

合肥モデルと 政府引導基金

高口康太

ジャーナリスト、千葉大学客員教授、明治大学客員研究員

2026年7月18日

亿航智能VT35 新一代长航程无人驾驶载人航空器合肥首飞圆满成功

写真出所：Ehang公式サイト <https://www.ehang.com/news/1327.html>



自己紹介

- **高口康太**

- 1976年、千葉県生まれ。中国経済、中国企業、在日中国人社会について取材を続けるジャーナリスト。千葉大学客員教授、明治大学客員研究員。

- **著書、編著**

- 『ピークアウトする中国』 文春新書

- 『幸福な監視国家・中国』 NHK出版新書

- 『プロトタイプ・シティ』

- KADOKAWA

- 『現代中国経営者列伝』 (星海社新書)

- 『中国S級B級論』 (さくら舎) など。

本日の発表に関する論考

- 「**第14次5カ年計画における地方政府のイノベーション政策：政府引導基金から見る政府支援**」 『第15次5カ年計画を控えた中国の産業・科学技術の現状と課題』 日本科学技術振興機構、2026年。
- 「**「投資家国家」 中国の国防技術開発**」 『アジア研究』（早期公開）

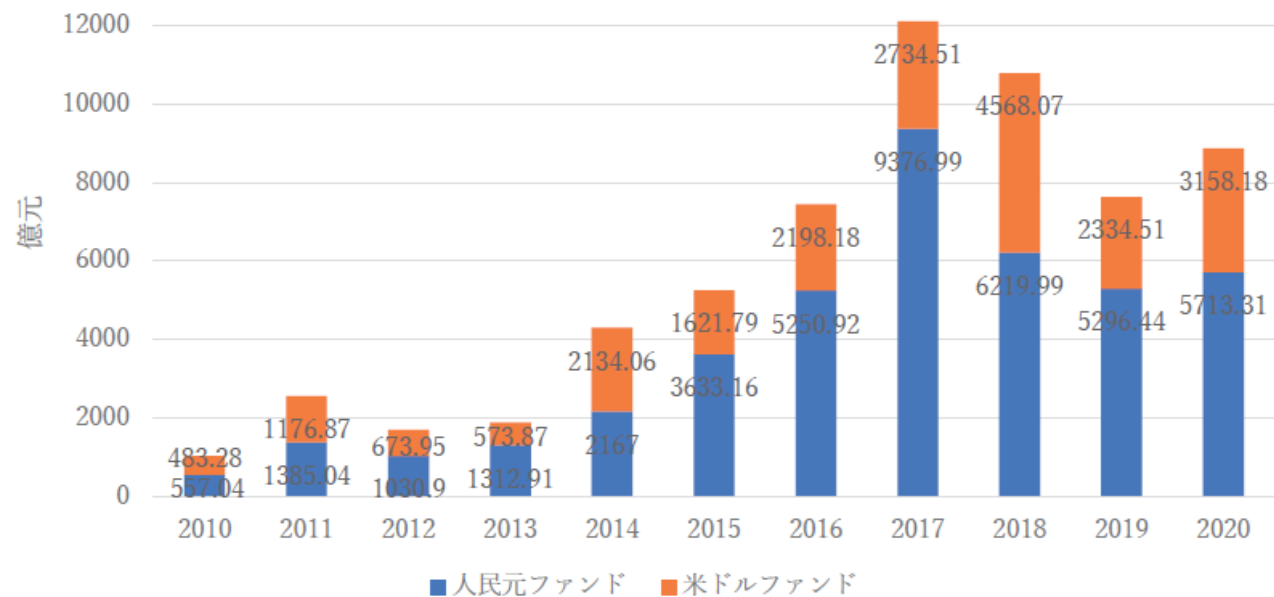
前提としての 投資家国家論

中国ベンチャー黄金の10年

- 2010年代半ばから2020年代初頭にかけて

技術：モバイルインターネット、
政策：双创、そしてマネー：リスクマネーの急増

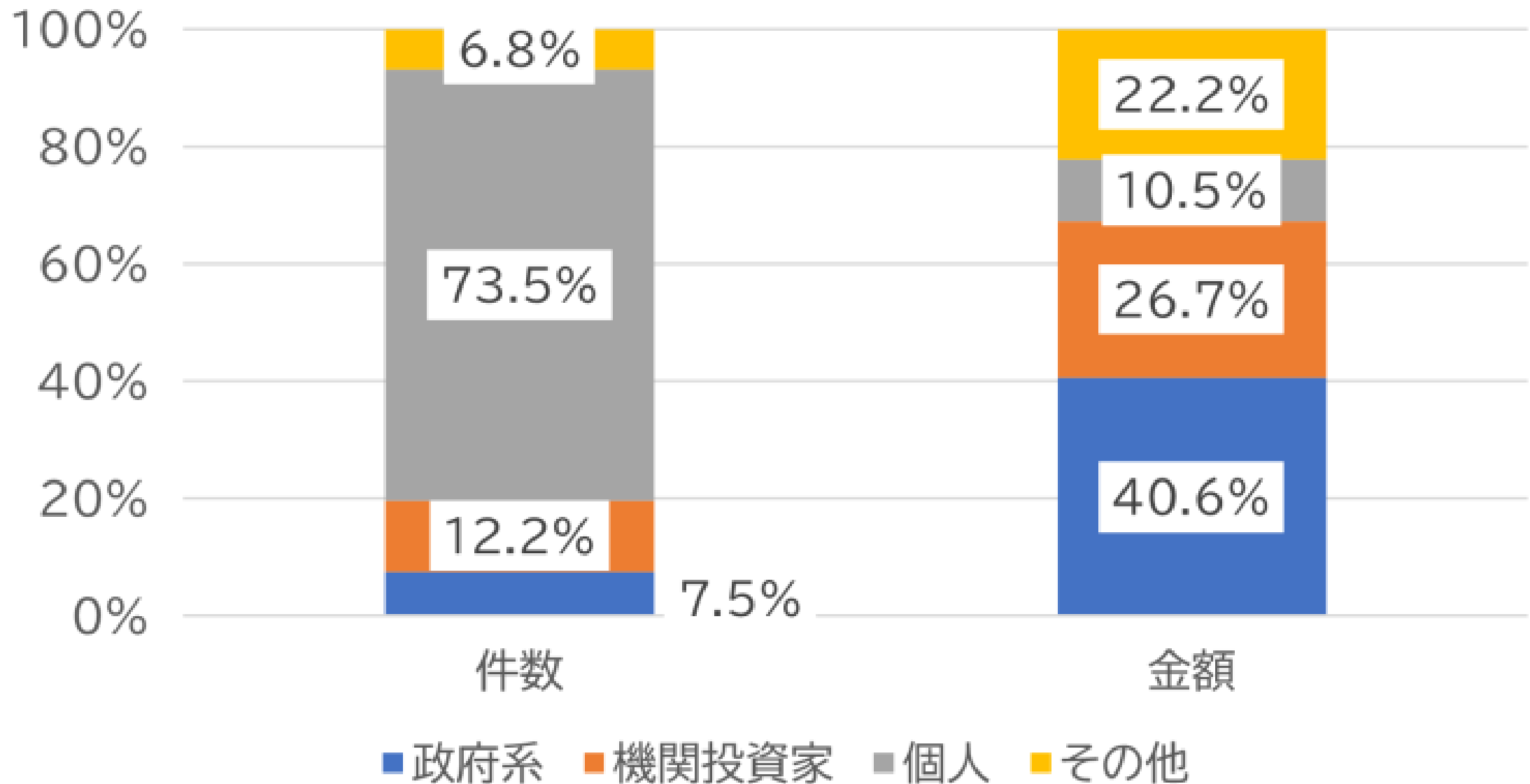
- 高口康太「中国における情報技術の社会実装とその影響」『中国の双循環(二重循環)戦略と産業・技術政策—アジアへの影響と対応』2022年。



出典：清科研究センター報告書「2020 年中国股权投资市场回顾与展望」（筆者作成）

図 6-5 人民币ファンド、米ドルファンドの投資額推移

図2 2023年エクイティ市場出資者(LP)構成



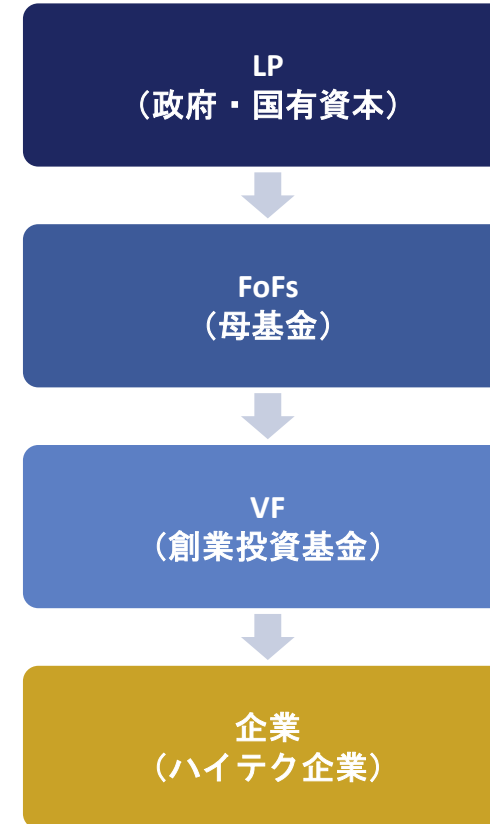
出所：清科研究センター報告書。初出は高口康太「民間ベンチャーキャピタルが“消失” 中国政府ファンドが投資業界を支配へ」DG Lab Haus、2024年7月12日。

国が投資家に

- 中国の特徴は中央政府、地方政府、国有企業が資本の出し手となっている点。投資＝民間ではない
- Chen & Rithmire (2020) によると、資産10億ドル以上の投資機関、その資産構成の90%以上は国有系。
- ただし、国は支配的株主ではない。支配権ベースでは極少数

「投資家国家」化する中国

- 米国式ベンチャー投資システム（FoFs→VC→ベンチャー企業の多層構造）を国家が取り込み
- 14・5計画：「エンジェル投資、創業投資を奨励し、創業投資引導ファンドとPEファンドの機能をさらに発揮させる」
- 補助金・国有企業でなくエクイティ投資で企業と関係をつづ＝Investor State（Chen & Rithmire）



米国式VC多層構造の簡略図

投資家国家をめぐる議論

- 丸川知雄（2025）「半導体産業——企業家国家から投資家国家へ——」『中国の産業政策——主導権獲得への模索』名古屋大学出版会。
- Chen, Hao and Rithmire, Meg (2020), “The Rise of the Investor State: State Capital in the Chinese Economy,” *Studies in Comparative International Development*, 55(3), pp. 257–277.
- García-Herrero, Alicia and Schindowski, Robin (2024), “Unpacking China’s industrial policy and its implications for Europe”, Working Paper 11/2024, Brussels: Bruegel.
- Naughton, Barry and Boland, Brianna (2023), *CCP Inc.: The Reshaping of China’s State Capitalist System*, Washington, DC: Center for Strategic and International Studies (CSIS)

中国共産党にとっての民間経済問題

時期	問題	解答
1992年 南巡講話	市場経済を認めていいか	「社会主義市場経済」という概念で正当化
2001年 三個代表	資本家を党に入れていいか	「先進的生産力の代表」として党員に
2014年～	民間企業をどう誘導・監視するか	資本を通じた包摂

中央政府系大型ファンドの設立

- 2014年：国家集成電路産業投資基金
- 2015年：国家新興産業創業投資引導基金第1期
- 2016年：先進製造産業投資基金
- 目的は核心的技術の獲得
- 国家が大型ファンドを通じて戦略産業に資本を投入した

地方政府と政府引導基金

- 地方政府も2015年ごろから政府引導基金の設立を加速
- 背景には2014～2015年の財政規律厳格化
- 2014年：地方政府性債務の管理強化に関する意見
- 2015年：予算法改正
- 補助金支出や地方融資平台を通じた不透明な資金調達が制限された

政府引導基金の台頭

- 従来型の補助金行政が制約された
- 地方政府は産業振興と企業誘致を続ける必要があった
- その合法的な新チャネルとして政府引導基金が台頭
- 補助金から投資へ
- 行政支援から金融ツールへ

合肥モデル

- 「第14次5カ年計画における地方政府のイノベーション政策：政府引導基金から見る政府支援」（日本科学技術振興機構、2026年）
- 問い 「投資家国家」化する中国において、地方政府は金融ツールをどう使ってイノベーションを支援してきたか
- 対象 合肥市：中国の地方政府による政府引導基金（IGF）活用
の代表事例
- 手法 企業データベースによる合肥市3大投資プラットフォームの定量分析 合肥が誘致した企業を名称マッチングで477社推計。

なぜ合肥か

- 安徽省省都・人口約850万の内陸中堅都市
- GDP：2000年の487.5億元 から 2024年の1兆3,508億元（約28倍） 中国で最も成長率の高い「双万城市」（GDP1兆元・人口1千万超）の一つ
- 誘致した主要企業
 - BOE（京東方）：液晶パネル
 - 長鑫存儲（CXMT）：半導体DRAM
 - 蔚来汽車（NIO）：電気自動車

補助金ではなく「出資」で企業を引き込んだ

合肥モデルの4要素

- 以投帶引：出資によって企業を誘致する
- 鏈式招商：サプライチェーンごとまとめて誘致する
- 科創驅動：先端技術・R&D重視・産業集積
- 利益確保：投資収益の回収も同時に狙う 4つが組み合わさることで「産業政策としての投資」が機能する

以投帶引

- NIOへの出資

2020年：破綻寸前のNIOに合肥市が70億元を出資 当時のNIO：各地の地方政府・外資にも出資を打診したが断られ続けた

合肥市：100人超の顧問団で審査し、大胆に踏み込んだ 条件：中国本部・生産・R&D拠点を合肥に集約 その後 テスラ株急騰、中国EV市場急拡大、NIO株急上昇

合肥建投は出資5カ月後から段階的にバイバック（買い戻し）を実施 70億元の投資から約1年半で105億元を回収（残存株式保有も）

倒産危機のタイミングで出資し、株価最高値前に回収、投資の名手・合肥のイメージを作った

NIOへの多層投資ルート

- 合肥産投・合肥興泰も別のルートでNIOに出資

図表4-1 合肥建投のNIOへの投資ルート

ルート1（持ち株比率：2.3594%）	合肥建投→（99.9996%）→合肥建恒新能源汽车投资基金→（2.3594%）→NIO
ルート2（持ち株比率：0.0139%）	合肥建投→(16.3371%)→合肥市国有資産控股有限公司→ (100%)→合肥市創業投資引導基金有限公司→ (6.0213%)→先進製造産業投資基金第2期→ (1.4156%)→NIO
ルート3（持ち株比率：0.0022%）	合肥建投→ (100%)→合肥市軌道交通集团有限公司→ (2.604%)→合肥市国有資産控股有限公司→(100%)→合肥市創業投資引導基金有限公司→(6.0213%)→先進製造産業投資基金第2期→ (1.4156%)→NIO

出所：企查查 (2026年1月31日時点)

投資による誘致の総数推計

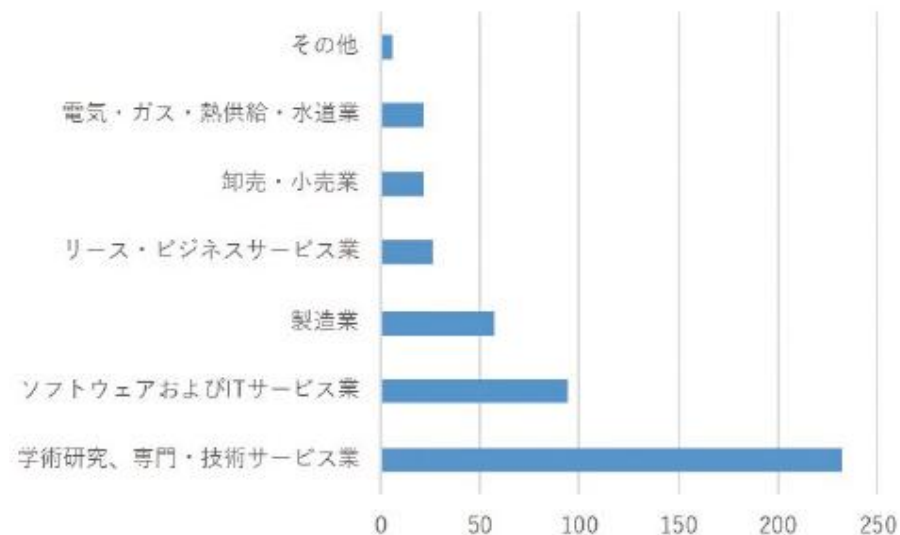
- 3大投資プラットフォームの間接投資先で、合肥市内に所在する企業数は1万社近い。
- 資本関係を有する同名企業の地域間遷移を抽出。
例：浙江史河科技有限公司の子会社、合肥史河科技有限公司。
- 3つのプラットフォーム合計で477社が該当した。なお、3つのプラットフォームすべての間接投資先となっている企業が77社、2つのプラットフォームの投資先が92社。

鏈式招商

- サプライチェーンごと誘致 「竜頭牽引、鏈式招商」（有力企業を起点とするチェーン式招致）
- BOE（液晶）誘致後：川上材料・部品サプライヤーから川下メーカーまで200社超が集積 BOEのパネルを使うレノボの工場も誘致しパソコン産業クラスターも形成
- 「1+5」戦略（総部経済） 本社招致 + R&Dセンター + 販売センター + 上場主体 + サプライヤークラスター + 関連ファンド 2023年発表の「総部企業」73社のうち、もともと合肥に総部がなかった企業が15社（NIO・CXMT・ハイアール・レノボ・コンチネンタルタイヤなど）

イノベーション重視

- 誘致企業に占める「学術研究、専門・技術サービス業」の比率は上昇トレンドを示している。2010年代
- 121 社中51 社、約42% に対し、2020 年代は340 社中178 社、約52% と上昇



図表4-2 合肥・政府引導基金誘致企業の産業分類

出所：企查查 (2026年1月31日時点)

3大投資プラットフォームの規模

- 合肥建投 登記資本：322億元 間接投資先：48,981社
- 合肥産投 登記資本：176億元 間接投資先：27,684社
- 合肥興泰 登記資本：70億元 間接投資先：98,212社
- 3プラットフォームの多層的なネットワークが合肥市の産業エコシステムを形成 企業数が多いのは多層ファンド構造による。間接出資先に対する持ち株比率は極小だが、政策ネットワークとして機能する

財務分析：投資ファンドとしての評価

- 合肥建投（参考） ROE 0.4%（2024年）
ただしインフラ建設・住宅建設など投資以外の事業を含む合算値。投資業績単体の評価には使えない。

→ そこで投資業務に特化した合肥興泰を分析

- 合肥興泰（2024年）
資産総額：969.7億元
純資産：403.85億元
純利益：5.22億元
ROE：1.29%

政府引導基金の副作用

- 民間ベンチャー投資家（CECキャピタル・ファウンダー）の批判
「地方国有資本の最大の関心事は投資収益でもイノベーションでもない。企業誘致と地方経済の活性化だ ファンド運営者が「VC」でなく「企業招致事務所」になっている」
- 起業家側の問題
政府引導基金は国有資産の損失を恐れるあまり、厳格な回収を目指す 直接・間接投資でも独自に訴訟を起こすケースもある中国人起業家（匿名）：「絶対に政府引導基金から資金調達しない。失敗時のダメージが民間資金と比較にならない」 イノベーションに不可欠な「失敗の許容」と相性が悪い

中国政府は地方政府ファンドにブレーキ

- 2025年1月 「政府投資基金の高品質な発展促進に関する指導意見」（国務院）
- 「企業誘致を目的として政府投資基金を設立しない」と明記
- 返投要求（地域内投資義務）の引き下げ・撤廃を奨励 県級以下での新規IGF創設を禁止
- 「失敗許容メカニズム」を提言 背景
- IGFは拡大局面から調整局面へ 第15次5カ年計画では「民間投資の比重を高める」との文言が明記された

結論

- 「投資家国家」のあり方を具体的に、ミクロの視点で解明する。
- 補助金の代替としての地方政府引導基金。
- 成功例とされる合肥モデル（投資による誘致、サプライチェーン招致、イノベーション重視、利益モデル確立）の解明。
- 政府引導基金と民間リスクマネーの違い。
- 投資による企業誘致はすでに中央の新たな規制対象に。