	9.49

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京 UFJ 銀行国際業務部作成

EXPERT VIEW

「『会社法』適用の若干問題に関する規定（四）」の概要について

<要旨>

- 本司法解釈¹は、「会社法」の適用に関する4本目の司法解釈であり、①会社決議の効力、②株主の知る権利、③利益配当請求権、④優先買取権及び⑤株主代表訴訟についての「会社法」の適用に関する問題の解消を図っている。
- 本司法解釈が規定する各条項は、コーポレートガバナンスに関連する法律制度における重要な内容であり、日常におけるコーポレートガバナンスにとっても参考に値する意義を有すると考えられる。

1. はじめに

「中華人民共和国会社法」²（以下「会社法」といいます）の公布後、最高人民法院は「『会社法』適用の若干問題に関する規定（一）」³、「『会社法』適用の若干問題に関する規定（二）」⁴及び「『会社法』適用の若干問題に関する規定（三）」⁵をそれぞれ公布してきました。これらの司法解釈はその名称のとおり、「会社法」の適用に関する最高人民法院の解釈を定めたものであり、実務に与える影響は小さくありません。そして今回、「『会社法』適用の若干問題に関する規定（四）」（以下「本司法解釈」といいます）が公布されました。本司法解釈では、主として①会社決議の効力、②株主の知る権利、③利益配当請求権、④優先買取権及び⑤株主代表訴訟についての「会社法」の適用に関する問題の解消を図っています。その主な内容は以下のとおりです。

2. 本司法解釈の概要

(1) 会社決議の効力の瑕疵をめぐる訴訟におけるルールの整備

「会社法」では、第22条において、決議無効確認訴訟及び決議取消確認訴訟を規定していますが、これらの訴訟はいずれも一応は成立している決議について適用されるものでした。本司法解釈では、「会社法」には規定されていなかった決議不存在の確認の訴えについて規定し（本司法解釈第1条、第5条等）、決議不存在の確認の訴えを確立しています。

¹ 「『会社法』適用の若干問題に関する規定（四）」法釈〔2017〕16号、2017年8月25日公布、同年9月1日施行

² 主席令第8号、1993年12月29日公布、1994年7月1日施行、2013年12月28日最終改正公布、2014年3月1日最終改正施行

³ 法釈〔2014〕2号、2006年4月28日公布、同年5月9日施行、2014年2月20日改正公布、同年3月1日改正施行。主に会社法改正に伴って生じる法律の適用に関する問題の解消を図っています。

⁴ 法釈〔2014〕2号、2008年5月12日公布、同年5月19日施行、2014年2月20日改正公布、同年3月1日改正施行。主に会社の解散及び清算案件の審理における法律の適用に関する問題の解消を図っています。

⁵ 法釈〔2014〕2号、2011年1月27日公布、同年2月16日施行、2014年2月20日改正公布、同年3月1日改正施行。主に会社の設立、出資、持分の確認などをめぐる紛争事件の審理における法律の適用に関する問題の解消を図っています。

また、決議の無効及び取消の外部効果に関して、本司法解釈第 6 条は、「人民法院により無効又は取消の判決を下された決議につき、会社が当該決議に基づき善意の相手方と形成した民事法律関係は影響を受けない」として、善意の相手方を保護する明確な規定を定めています。

(2) 株主の知る権利に対する保障の強化

「会社法」第 33 条、第 97 条は、株主の知る権利（会社定款、株主総会会議議事録、董事会会議決議等の閲覧権等）を規定していますが、本司法解釈は次のいくつかの面から株主の当該法定の権利に対する保障を図っています。

- ① 株主が「会社法」第 33 条、第 97 条又は会社定款の規定に基づき訴権を行使する権利を有することの明確化（本司法解釈第 7 条第 1 項）
- ② 株主の知る権利が法定の権利であることに鑑み、会社定款、株主間の協議書を通じて株主の当該権利を実質的に剥奪することを禁止（本司法解釈第 9 条）
- ③ 株主による当該権利の行使を補佐する権利を、会計士、弁護士等の仲介機関における関連業務を執り行う資格を有する者に付与（本司法解釈第 10 条第 2 項）
- ④ 董事、高級管理職等が法に従い職責を履行しなかったことにより、会社が法に従い会社の書類・資料の作成又は保存を行わなかった場合の民事賠償責任の明確化（本司法解釈第 12 条）

また、「会社法」第 33 条は「株主に不当な目的がある」場合に、株主による会社の会計帳簿の閲覧を拒否する権利を会社に付与していますが、「不当な目的」の状況又は判断基準について明確な規定がなかったところ、本司法解釈は次の状況のいずれかに該当する場合は、「株主に不当な目的がある」と認定する旨を規定しています。このことは逆に言えば、株主について下記状況に該当しなければ、原則として会計帳簿の閲覧を拒否できないことを表しているともいえます。

- ① 株主が会社の本業と実質的な競争関係を有する業務を自営し又は他者のために経営した場合。但し、会社定款に別段の規定又は全株主に別段の約定があるときはこの限りでない
- ② 株主が他者に関連情報を通知するために会社の会計帳簿を閲覧し、会社の適法な利益を損なう可能性がある場合
- ③ 株主が会社に対し閲覧請求を提出した日から過去 3 年間に於いて、会社の会計帳簿を閲覧することにより、他者に関連情報を通知し、会社の適法な利益を損なったことがある場合
- ④ 株主に不当な目的があるその他の状況

(3) 株主の利益配当請求権に対する司法救済の整備

利益配当請求権は株主がその株主としての地位に基づき有する適法な権利ですが、利益の配当は会社の自治事項であり、裁判所が介入することは通常ありません。もっとも、実務において、大株

主がその優位性及び地位を利用することにより、会社に利益の配当を行わず、ひいては小株主の適法な利益に影響を及ぼす事案が発生していました。このような事態を是正するため、本司法解釈は、次の特定の状況下において、司法救済を求める権利を株主に付与しました（本司法解釈第 14 条、第 15 条）。

- ① 株主が具体的な配当案が明記された株主会又は株主総会の有効な決議書を提出して会社による利益の配当を請求したところ、会社が利益の配当を行うことを拒否し、かつ決議を執行できないことに関するその抗弁の理由が成立しない場合、人民法院は決議に明記される具体的な配当案に従い株主に対し利益の配当を行うことを会社に命じる判決を下さなければならない
- ② 株主が具体的な配当案が明記された株主会又は株主総会の決議書を提出せずに会社による利益の配当を請求した場合、人民法院はその請求の趣旨を棄却しなければならない。但し、法律の規定に違反し、株主としての権利を濫用したことにより、会社が利益の配当を行わない場合において、その他の株主に損失をもたらしたときはこの限りでない

(4) 優先買取権行使の規範化

「会社法」第 71 条及び第 72 条は有限責任会社の株主が持分を譲渡する際に同等条件での優先買取権をその他の株主に付与しています。本司法解釈は、次のいくつかの面から当該権利の行使を規範化しています。

- ① 譲渡株主からその他の株主に対する書面通知方式の規範化（本司法解釈第 17 条第 1 項）
譲渡株主がその他の株主が受領困難な通知方式を故意に使用することにより、その他の株主による優先買取権の行使を回避することがないようにするため、持分譲渡事項につき書面又は受領を確認できるその他の合理的な方式により、その他の株主に通知してその同意を求めなければならないこととされています。
- ② 「同等条件」の通知が必要な場合の明確化（本司法解釈第 17 条第 2 項）
「会社法」では、持分譲渡事項を通知しなければならないとしています。譲渡条件まで通知する必要があるかについては明確に規定していません。このため、実務においても、譲渡条件の通知については対応に相違が見られました。本司法解釈は、この点について、「株主の同意を得る譲渡持分について、その他の株主が、持分譲渡の同等条件を書面又は受領を確認できるその他の合理的な方式により譲渡株主が自己に通知しなければならないと主張した場合、人民法院はこれを支持しなければならない」と規定しました。このため、譲渡株主は、その他の株主から要求があった場合には、同等条件を通知しなければなりません。
- ③ 「同等条件」の判断基準の明確化（本司法解釈第 18 条）
「会社法」は「同等条件」の判断基準につき規定していません。この点につき、本司法解釈

は、譲渡持分の数量、価格、支払方法及び期限等の要素を考慮して判断するとしています。

④ 優先買取権の行使期限の明確化（本司法解釈第 19 条）

株主が優先買取権の行使を引き延ばすことにより、譲渡株主の適法な利益が損なわれるのを防止するため、本司法解釈は、優先買取権の行使期限につき、「会社定款に定められる行使期間を優先的に適用し、会社定款に規定がない又は規定が不明確である場合、譲渡通知に定められる期間を基準とする。但し、譲渡通知に定められる期間が 30 日未満又は明確にされていない場合、行使期間は 30 日とする」と決めました。

⑤ 優先買取権侵害が生じた場合の権利行使期間の明確化（本司法解釈第 21 条第 1 項）

本司法解釈は、優先買取権が侵害された後の権利行使期間について「優先買取権を行使できる同等条件を知り又は知り得べき日から 30 日以内又は持分変更登記の日から 1 年間」と定めています。

(5) 株主代表訴訟制度の整備

「会社法」第 151 条は株主代表訴訟制度を規定しているところ、この点について本司法解釈は、次のとおり整備を図っています。

- ① 株主代表訴訟における各当事者の地位について、株主が原告、董事、監事、高級管理職又は会社の適法な權益を侵害した他者が被告、会社が第三者となること、また、会社が訴訟に参加しなければならないことの明確化（本司法解釈第 23 条、第 24 条）
- ② 会社が侵害を受けた適法な權益の補填、補償又は賠償がなされるようにするために株主が提起した株主代表訴訟に勝訴したことによる利益は会社に帰属すること、株主が訴訟に参加するために支払った合理的な費用を会社が負担することにも合理性があることの明確化（本司法解釈第 25 条、第 26 条）

3. 実務上の意義

本司法解釈が規定する①会社決議の効力、②株主の知る権利、③利益配当請求権、④優先買取権及び⑤株主代表訴訟に関する各条項は、コーポレートガバナンスに関連する法律制度における重要な内容です。本司法解釈により当該 5 つの方面に関する紛争事件の審理における法律の適用について整理又は明確化が行われたことは、紛争が生じた際の結果の予測可能性を高めるだけでなく、日常におけるコーポレートガバナンスにとっても参考に値する意義を有すると考えられます。

黒田法律事務所
弁護士 鈴木龍司
中国弁護士 鄭 郁

～アンケート実施中～

(回答時間:10 秒。回答期限:2017 年 11 月 4 日)

<https://s.bk.mufg.jp/cgi-bin/5/5.pl?uri=ZIJ6Qe>