

中国経済の減速と民営企業

—なお続く「国進民退」—

調査部

上席主任研究員 三浦 有史

(hiraiwa.yuji@jri.co.jp)

要 旨

1. 中国の国有・国有持ち株企業は総資産利益率（ROA）が民営企業より低いことに加え、資産負債比率が高いため、「国進民退」によって成長減速に拍車がかかる可能性がある。一方、民営企業は経験したことのない難局に直面しており、経済をけん引する力が弱まっている。
2. 中国では従来のスケールでは捉えきれない新しいかたちの「国進民退」が進んでいる。そのひとつは投資における「国進民退」である。リーマン・ショックのような非常時ではない時期に国有・国有持ち株企業の投資が高い伸び率を示したことは過去に例がない。政府は中国経済を国有企業と民営企業という二元論で捉えるのは間違いだとし、「国進民退」にかかわる議論を封印しようとしている。
3. 利潤における「国進民退」も新しいかたちの「国進民退」といえる。利潤全体に占める私営企業の割合は、投資における「国進民退」が顕在化した2016年から低下し、2018年には国有・国有持ち株企業の割合が私営企業を上回る逆転現象が起きた。企業が定款を変更し、意思決定における共産党組織の関与を明記するようになったこと、また、「救済基金」によって民営企業の実質的な国有化が進んでいることも、新しいかたちの「国進民退」といえる。
4. 民営企業は「融資難融資貴」と称される資金調達難に直面しており、中国経済の先行きに暗い影を落としている。「救済基金」は株担保融資を受けている上場民営企業の救済に一定の役割を果たしているものの、「国進民退」をいわば平和裏に進める手段として機能している。民営企業は銀行融資だけでなく、債券市場における資金調達でも苦戦を強いられており、潜在成長率は一段と低下すると見込まれる。4兆元の資金を調達した「政府引導基金」は投資における「国進民退」を加速すると思われる。
5. 「国進民退」を危惧する市場経済推進派は劣勢であり、是正の機運は高まりそうにない。習近平政権が「国進民退」を放置し続けると、都市の失業率が上昇する懸念がある。混合所有制改革は、全ての企業の払込資本金に占める国家の割合を上昇させるという当初の想定とは異なる方向に進んでいるが、習近平政権は今後も「国進民退」を容認し続けられると思われる。
6. 投資における「国進民退」は、投資効率の低下を通じて中国経済にも深刻な影響を与える。政府引導基金は、優れた企業に資金が集中するメカニズムが働かなくなることで技術革新の停滞を、また、地方政府の投資衝動を刺激することで投資効率のさらなる低下を招来する可能性がある。

目次

はじめに

1. 中国における「国有」と「民営」とは

- (1) 国有企業改革により企業は半減
- (2) 「国有」と「民営」の区別
- (3) なぜ「国進民退」は駄目なのか

2. 変容する「国進民退」論

- (1) 従来の「国進民退」論
- (2) 投資における「国進民退」
- (3) 新型の「国進民退」

3. 資金調達における「国民格差」が拡大

- (1) 国有は対象外の救済基金
- (2) 債券市場からの締め出し
- (3) 政府引導基金は4.1兆元を調達

4. 「国進民退」は是正されるのか

- (1) 否定派VS肯定派
- (2) 「双方向」ではなく「一方向」
- (3) 今後も「国進民退」を容認

おわりに

— 「国家資本主義」の二面性

補論 国有・国有持ち株企業と 地場民営企業を把握する

巻末統計

はじめに

中国の2019年の実質経済成長率は6.1%と、21年振りの低さとなった。この背景には、アメリカとの貿易摩擦に伴う輸出の減少や、少子高齢化に伴う労働力人口の減少があるとされるが、低迷が続く国有企業の穴を埋め、安定的な経済成長を支える役割を果たしてきた民営企業の失速も深刻である。

中国では、リーマン・ショック後に大規模な景気対策が実施された際に、国有企業が優遇され、民営企業が市場から締め出される「国進民退」を危惧する声が高まった、しかし、中国経済に占める民営企業の割合が着実に上昇したことから、「国進民退」を巡る議論は下火となった。

習近平政権発足後、新たなかたちの「国進民退」が進みつつあり、中国経済を蝕む一因となっている。とはいえ、この問題は習近平政権の政策によるもので、見直しを求める声は少ない。同政権が続く限り、「国進民退」は終わりが見えないという点で、貿易摩擦や新型コロナウイルスよりも深刻といえるかもしれない。

「国進民退」の現状を知り、先行きを展望することは、中国経済の持続性を検証することにつながる。イアン・ブレマーが『自由市場の終焉—国家資本主義とどう闘うか』（日本経済新聞社）において、中国を「国家資本主義」と形容し、世界秩序を揺るがすと

したのを機に、中国経済は強靱であり、持続性も高いというイメージが定着した。

本当にそうなのか。本稿では、「国進民退」に焦点をあてることで、「国家資本主義」の脆弱性に注目する。以下では、まず、市場経済化に伴う所有制改革のなかで「国有」と「民営」の比重がどのように変化してきたかを整理したうえで(1.)、習近平政権下で「国進民退」を巡る議論が大きく変容しつつあること(2.)、民営企業が経験したことのない資金調達難に陥っていること(3.)を指摘する。最後に、「国進民退」は今後是正されるのか(4.)について検討する。

1. 中国における「国有」と「民営」とは

市場経済化に伴い国有企業が退く「国退民進」が進んできたことを指摘したうえで、「国有企業」や「民営企業」といった所有制に基づく中国特有の企業分類について整理する。そして、「国進民退」が経済にどのような影響を与えるかについて検証する。

(1) 国有企業改革により企業は半減

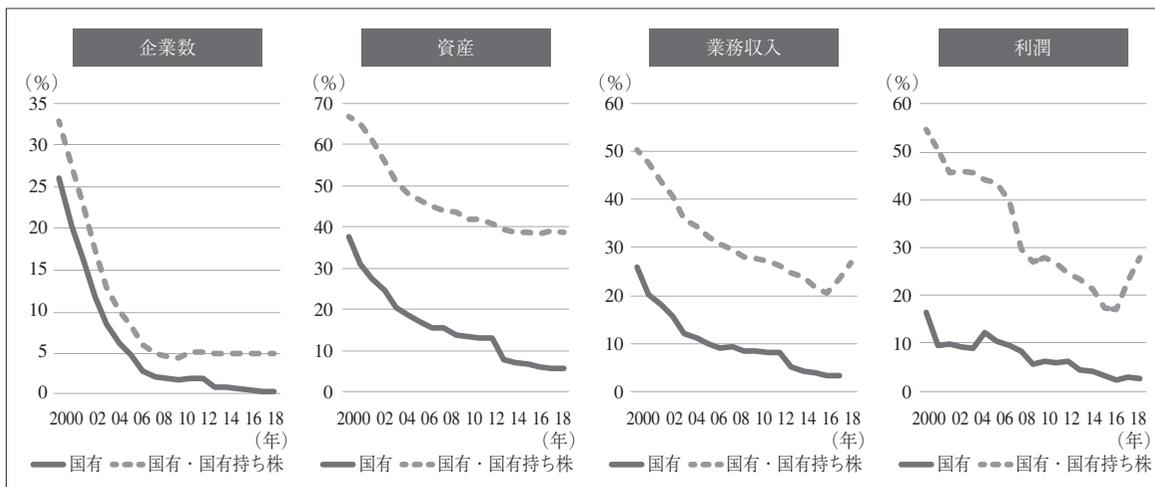
中国における「国進民退」の議論には約15年の歴史がある。「国進民退」とは、文字通り国有企業が存在感を増す一方で、民営企業が市場から退出を余儀なくされる状態を指す。国有企業は生産手段の公有という社会主

義のイデオロギーを体現する存在であるが、利潤極大化に向けたインセンティブが働かないため、長い間、中国経済の足枷となってきた。政府はこの問題を解決するため、1990年代後半から国有企業改革に本格的に取り組み始めた。それは国有企業を市場原理に晒す一方で、民営企業を奨励することで成長の足がかりを掴もうとする試みであった。

改革の進展とともに、国有企業数は急速に減少した。とりわけ、1990年代後半に国有企業の業績悪化に伴う財政赤字の問題が深刻化したことを受け、朱鎔基首相(当時)は大規模の国有企業を国有として残す一方、小規模の国有企業を民営化する「抓大放小」により国有企業のリストラを進めた。業務収入(売上)が一定規模以上の企業を集計対象とする鉱工業統計(注1)をみると、1995年時点で11.8万社あった国有企業は2000年に半分以下の4万2,426社となった。国有企業が市場から退出する「国退民進」が進んだのである。

「国退民進」はその後も続き、国有企業の存在感はますます低下していった。2000年以降、鉱工業分野における国有企業は企業数だけでなく、資産、業務収入、利潤(利益)に占める割合も急速に低下し、2018年には資産の5.8%、その他については5%に満たない割合を占めるに過ぎない存在となった。このことは対象を「国有企業」から「国有・国有持ち株企業」に広げてもほとんど変わらない(図表1)。「国有持ち株企業」とは、政府が

図表1 鉱工業に占める国有企業と国有・国有持ち株企業の割合



(資料) 国家統計局 (NBS) 資料より日本総合研究所作成

最大の出資者として経営を支配している「国有企業」以外の形態をとる企業を指し、「国有」をより広い範囲で捉えたものといえる。

(2) 「国有」と「民営」の区別

中国では、所有制に基づく経済区分として「国有経済」と「民営経済」、あるいは、「公有(制)経済」と「非公有(制)経済」という概念が用いられる。習近平共産党総書記は、2018年11月に開催された民営企業との座談会において、2017年時点で、「民営経済は税収の5割以上、GDPの6割以上、新技術開発の7割以上、都市就業者の8割以上、企業数の9割以上を占める」(注2)とし、中国経済に対する貢献を称賛した。これは「民営経済」

の特徴を表す「五六七八九」としてよく知られる。ただし、「民営経済」の定義は曖昧であり、上の「民営経済」には「外資企業」が含まれるが、外資を含まない「地場民営企業」を指す場合もある(注3)。

「民営経済」は政府によって経営が支配されていない企業、つまり「民営企業」の総称であるが、中国の企業を所有制に応じて分解することは簡単ではない。この問題はやや専門的な内容を含むため、詳細は巻末の補論に譲るが、本稿ではひとまず企業全体から「国有・国有持ち株企業」を引いたものを「民営企業」とする。ここには「外資企業」が含まれるので、必要に応じて「外資企業」と「私営企業」を比較することで、「地場民営企業」

の把握を試みる。中国の所有制の問題を取り上げた報道では、「国有企業」という表現が用いられるのが一般的であるが、「国有企業」は「国有・国有持ち株企業」の一部を構成するに過ぎない。本稿では、このことを明確にするため、敢えて「国有・国有持ち株企業」と表記する。

また、本稿では「私営企業」を「民営企業」を象徴する存在と位置付け、「国有・国有持ち株企業」と対比する。中国企業の払込資本金は、資本の出し手の属性に応じて、①国家、②集団、③法人、④個人、⑤外資に分けられる。「私営企業」は、払込資本金に占める個人の割合が高い一方で、国家の割合が低いという「国有・国有持ち株企業」と対照的な資

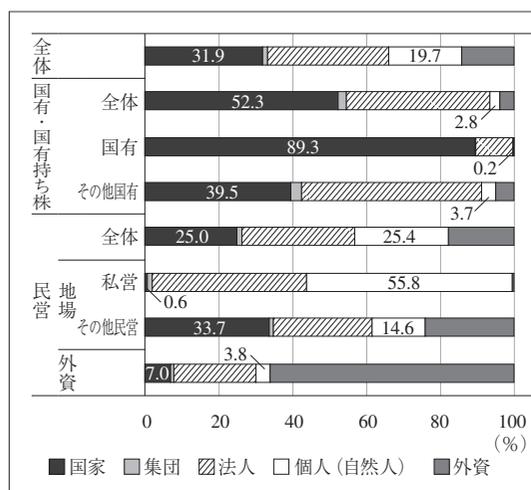
本構造を有している（図表2）。「私営企業」の業務収入や利潤が「国有・国有持ち株企業」に匹敵する規模を有すること、「民営企業」のなかで最も統計が整っていることも「国有・国有持ち株企業」との比較に適している。

(3) なぜ「国進民退」は駄目なのか

「国進民退」に焦点を当てるのは、それによって中国の成長減速に拍車がかかる可能性があるためである。国有・国有持ち株企業の足元の業績は悪化が著しい（以下、企業形態に付けてきた鉤カッコを省略する）。鉱工業分野における2019年の国有・国有持ち株企業の利潤は前年比12.0%減と、私営企業の同2.2%増に比べ極端に低く、鉱工業生産の足枷となった。ただし、2016～18年の国有・国有持ち株企業の利潤は私営企業を上回る伸びをみせており（図表3）、利潤の伸び率だけでは一概に国有・国有持ち株企業が中国経済の病巣であるとはいえない。

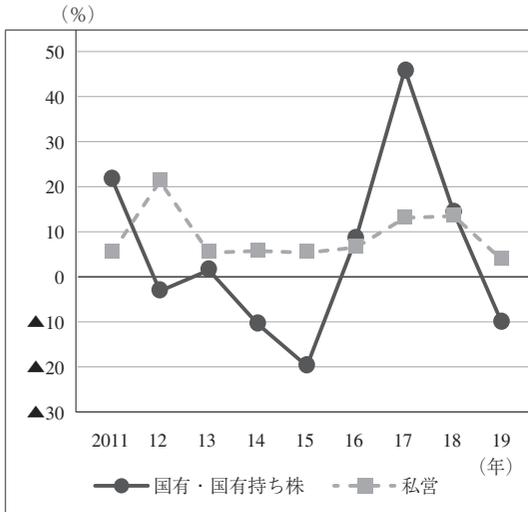
しかし、保有する資産がどれだけの利潤を生み出したかを示す総資産利益率（ROA）をみると、中国経済は「国進民退」によって深刻なダメージを受けていることがわかる。鉱工業分野だけでなく、サービス業を含む国有・国有持ち株企業全体でも2007年をピークにROAが低下している（図表4左）。サービス業を含む国有・国有持ち株企業全体の2018年のROAは1.9%と、鉱工業分野の私営企業の7.2%の4分の1の水準に過ぎない。

図表2 所有形態別にみた企業の払込資本金の内訳



(資料) 巻末資料より日本総合研究所作成

図表3 国有・国有持ち株企業と私営企業の利潤の伸び率

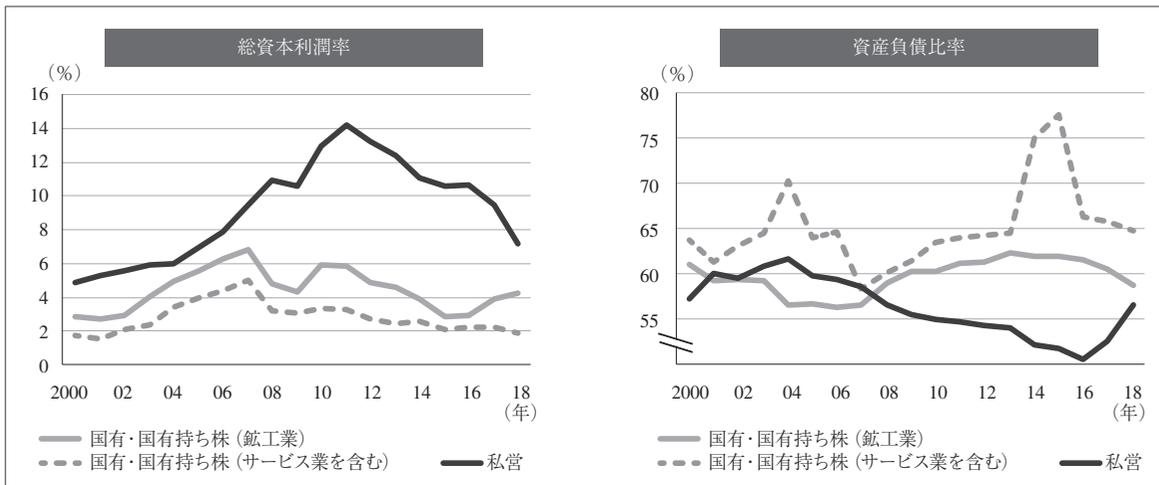


(注) 2010年以前は集計対象の規模が異なる。
 (資料) NBS資料より日本総合研究所作成

加えて、国有・国有持ち株企業は資産負債比率が私営企業よりも高い(図表4右)。国有・国有持ち株企業は過剰債務下で成長が鈍化する中国経済を象徴する存在といえ、経済成長の持続性を高めるためには、国有・国有持ち株企業を減らし、私営企業を増やすことが望ましいといえる。

私営企業は、近年、ROAが著しく低下する一方で、資産負債比率が上昇しているため、国有・国有持ち株企業との差がなくなりつつある。これは民間企業が効率の悪い国有・国有持ち株企業の穴を埋める役割を果たさなくなってきた、つまり、「国進民退」を食い止める意味が薄れてきていることを示しているようにみえる。

図表4 国有・国有持ち株企業と私営企業の総資本利潤率 (ROA) と資産負債比率の比較



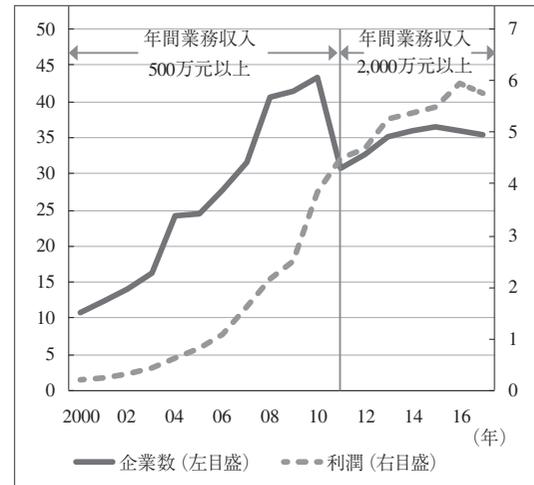
(資料) NBSおよび財政部資料より日本総合研究所作成

しかし、これが混合所有制改革（混改）により私営企業が国有・国有持ち株企業化しつつあることの結果であるとするれば、そう考えるのは早計である。実際、6割を超える水準で推移していた鉱工業分野における私営企業の払込資本金に占める個人（自然人）の割合は2012年に5割台に低下し、2017年には過去最低の55.8%となった（巻末統計参照）。これと歩調を合わせるかたちで、民営企業の失速が鮮明となっている。

これは、一義的には統計集計対象企業の年間業務収入が2011年以降500万元から2,000万元に引き上げられた結果といえるが、2011年以降、年間業務収入が2,000万元を上回る民営企業が増えていないことを見逃してはならない（図表5）。2000～10年までの企業数と利潤の伸び率は年平均14.7%と34.4%のペースで増えたものの、2011～17年はそれぞれ同2.3%、4.3%にとどまる。

中国では許認可の見直しや行政手続きの簡素化によって、毎年、数多くの民営企業が生まれている。2019年1～6月に設立された企業（自営業を含む）は1日平均で前年同期比7.1%増の1.9万社に達するという（注4）。しかし、中国の企業は「多産多死」を特徴としており、順調に成長している企業は少ない（三浦 [2015]）。成長を謳歌してきた民営企業は近年経験したことのない難局に直面しており、経済をけん引する力がかなり弱まっていると見なすことが出来る。

図表5 鉱工業分野の民営企業の数と利潤の推移
(万社) (兆元)



(注) 民営企業 = 全体 - 国有・国有持ち株企業、2018年はセンサスが実施された影響で連続性に欠けるため除く。
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

- (注1) 中国統計年鑑によれば、集計対象となる企業は、1998～2006年は年間主管業務収入が500万元以上の国有および非国有企業、2007～2010年は500万元以上の全企業、2011年以降は2,000万元以上の全企業。
(注2) 「在民営企業座談会上的讲话」2018年1月1日 新華社 (http://www.xinhuanet.com/politics/2018-11/01/c_1123649488.htm)
(注3) 「民営経済」到底是什麼「經濟」2017年12月7日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/209164828_100075830)
(注4) 「我国上半年日均新設企業1.94萬戶 同比增長7.1%」2019年7月5日 中国政府網 (http://www.gov.cn/shuju/2019-07/05/content_5406625.htm)

2. 変容する「国進民退」論

「国進民退」を巡る議論は習近平政権の発足に伴い大きく変化しつつある。国内の議論を整理したうえで、従来のスケールでは捉えきれない新しい「国進民退」が進んでいることを指摘する。

(1) 従来の「国進民退」論

国有企業の後退を意味する「国退民進」は市場経済化が順調に進んでいることを表しており、内外の中国ウォッチャーに安心感を与えてきた。しかし、2000年代に入ると、「国退民進」とは逆の「国進民退」が起り得ることが示されるようになった（三浦 [2012]）。最初に「国進民退」が問題視されたのは2004年である。当時、中国経済は過剰投資による景気過熱が懸念される状態にあり、政府は金融引き締めを図った。ところが、鉄鋼産業ではその影響を受けているのはもっぱら民間企業で、効率の悪い国有企業が生き残ることに強い懸念が示された。

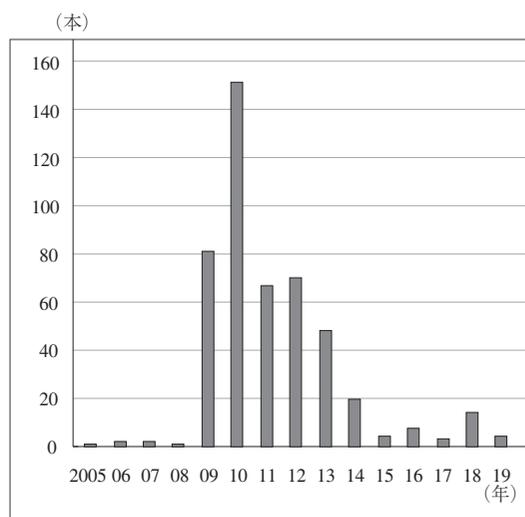
「国進民退」の議論は2009年にも盛り上がった。この時は、リーマン・ショックに伴い4兆元の景気対策が打ち出されたのを機に国有・国有持ち株企業の投資が高い伸びをみせたことが問題視された（後述の図表7参照）。また、企業業績が軒並み悪化するなかで、乳業や鉄鋼業の有力民間企業が相次いで国有企業に買収されたことも不安を煽る材料となった。

2004年の「国進民退」が鉄鋼産業に限られていたのに対し、2009年には幅広い産業に及び、国有企業による民間企業の買収に発展したため、「国退民進」を安定成長の前提条件と位置付ける人々に少なからぬ衝撃を与えた。しかし、図表1で示したように、鉱工業

統計をみる限り「国進民退」が進んでいるとはいえない状況が続いたことから、「国進民退」に対する危機感は薄れていった。

清華大学による学術論文データベースをみると、「国進民退」を取り上げた論文の数は2010年の151本をピークに減少し、近年は10本程度で推移している（図表6）。国有企業の中国宝武鋼鉄集団は、馬鋼集団を吸収し世界2位の生産規模を有するにもかかわらず、2019年の鉄鋼生産の1割を占めるに過ぎず、民間企業が6割超を占めること、そして、業界トップ10社の生産集中度が40%と、海外の90%に比べ極端に低いことから、鉄鋼業界では「国退民進」が顕著であるとした（注5）。

図表6 「国進民退」を扱った論文数



(資料) 中国知網より日本総合研究所作成 (2020年2月7日アクセス)

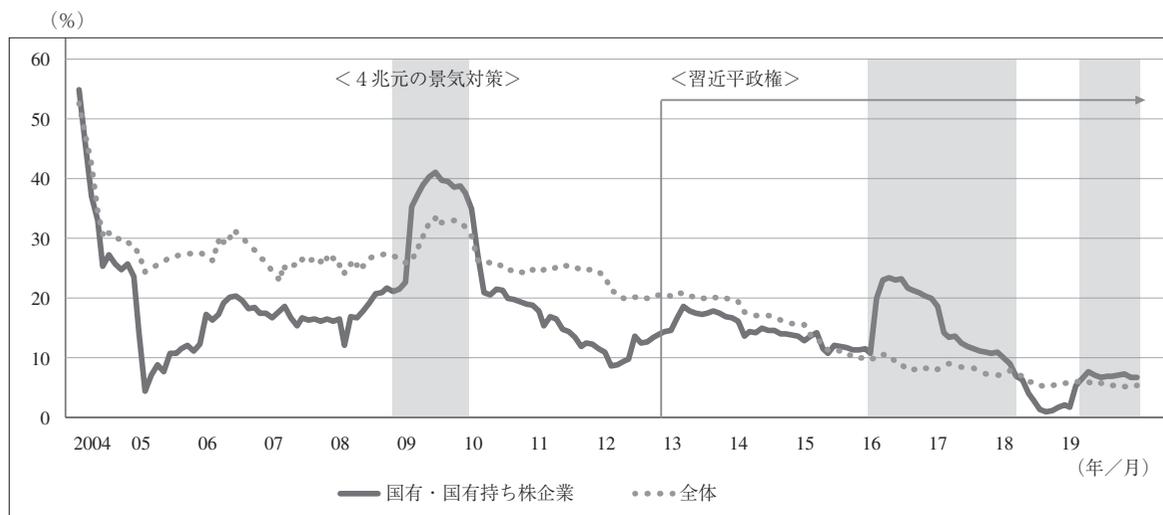
(2) 投資における「国進民退」

その一方、中国国内には依然として「国進民退」、とりわけ投資における「国進民退」を警戒する声がある(注6)。前述したように、この問題は2009年に顕在化し、中国国内で喧々諤々の議論を引き起こしたが、実は同様の現象が2016年以降にも起きている(図表7)。リーマン・ショックのような非常時でない時期にこれだけ長期にわたって国有・国有持ち株企業の伸び率が全体の伸び率を上回るのは過去に例がない。これにより、2014年に31%まで低下していた固定資産投資に占める国有・国有持ち株企業の割合は、2019年に40%近くまで上昇した。

国有・国有持ち株企業の投資が伸びた背景には、次に指摘するいくつかの要因がある(注7)。ひとつは、財政支出の拡大により、政府と関係が深い国有・国有持ち株企業に優先的に資金が供給されたことである。中央政府は景気下支えのため地方政府による債券発行を容認し、2016年の発行額は前年比98.7%増の6兆元に達した(注8)。また、不動産や株式市場に資金が向かったことや、成長鈍化により民営企業の業績が伸び悩む一方で国有企業の業績が回復したことも影響した(前出の図表3参照)。

もうひとつは、過剰債務問題を警戒する政府が2017年からシャドーバンキングを含む企業への資金供給を絞った結果(後述の図表12

図表7 固定資産投資の伸び率(前年同期比)



(注) 月次データは累計値。

(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

参照)、民営企業に資金が回らなくなったことである。この問題は民営企業の「融資難融資貴」(融資を受けることは難しく、受けられたとしても金利が高い)として広く認知されているが、国有・国有持ち株企業の投資の伸び率が2019年に再び上昇したように、有効な対策は打ち出されていない。

銀行保険監督管理委員会は、民営企業向け融資残高は2018年9月時点で30.4兆元と、全体の3分の1を占めるに過ぎないとしている(注9)。GDPの6割超を占めるにもかかわらず、銀行融資に占める割合が3分の1に過ぎないというのはいかにもバランスを欠く。これまでの経緯をみると、「国進民退」は想定外の成長減速局面で民営企業の資金繰りが悪化することによって顕在化してきた。貿易摩擦の長期化や新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、民営企業を取り巻く環境はさらに悪化し、「国進民退」に拍車がかかる可能性がある。

問題はメディアの一部に投資の「国進民退」を是正すべきという声があるのに対し、政府は必ずしもそうした姿勢を鮮明にしていないことである。投資における「国進民退」が顕在化した2016年時点では、李克強首相は「融資難融資貴」を解決し、民営企業の投資能力を増強する意向を示していた(注10)。しかし、最近の政府は「融資難融資貴」への対応が必要であるとしながらも、手を差し伸べる対象は中小および零細企業であるとして、民営企

業を前面に打ち出さなくなっている。

この背景には、所有制を巡る議論がもはや意味を持たないと政府が主張し始めたことがある。中央政府直轄の大規模国有企業(以下、「央企」)を監督する国有資産監督管理委員会(国資委)の肖亜慶主任(大臣に相当)は、2019年3月、傘下の子会社を含めて考えると「央企の65%が上場企業である」、つまり、民間資本を取り入れ市場で競争している実質的な民営企業であるとして、「『国進民退』や『国退民進』という考え方は論理的にも現実的にも正しくない」(注11)とした。

そして、国資委傘下のシンクタンク中国企業改革発展研究会の朱敏氏は、国有企業と民営企業が相互に出資する「双方向」の混改が進んでいるため、中国経済を所有制に基づき国有企業と民営企業という従来の二元論で捉えるのは間違いで、両者が融合した「国民企業」が中国企業の新しい姿だ、と指摘している(注12)。こうした呼称が定着するとは到底思えないが、政府が「国進民退」を巡る議論を過去のものにしようとしているのは確かである。

(3) 新型の「国進民退」

中国では、従来のスケールでは捉え切れない「国進民退」が進みつつあることも大きな問題といえる。これらは「国進民退」が新たな局面に移行したことを示唆する。

第一は、利潤における「国進民退」が進ん

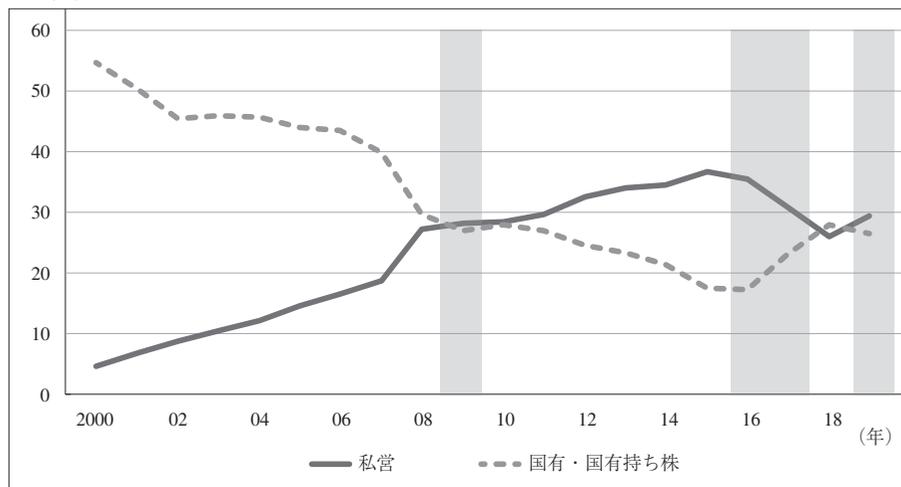
でいることである。巻末補論で示したように、民営企業は①私営企業、②有限責任企業や株式有限企業の形態をとるその他民営企業、③外資企業に大別出来る。「払込資本金に占める個人の割合が高い」＝「民営企業としての純度が高い」とすると、私営企業は最も純度が高いといえる。鉱工業分野の私営企業の利潤は前出の図表3でみたように底堅く推移しているが、2016～18年には国有・国有持ち株企業がそれを上回る伸びをみせた。

この結果、右肩上がりで上昇していた鉱工業企業全体の利潤に占める私営企業の割合は、投資における「国進民退」が顕在化した2016年から2018年まで3年連続で低下した。2019年には29.3%と若干回復したものの、そ

れでもピーク時（2015年）から7.3%ポイントも低い（図表8）。私営企業に代わって利潤に占める割合を引き上げたのは国有・国有持ち株企業で、2018年に両者の割合は逆転し、2008年以前に逆戻りしてしまった。

新たな「国進民退」を印象付ける第二の出来事は、企業が定款を変更し、企業内に共産党組織を設け、意思決定におけるその関与を明記するようになったことである。中国では、2006年に施行された会社法において、「中国共産党規約の規定に基づき、会社内に中国共産党の組織を設立し、党の活動を行う。会社は党組織の活動のために必要な条件を提供しなければならない」（第19条）とされている（注13）。習近平政権はこれを具体化するため、

図表8 鉱工業企業の利潤に占める私営企業と国有・国有持ち株企業の割合 (%)



(注) 網掛けは図表7に合わせたもの。
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

党が経営判断に関与することを認める定款の変更を求め、企業に対する影響力の拡大を図った（図表9）。

ターゲットのひとつは国有企業である。国有企業は政府の管轄下にあることから、改めて定款を変更する必要がないようにみえるが、習近平政権は国有企業における共産党の役割を強化する「国企党建」を進めるよう指示した（注14）。国有企業は情報開示の義務がないため、どのくらいの企業が定款を変更したかは明らかではないものの、央企については2017年9月末に98社全てが党の役割を定款に明記する変更を完了したとされる（注15）。「国企党建」は、混合所有制改革が進むなかで国有資産の流出を防ぐとともに、習近平政権が掲げる「新時代の中国の特色ある社会主義」の実現に向け、党と国有企業の一体化を促す狙いがある。

もうひとつのターゲットは上場企業であ

る。上場企業は定款変更を公示する義務があるため、データが得やすい。日本経済新聞は、2017年10月時点で3,410社に上る上場企業の8社に1社に相当する430社超が定款を変更したとしている（注16）。2019年5月に発表された央企の上場子会社288社を対象にした中国の研究では、80.8%に当たる232社が共産党組織の組成と同組織の経営参加を認めるよう定款を変更したとされる（注17）。上場企業のなかには国有資本の入らない民営企業もあるが、政府はこれらの企業にも同様の定款の変更を求める「党建入章」を進めている（注18）。

第三は、経営危機に陥った民営企業の国有化が進んでいることである。この問題は2003年に発生したが、近年の国有化は同業の国有企業による買収ではなく、政府が主導して設立した「救済基金」（中国語「纾困基金」）によるものであるため、「国進民退」という批

図表9 企業に共産党組織の設立とその経営への関与を求める動き

年	月	公布主体	制度・規制	対象
2004年	12月	党組織部・国資委	関于加強和改进中央企業党建工作的意見	中央政府直轄国有企業（央企）
2006年	1月	全人代（国会）	会社法（19条）	有限責任企業、株式有限企業
2012年	11月	＜習近平共産党中央員会総書記就任＞		
2015年	9月	党中央組織部・政府	関于在深化国有企業改革中堅持党的領導加強党的建設的若干意見	国有企業
2016年	10月	党中央組織部	貫徹落實全国国有企業党的建設工作會議精神重点任務	国有企業
2017年	3月	党中央組織部・政府	関于紮实推働国有企業党建工作要求写入公司章程的通知	国有企業
	4月	国資委	中央企業党建工作責任制實施办法座談会	央企
	4月	政府（国務院）	国務院弁（辦）公厅関于進一步完善国有企業法人治理結構的指導意見	国有企業
2018年	9月	証券管理監督委員会	上市公司治理准則（5条）	上場企業

（資料）現地報道資料より日本総合研究所作成

判が起こりにくい。2019年には上場企業165社で経営権を掌握する株主の変更があり、うち44社では経営権が創業者などの個人から政府に移った(注19)。逆のケースは7社にとどまったことから、今後同様のペースで国有化が進めば、民営企業の特徴を表す「五六七八九」は成り立たなくなるかもしれない。

- (注5) 「李新創：鋼鉄業没有国進民退，而是国退民進」2020年1月19日 新浪財經 (<http://finance.sina.com.cn/wm/2020-01-19/doc-iihnzakh5205734.shtml>)
- (注6) 2016年の投資における「国進民退」を指摘したものは、「固投領域現“国進民退”現象 部委發聲力挺民間投資」2016年5月20日 中国網 (<http://finance.china.com.cn/roll/20160520/3731192.shtml>)、2019年は「国企投資提速 前四月反超民企」2019年5月17日 財新網 (<http://opinion.bjgjh8.com/2019-05-17/101416929.html>)
- (注7) 「四大原因導致2016年隻有国企在繼續追加投資」2017年3月29日 鳳凰網 (http://finance.ifeng.com/a/20170329/15272803_0.shtml)
- (注8) 「地方債管理改革：一盤越下越好的大棋」2017年3月7日 財政部 (http://yiss.mof.gov.cn/cslm/yiss_zt/dfz/xwbd/200012/t20001212_3400497.htm)
- (注9) 「姜超：国企違約金身不破 很難指望銀行大規模增加民企融資」2018年11月18日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/275680201_703122)
- (注10) 「固政策不確定性、產權歧視和杠桿率国進民退」2016年7月22日 財新網 (<http://opinion.caixin.com/2016-07-22/100969157.html>)
- (注11) 「國務院國資委就“国有企業改革發展”答記者問」2019年3月9日 視察者 (https://www.guancha.cn/politics/2019_03_09_492946.shtml?s=fwckhfbt)
- (注12) 「中民投：民投模式的進化新方向」2019年3月18日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/302169404_114984)
- (注13) 「中華人民共和國会社法」ジェトロ2020年2月19日アクセス (https://www.jetro.go.jp/ext_images/world/asia/cn/law/pdf/invest_040.pdf)
- (注14) 「堅持党对国有企業的領導不働揺」2016年10月24日 人民網 (<http://dangjian.people.com.cn/n1/2016/10/24/c117092-28801078.html>)
- (注15) 「國資委：98家央企全部完成“党建工作總体要求進章程”工作」2017年9月28日 人民網 (<http://finance.people.com.cn/n1/2017/09/28/c1004-29565142.html>)
- (注16) 「中国上場企業、8社に1社が「党の経営介入」容認 定款変更が加速」2017年10月23日 日本經濟新聞

(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO22560470S7A021C1FF8000/>)

- (注17) 「吳淩暢 | 党組織参与国有企業公司治理進章程——基于央企旗下287家上市公司章程的實証研究」2019年6月21日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/322076498_120029473)
- (注18) 「晋江全面推进民营企业“党建入章”」2019年8月9日 搜狐網 (http://www.sohu.com/a/332716088_120033816)
- (注19) 「今年以来165家公司控制權變更」2019年12月25日 中証網 (http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201912/t20191225_6011550.html)

3. 資金調達における「国民格差」が拡大

民営企業は「融資難融資貴」と称される資金調達難に直面し、中国経済の先行きに暗い影を落としている。「救済基金」、債券市場、政府引導基金を糸口にして、この問題にアプローチする。

(1) 国有は対象外の救済基金

「救済基金」は、株価の下落によって資金難に陥った民営上場企業を救済する目的で設立された。「救済基金」という名のつく基金は株価が急落した2015年に設立されているが(注20)、現在の「救済基金」の活動が本格化したのは2018年以降である。基金の運用モデルには「株式型」と「債権型」の二つがある。株式型は非公開株を含む株式を支配的株主から購入するもの、そして、債権型は株式を担保に融資する株式担保融資の借入先を証券会社から救済基金に切り替えるもので、いずれも企業の資金繰りを支えることを目的として

いる（図表10）。

借入先を切り替えるのは、従来の株式担保融資では担保に差し出した株式が事前に設定した価格を下回ると、証券会社がそれを売却してしまうため、株安を誘発すると同時に、担保を失った企業が資金繰りに窮する可能性があるためである。上場民営企業の9割は既に株式担保融資を受けており、支配的株主が担保に差し出した株式の割合は5割を超えるとされる（注21）。救済基金による株式担保融資は証券会社よりも低い株価を設定するため、それらの問題をひとまず回避出来る（注22）。

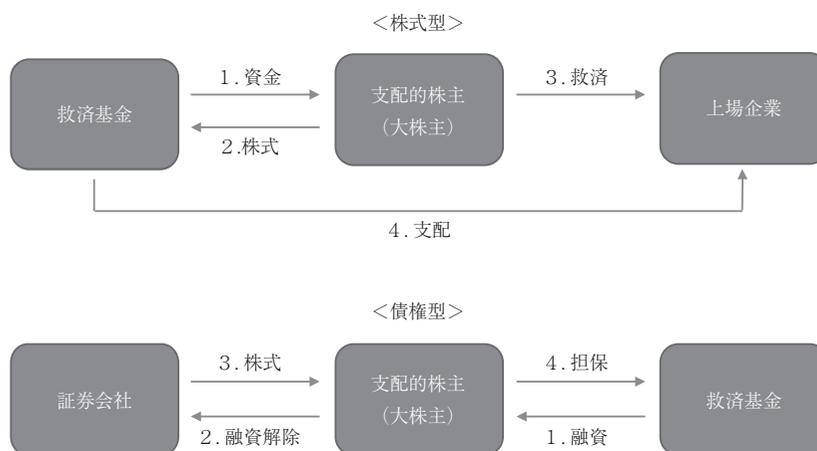
救済基金は、証券会社と保険会社が設立した資産管理産品（理財商品）と、証券会社の子会社である私募投資基金と地方政府が設立した私募投資基金の二つによって運用されて

いる（図表11）。華泰証券の集計によれば、同基金は2018年末時点で6,700億元の資金を調達し、うち3,600億元を資産管理産品、残り3,100億元を私募投資基金に充てる計画になっているという（注23）。

株価の低迷が続けば債権型で救済出来る企業は限られるため、株式型による救済が主流となり、支配的株主が創業者などの個人から地方の国資委をはじめとする政府に移るケースが増える。中国の株式市場は新型コロナウイルスの感染拡大の影響を最小限に食い止めているものの、貿易摩擦の長期化や先進国の成長減速の影響で株価がもう一段下落する事態に陥れば、救済基金そのものが機能しなくなる恐れもある。

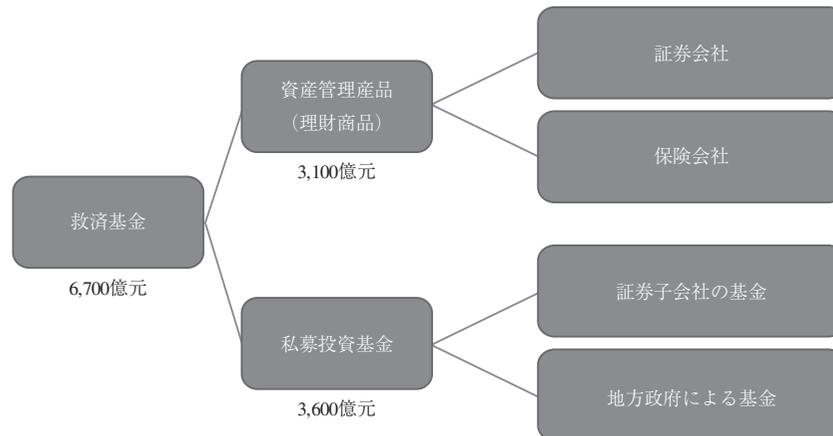
より根本的な問題は救済基金の対象が上場民営企業であり、上場国有企業を対象として

図表10 救済基金による救済の仕組み



(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表11 救済基金の類型



(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

いないことである。株式担保融資を受けている民営企業は国有企業よりも圧倒的に多い。担保に差し出している株式の割合が9割を超える民営企業が400社を超えるのに対し、国有企業は100社に満たない(注24)。国有企業は銀行融資などを通じた資金調達が可能であるため、そもそも株式担保融資に頼る必要がないのである。

救済基金は「融資難融資貴」に対応した政策であり、上場民営企業の資金繰り支援に一定の役割を果たしていると評価出来るが、民営企業と国有企業の資金調達環境の違いを見直す原因療法ではなく、対処療法に過ぎない。このため、救済基金はいわば平和裏に「国進民退」を進める手段として機能していると見なすのが妥当である。

(2) 債券市場からの締め出し

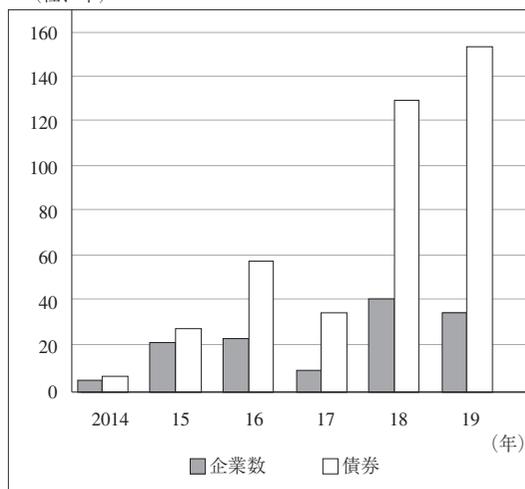
民営企業は債券市場における資金調達でも苦戦を強いられている。中国の債券市場は2019年に9兆元を超え、わが国を追い抜きアメリカに次ぐ世界第二位の規模に成長した(注25)。しかし、同市場の主役は国有・国有持ち株企業であり、民営企業ではない。2010年から2018年10月までの債券発行額は37.2兆元に上るが、国有・国有持ち株企業が32.0兆元と85.7%を占めるに対し、民営企業は3.6兆元と9.7%を占めるに過ぎない(注26)。

しかも、民営企業による債券発行のペースは鈍っている。民営企業による債券発行は2016年に1,130本、発行額1.1兆元と、それぞれ2010年比17.1倍と27.7倍と右肩上がりの成長を遂げた(注27)。しかし、实体经济への

資金供給量を示す社会融資総量（GDP比）が横ばいで推移しているように（図表12）、過剰債務問題を警戒する政府が企業への資金供給を絞り始めたこと、また、債務不履行に陥る企業が増加したことを受け（図表13）、2017年以降は本数、発行額ともに前年比減少が続いている。

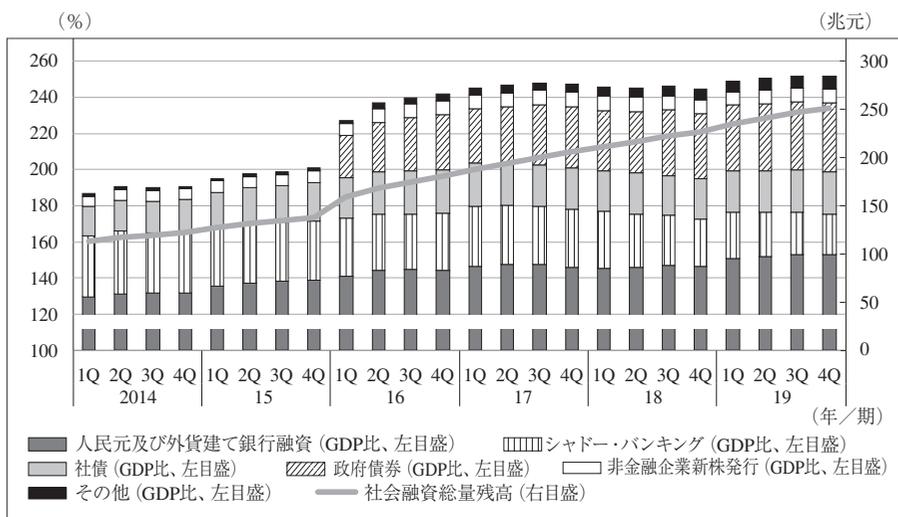
これにより、民営企業は銀行融資だけでなく、債券市場での資金調達にも行き詰まり、「融資難融資貴」が深刻化している。国信証券によれば、非金融機関による債券市場を通じた資金調達は、月によって変動はあるものの、全体としてみれば堅調である。しかし、民営企業については2018年から償還額が発行額を上回る、純調達額がマイナスとなる状

図表13 債券市場における債務不履行の推移
(社、本)



(資料) 現地報道資料より日本総合研究所作成

図表12 社会融資総量残高とGDP比



(注) シャドー・バンキングは委託融資、信託融資、銀行引受手形の合計。

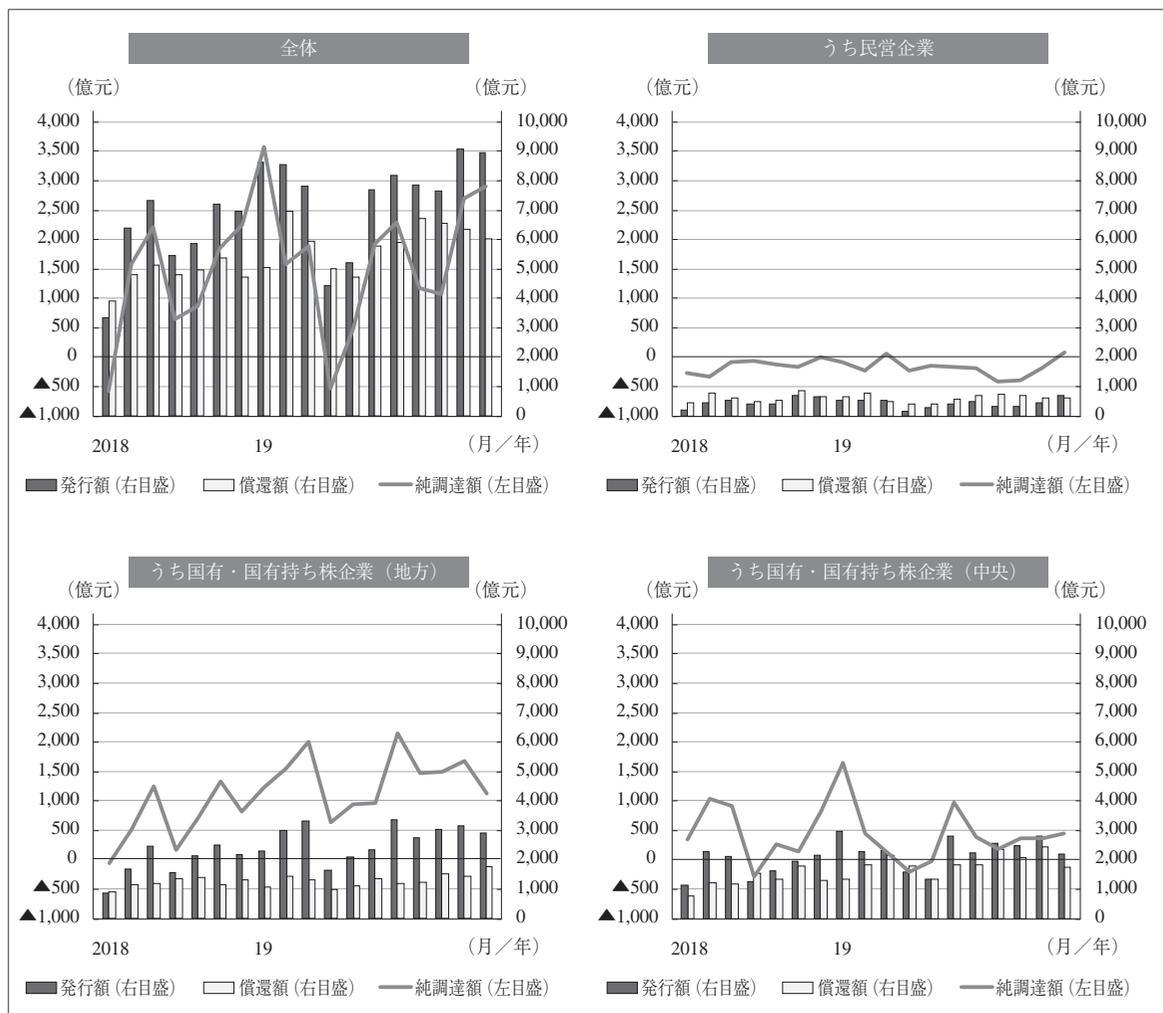
(資料) CEICおよびNBS資料より日本総合研究所作成

況が続いている（図表14）。2018年5月までに純調達額がマイナスになった月は数えるほどしかないことから（注28）、民営企業は債券市場を通じた資金調達が続いたといえ

る。

民営企業が置かれた状況は、純調達額がほぼ一貫してプラスを維持している国有・国有持ち株企業と極めて対照的といえる。前述の

図表14 非金融機関の債券による資金調達状況（2018年6月～2019年12月）



(注) 2019年2月のデータはN.A.
 (資料) 国信証券資料より日本総合研究所作成

図表4で示したように、私営企業のROAと資産負債比率は国有・国有持ち株企業より優れている。にもかかわらず、民営企業は「軽薄短小」の産業が多く、厳しい競争圧力にさらされているため、成長減速局面では国有・国有持ち株企業に比べ業績が悪化しやすい。中国国内にはこうした環境下で民営企業が債券市場から締め出されるのを当然とする見方がある（艾・李・胡・陳 [2020]）。

しかし、この問題の底流には「融資難融資貴」に対応するとしながらも、「国進民退」を巡る議論を封印しようとしている政府の姿勢があることを見過ごしてはならない。新型コロナウイルスの感染拡大による成長減速は突発的なものであるが、「国進民退」による成長減速は習近平政権の不作为による構造的なものである。この問題が放置され続ける限り、債券市場における民営企業の資金調達能力は上がらず、潜在成長率が低下する一因となる。

(3) 政府引導基金は4.1兆元を調達

「融資難融資貴」が容易に解消されない理由のひとつとして「政府引導基金」(中国語「政府引导基金」)が果たしている役割も無視出来ない。政府引導基金とは、①産業の高度化、②新興産業の育成、③PPP (public private partnership) 促進などを目的に政府が主導して設立した基金の総称である。同基金には、中央ないし地方政府が主導し自ら資金を投入

する「財政出資型」と、国有企業や金融機関からの出資を募る「財政+社会出資型」の二つのタイプがある（注29）。

中国のベンチャー・キャピタル・ファンドの動向に詳しい清科研究センターによれば、2019年6月末時点で1,683の政府引導基金があり、各基金が掲げる目標調達額は合計で10.1兆元に達し、既に4.1兆元が調達済とされる（注30）。リーマン・ショックを受けて採られた大規模な景気刺激策の規模が4兆元であることから、その規模がいかに大きいか分かる。トランプ政権が「中国製造2025」を目の敵にする背景には、政府引導基金の規模があまりにも大きく、それが実際に市場に投入されればアメリカのハイテク覇権が脅かされかねないという危機感がある。

政府引導基金は、①資本参加する株式投資型、②ベンチャー・キャピタル・ファンドと共同でプロジェクトに投資するフォローアップ投資型、③企業への資金提供を促す融資保証型、④ベンチャー・キャピタル・ファンドに補助金を給付するリスク軽減型によって運営されている（注31）。ただし、投資を活性化するとともに長期的な視点に立って経済発展に不可欠な産業の育成を誘導するというのが同基金の役割であるため、支配的な株主になる、あるいは、ベンチャー・キャピタル・ファンドを上回るような投資は行わない。

政府引導基金は2016年をピークに新設のペースが鈍っているものの、資金調達が本格

化するのはいずれからであるため、投資における「国進民退」を加速すると思われる。同基金の資金がどこに向かっているかを明らかにした資料はないものの、その多くは国有・国有持ち株企業へ向かっていると考えられるからである。

例えば、政府引導基金のひとつである国家集成電路産業投資基金は、国有・国有持ち株企業の投資拡大に大きな役割を果たしている。同基金は半導体の国産化を推進するため2014年9月に政策金融機関である国家開發銀行の子会社国開金融有限責任公司らの出資によって設立された国家レベルの基金である。支援対象のひとつは、半導体受託生産の最大手中芯国際集成電路製造（SMIC）で、同基金の支援は高性能半導体の量産化を支えたといわれる（注32）。SMICは国有通信機器大手の大唐電信集団や政府系ファンドの中国投資有限責任公司（CIC）が主要株主に名を連ねる国有持ち株企業であることから、同基金は「国進民退」を助長したといえる。

一方、新興産業には民営企業が多いため、政府引導基金が民営企業の投資を後押しすることもありうる。福建省企業技術改造投資基金は、技術革新を目的に2017年6月に同省とアモイ市以外の市の財政部と同省に本社を置く株式制商業銀行興行銀行の出資によって設立された省レベルの基金である（注33）。同基金は製造業の新エネルギーや省エネに取り組む民営企業の支援に注力しており、2019年

11月までの支援対象プロジェクトの79.9%が民営企業向けとされる（注34）。福建省の寧徳市に本社を構え、2011年の創業からわずか6年で世界トップの車載電池メーカーに躍り出た寧徳時代新能源科もそのひとつである。

一部の政府引導基金は民営企業が支援対象となっていることを強調するが（注35）、前出の図表7で2016年以降、国有・国有持ち株企業の投資だけが伸びていることを確認したように、そうした事例は一握りであり、政府引導基金によって「国進民退」が覆される可能性は低い。政府引導基金はその名の通りほとんどが政府によって設立されていることから、必然的に投資の「国進民退」を誘発する。中国国内には民営企業による基金の設立（注36）、あるいは、投資決定を外部の専門組織に委ねる基金の市場化によって基金の公平な運用を図る必要がある（注37）という指摘がある。

(注20)「中国株式市場の救済基金：買うのは鉄道などの大型株」2015年8月10日 Bloomberg (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2015-08-10/--id58360v>)

(注21)「2019年纾困基金報告：6700億去哪儿了？」2020年1月10日 新浪財經網 (<https://cj.sina.com.cn/articles/view/1444893750/561f543600100k5k?cref=cj>)

(注22)「纾困基金的設立与模式史上最深度詳解」2018年12月14日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/281937981_712322)

(注23) 注21に同じ。

(注24) 注21に同じ。

(注25)「中国債券市場規模已逾90万亿元居世界第二位」2019年8月14日 金融時報 (<http://www.financeun.com/newsDetail/26322.shtml?platForm=jrw>)

(注26)「鵬元研究 | 2010年-2018年10月民営企業發債趨勢分析」2018年11月20日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/276663537_739558)

(注27) 注25に同じ。

- (注28)「民企債券融資“失血”不止：7月淨融資-205億」2018年7月31日 和訊網 (<http://bond.hexun.com/2018-07-31/193616924.html>)
- (注29)「政府引導基金的運營模式分析」2018年12月13日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/281558457_413933)
- (注30)「我國政府引導基金目標規模超10萬億元 已到位資金超4萬億元」2019年10月25日 中國金融信息網 (<http://m.xinhua08.com/article/113728>)
- (注31)注29に同じ
- (注32)「總規模16.16億的半導體投資基金面世, 中芯國際、國家集成電路等參投」2018年5月8日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/230561212_116588)
- (注33)「福建省發布企業技術改造投資基金投資指引」2018年5月29日 中國政府網 (http://www.gov.cn/xinwen/2018-05/29/content_5294374.htm)
- (注34)「我省創新建立的省技改基金, 累計投放企業91家, 金額100.52億元」2019年12月12日 福建省人民政府 (http://www.fujian.gov.cn/xw/fjyw/201912/t20191212_5149042.htm)
- (注35)「2018中國政府引導基金30強榜揭曉 重慶產業引導基金成西南地區唯一上榜基金」2019年7月12日 東方富財網 (<http://fund.eastmoney.com/a/201907121177173065.html>)、「10年轉型 國投1600億基金七成以上投向民企」2019年2月19日 經濟視察網 (<http://www.eeo.com.cn/2019/0219/348029.shtml>)
- (注36)「唐勤草：中國母基金行業全面解析」2019年7月10日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/325903337_694776)
- (注37)「政府引導基金的運營模式分析」2018年12月13日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/281558457_413933)

4. 「国進民退」は是正されるのか

国有・国有持ち株企業は民営企業に比べ非効率であるため、投資における「国進民退」は必然的に成長減速に拍車をかける。「国進民退」に対する国内の見方を改めて整理したうえで、払込資本金に占める国家の割合がどのように変化したかを検証し、「国進民退」の行方を展望する。

(1) 否定派VS肯定派

「国進民退」にかかわる中国国内の議論には以前から二つの見方がある。そのひとつは一般的な経済学のテキストにあるように、政府の基本的な機能は公共財を提供することであり、政府の過剰な介入は、市場の機能を妨げ、腐敗を助長するというものである。市場経済推進論者として著名な経済学者呉敬璉氏は、計画経済と市場経済の間にとどまる中国の改革の弊害を指摘し、包括的な改革の必要性を提唱してきた(注38)。世界銀行や国際通貨基金(IMF)も同様のスタンスである。

こうした考えは中国国内の経済学者にも共有されている。武漢大学の簡新華教授は、民営企業の経営難や混改の進展を背景に、中国経済を所有制に基づき国有企業と民営企業という従来の二元論で捉えるのは間違いとする政府の主張を「所有制中性論」としたうえで、その理論的矛盾を指摘し、中国経済を混乱に陥れる危険性を指摘した(注39)。同氏は、中国に必要なのは「所有制中性論」ではなく、公正な競争によって資源の最適配分を保障する「競争中立の原則」としている。

しかし、習近平政権の発足後、「国進民退」を声高に批判する声は少なくなっている。社会科学院元副院長で、中国人民銀行の貨幣政策委員会の委員も務めた李揚氏は、現在の「国進民退」は景気下押し圧力が高まったことに対する民営企業の自衛的反応、つまり、リス

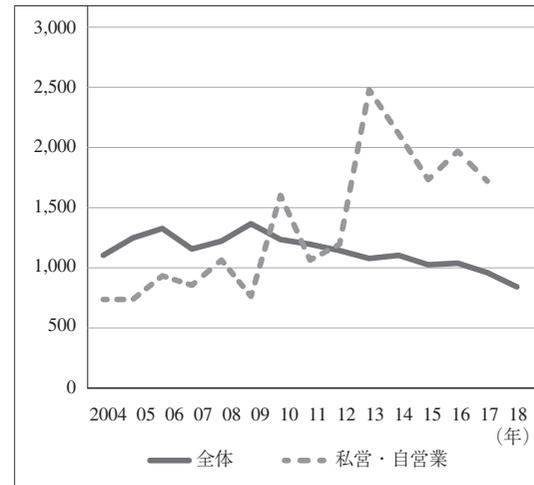
ク耐性のある国有企業に庇護を求めた結果であるとした。また、政府ないし国有企業の支援を受けた結果、民営企業本来の活力が失われかねないという問題はあるものの、それにより利潤と雇用が維持出来ていることを前向きに評価した（注40）。

中国国内には市場経済推進派を批判する声もある。吉林大学の邵彦敏教授は、社会の発展、技術革新、国防、民生改善などの視点を取り込んだ企業社会発展指数でみると、国有企業は民営企業や外資企業より優れていることから、国有企業に低効率というレッテルを貼り、その役割を制限しようと主張するのは間違いであるとした（注41）。そして、そうした主張を展開する人は民営化を進めようとしているに過ぎないとして、市場経済推進派を強くけん制した。

政府のシンクタンクである社会科学院が作成している「企業社会責任藍皮書（2019）」によれば、国有企業の社会責任指数は54.6と、私営企業の26.0、外資企業の17.9を大幅に上回る（注42）。ただし、これはそれぞれのトップ100社を評価したもので、国有企業のスコアが高くなるのは当然といえる。こうした評価は明らかに妥当性を欠いているが、「国進民退」にかかわる議論は市場経済推進派が優勢であり、是正に向けた機運は高まりそうにない。

「国進民退」の代償は決して小さくないはずである。習近平政権が「国進民退」を放置

図表15 都市就業者の増加分の推移
(万人)



(注) 増加分=当該年就業者-前年度就業者
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

し続けると、雇用不安が表面化する可能性がある。中国の都市部では、毎年1,000万人前後の新規雇用が創出されているが、それを支えているのは私営企業と自営業である（図表15）。しかし、その雇用創出力は2013年をピークに減少している。「融資難融資貴」の問題が解消されず、民営企業のROAや利潤に占める割合が低下し続ければ（前出の図表4と図表8参照）、都市の失業率は近く上昇することになるかもしれない。

(2) 「双方向」ではなく「一方向」

習近平政権は「国進民退」にどのように対処してきたのか。混改に伴う国有企業と民営企業の払込資本金の構成の変化に焦点を当て

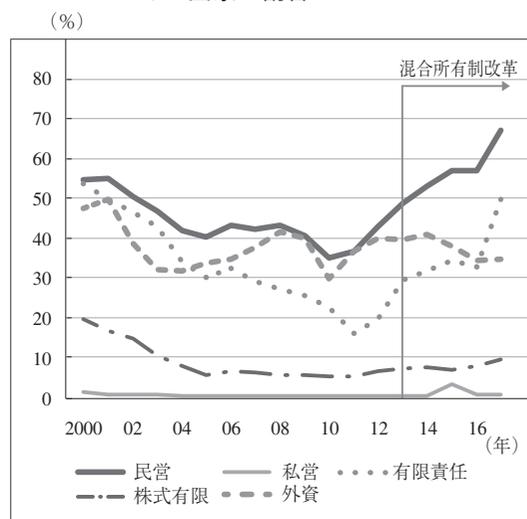
て、この問題を検証する。混改は国有企業が民間資本を、民間企業が国家資本を取り入れる「双方向」の資本多元化を進めることで、国有企業の企業統治を改善したり、国有企業が独占ないし寡占してきた分野への民間企業の参入を促したりしようとするものである(三浦 [2017])。

混改が進めば国有企業が減少し、国有持ち株企業が増えるはずである。実際、混改が本格的にスタートした2013年の鉱工業分野の国有企業は3,957社であったが、2018年には1,836社に減少した。一方、国有持ち株企業は15,358社から16,834社へ増えた(注43)。

混改は企業の払込資本金の構成にも大きな変化をもたらす。予想される変化のひとつは、民間企業の払込資本金に占める国家の割合の上昇である。鉱工業分野の民間企業の払込資本金に占める国家の割合は、予想に違わず2010年を境に上昇に転じている(図表16)。外資企業の払込資本金に占める国家の割合は目立った上昇がみられないことから、これは地場民間企業、とりわけ有限責任企業の払込資本金に占める国家の割合の上昇を受けたものといえる。

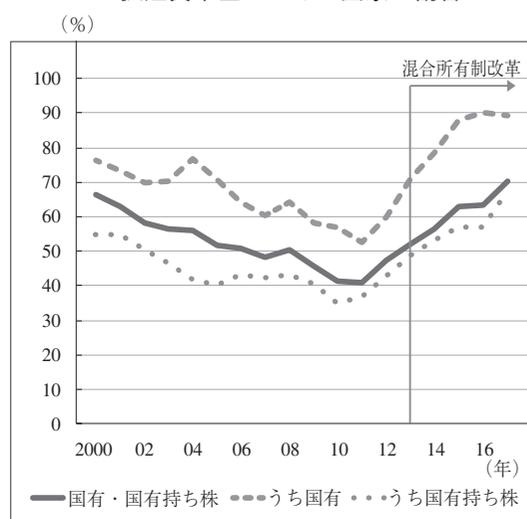
もうひとつの予想される変化は、国有・国有持ち株企業の払込資本金に占める国家の割合の低下である。しかし、そうした変化は起きていない。鉱工業分野の国有・国有持ち株企業の払込資本金に占める国家の割合は、2012年以降、上昇し続けている(図表17)。

図表16 鉱工業分野の民間企業の払込資本金における国家の割合



(注) 民間企業 = 全体 - 国有・国有持ち株企業
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

図表17 鉱工業分野の国有・国有持ち株企業の払込資本金における国家の割合



(注) 国有持ち株企業 = 国有・国有持ち株企業 - 国有企業
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

これは国有・国有持ち株企業を国有企業と国有持ち株企業に分けても同じであり、中国の国有・国有持ち株企業は民営企業の資本を受け入れることなく、むしろ、国家の割合を増やすことで「国有」としての純度を高めているといえる。

混改は、「双方向」を掲げた当初の想定とは異なり、民営企業の払込資本金に占める国家の割合が上昇すると同時に、国有・国有持ち株企業の払込資本金に占める国家の割合も上昇する、つまり、どの形態の企業をみても国家の割合が上昇する「一方向」で進んでいる。図表16の私営企業の払込資本金に占める国家の割合は非常に低く、「民営」としての純度を保っているようにみえるが、払込資本に

占める法人の割合が増える一方で、個人の割合は低下している(図表18)。法人が政府によって設立された基金であれば、必ずしも「民営」としての純度が高まっているとはいえない。

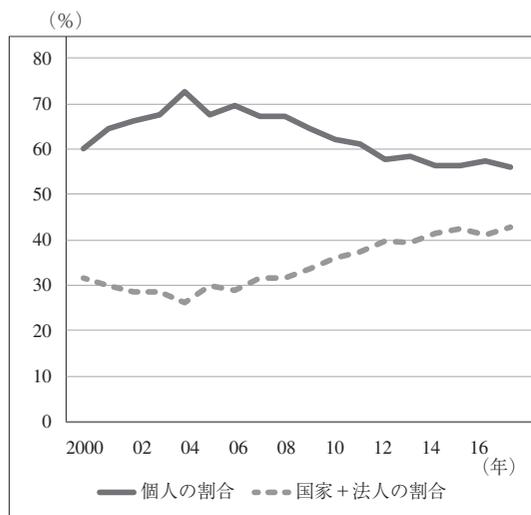
(3) 今後も「国進民退」を容認

払込資本金の変化をみると、習近平政権に「国進民退」を食い止めようという意識はないようである。都市部における雇用不安など、民営企業の衰退に伴う問題が表面化しない限り、「国進民退」は放置される可能性が高い。同政権は、経済成長や雇用に対する民営企業のけん引力が低下するなかで、どのようにして経済成長を維持しようと考えているのであろうか。消費の成長けん引力が伸び悩むと見込まれることから、この問題は政権の求心力を左右する問題となる。

中国では、投資主導型経済は効率の悪い粗放型成長の原因であるとして、消費主導型経済への移行の必要性が叫ばれてきた。実際、2011年以降、GDP成長率に対する資本形成の寄与度は最終消費を下回り、消費主導型経済への移行が進んできたといえる(図表19)。一方、中国のGDPに占める最終消費の割合は2018年で53.4%と、タイ(64.9%)、マレーシア(69.4%)、インドネシア(65.9%)、ベトナム(74.0%)に比べ格段に低く、消費を伸ばす余地が大きい。

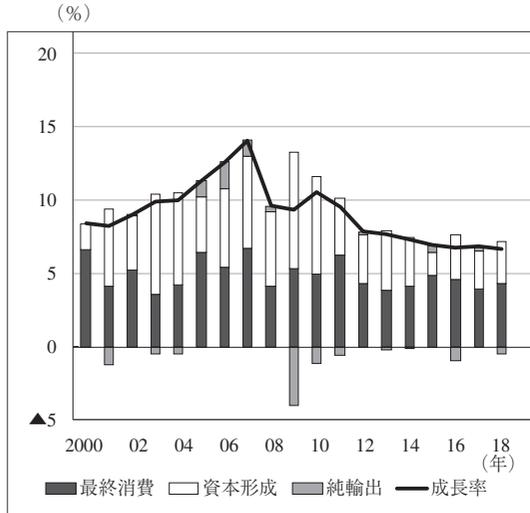
しかし、家計を取り巻く環境は厳しく、消費が今後も成長をけん引するか否かは定かで

図表18 鉱工業分野の私営企業の払込資本における個人と国家・法人の割合



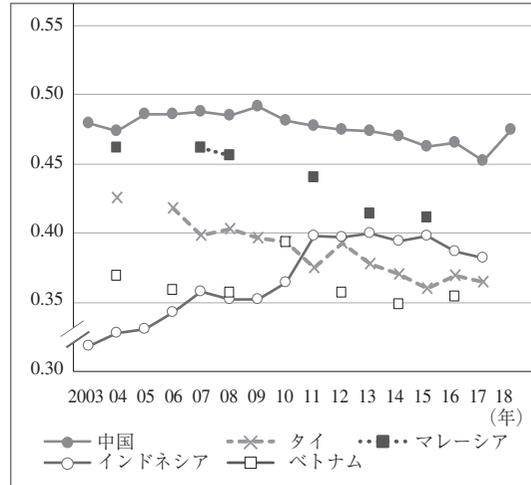
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

図表19 成長率の需要項目別寄与度



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

図表20 中国と周辺アジア諸国のジニ係数



(注) 中国以外は世界銀行の推計値。
(資料) NBSおよびWorld Bank資料より日本総合研究所

はない。理由のひとつは、所得格差が是正されないことである。所得格差の度合いを表すジニ係数は周辺アジア諸国に比べて高い(図表20)。これは所得が高所得階層に偏っていることを意味する。高所得階層は消費性向が低い、つまり、所得が増えてもそれを消費に回す割合が低いいため、所得格差の拡大は必然的に個人消費を停滞させる。2018年のジニ係数は0.474と上昇に転じた。IMFは人口高齢化や都市化によって中国のジニ係数は今後も高止まりの状態が続くとしており (Jain-Chandra, C., Khor, N., Mano, R., Schauer, J., Wingender, P. and Zhuang, J. [2018])、格差解消により消費のけん引力が高まるという図式は描きにくい。

もうひとつの理由は、家計債務の増加である (三浦 [2019])。可処分所得比でみた中国の家計債務残高はサブプライムローン問題が表面化した2007年末のアメリカの水準に近づいている。家計債務残高の増加は住宅ローンの普及に伴い返済に苦しむ家計が増えることを意味し、個人消費を下押しする。実際、中国では小売売上高が可処分所得ほどには伸びない状況が続いている。

消費の成長けん引力が期待したほど強まらない場合、習近平政権は投資に頼るしかなくなる。しかし、投資主導型経済は過剰債務問題を引き起こし、金融リスクを高めるといった強い副作用を伴う。貿易摩擦の激化や新型コロナウイルスによる世界経済の冷え込みに

よって企業業績が一段と悪化すれば、不良債権が一気に積み上がるリスクもある。習近平政権は、救済基金や政府引導基金を通じた投資はこうしたリスクを抑制しながら投資による景気底上げを図る最善の手段とみなしているのかもしれない。

基金による支援は投資が主体であるため、金融機関のバランスシートを毀損する可能性が低い、また、過剰債務状態を計るバロメーターになっている社会融資総量を増やさないというメリットがある（前出の図表13参照）（注44）。習近平政権は成長の維持という現実的な理由から、また、「国有企業は中国の特色ある社会主義の重要な物質的政治的基盤であり、中国の特色ある社会主義経済の柱」（注45）としているように、国有企業の役割を重視していることから、そもそも「国進民退」を気に病むことはないのである。

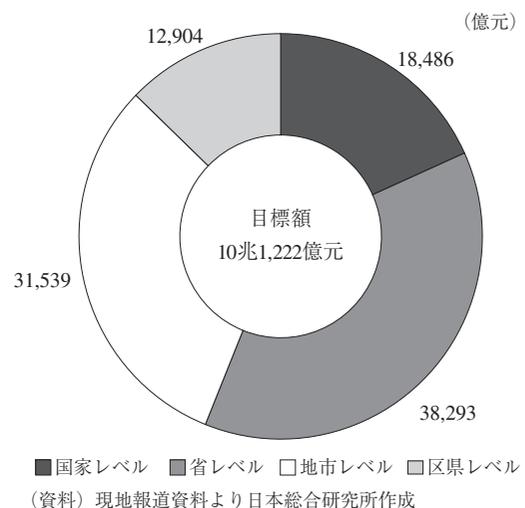
投資における「国進民退」は投資効率の低下を通じて中国経済に深刻な影響を与える。中国では、半導体の国産化推進に向け様々な基金が設立され、多数のプロジェクトに投資されている。これらは半導体の国産化と中国の技術レベル向上に寄与するものの、本当に優れた企業が生き残り、そこに資金が集中的に投下されるというメカニズムが働かないため、永続的な技術革新が起こりにくいという問題を引き起こす(Luis[2019])。この問題は、半導体だけでなくロボット、新素材、医薬など「中国製造2025」で重点とされている全て

の産業で起こりうる。

投入量と成果を直結させる思考様式は、中国が否定してきた粗放型経済への回帰にほかならない。政府引導基金の設立主体の多くは地方政府で、中央政府は18.3%を占めるに過ぎない（図表21）。地方政府が基金の設立に積極的になる背景には、投資を増やせば経済を活性化出来るという伝統的な投資衝動がある。この地方政府の投資衝動は中国の高成長を支える原動力であると同時に、投資効率の低下を招来する元凶となってきた。

香港のサウス・チャイナ・モーニング・ポスト紙は、政府引導基金はリーマン・ショック後の景気対策を目的に設立された地方融資プラットフォームが不要なインフラや不動産プロジェクトに資金を注ぎ込んだ悪夢を再現するものとし

図表21 政府引導基金の分類（2019年6月末）



ている(注46)。こうした懸念が現実のものとなるのか。政府引導基金が投資における「国進民退」に、そして、投資効率にどのような影響を与えるのかを注視していく必要がある。

(注38)「李済広析吳敬琏徹底私有化的經濟改革主張——評《重啓改革議程——中國經濟改革二十講》」2018年10月21日 察網 (<http://www.cwzg.cn/theory/201810/45260.html>)

(注39)「“所有制中性”是市場經濟規律還是謬論?」2019年4月11日 環球視野 (http://www.globalview.cn/html/economic/info_31014.html)

(注40)「李揚:当前国進民退是經濟下行压力下的自救措施」2018年9月17日 金融界 (<http://opinion.jrj.com.cn/2018/09/17/105525099570.shtml>)

(注41)「針對国有企業的三種錯誤觀點辨析」2018年8月29日 求是網 (http://www.qstheory.cn/dukan/hqwg/2018-08/29/c_1123346448.htm)

(注42)「《企業社會責任藍皮書(2019)》發布:国企社會責任發展指數連續11年領先」2019年11月7日 證券日報網 (<http://www.zqrb.cn/finance/hongguanjingji/2019-11-17/A1573998406739.html>)

(注43) 国有持ち株企業は、国有・国有持ち株企業から国有企業を引くことで求めた。詳しくは、巻末統計を参照。

(注44)「【深度】“社会融資”再拡容引争議」2018年10月20日 界面 (https://www.jiemian.com/article/2552804_foxit.html)

(注45)「習近平: 国有企業是中国特色社會主義經濟的“頂梁柱”」2017年12月14日 搜狐網 (https://www.sohu.com/a/210442179_99995056)

(注46) 2015 “Beijing’s ‘Made in China 2025’ plan isn’t dead, it’s out of control”, 8 April 2019, South Morning China Post (<https://www.scmp.com/print/week-asia/opinion/article/3004900/beijings-made-china-2025-plan-isnt-dead-its-out-control>)

おわりに—「国家資本主義」の二面性

「中国製造2025」に対するアメリカ政府の反応からは、市場経済を採用しながらも、必要に応じて共産党と政府が市場に介入する「国家資本主義」であることから、中国はアメリカにない強さを持ち、故にアメリカの覇

権を脅かしかねない、と考えていることがわかる(三浦[2020a])。バー米司法長官がファーウェイに対抗するためにライバルであるノキアかエリクソンの経営権を取得すべきと提案したように(注47)、アメリカ政府内には中国との競争に勝利するため、アメリカも「国家資本主義」を採用すべきだという声がある。

しかし、本稿では「国家資本主義」にはもうひとつの側面があることを明らかにした。習近平政権は潜在成長率が低下するなかにあっても、なお効率の悪い国有企業に資金を供給し続けている。投資における「国進民退」は中国経済の一段の減速を誘発する危険性があるにもかかわらず、習近平政権はそれを食い止めようとする明確な意思を示していない。民営企業の失速は決して想定外ではなく、意図的かつ確信的であり、習近平政権が目指す国有企業を柱とする「中国の特色ある社会主義経済」の帰結なのである。

その一方、新型コロナウイルスの感染拡大により、中国はアジアの製造業のサプライチェーンの中心にあり、中国国内の一部の工場からの部品の供給が途切れれば中国全体はもちろん、わが国の工場も操業を停止せざるを得ない事態に陥ることが改めて明らかになった。これが契機となり、いたるところでサプライチェーンにおける中国の位置づけを見直す必要があるとする見方が提示されているが、アジアのサプライチェーンにおける中国の役割は想像以上に大きいことから

「中国外し」は簡単には進まない（三浦 [2020b]）。巨大な中国市場から手を引くという選択肢もあり得ない。

経済面において中国が欠くことが出来ないパートナーであるならば、「国家資本主義」を採る中国は異質であり、であるがゆえに強いという画一的な見方から脱する必要がある。本稿では「国進民退」を取り上げ、「国家資本主義」が内包する弱さに焦点を当てたが、同じことは急速に進むデジタル化や監視社会化についてもいえる。習近平政権は一強体制を構築し、大国から強国への脱皮を進めているが、潜在成長率が低下するなかで、アメリカとの対立激化や新型コロナウイルスの世界的な感染拡大など、経済を取り巻く環境はかつてなく厳しい。中国経済の二面性に目を向け、等身大に捉えたうえで、中国にどのように向き合うか、そして、どのような関係を築くかを考えていく必要がある。

(注47) “Barr suggests U.S. consider investing in Nokia, Ericsson to counter Huawei”, 6 February 2020, Washington Post (https://www.washingtonpost.com/national-security/barr-warns-against-chinese-dominance-of-5g-super-fast-networks/2020/02/06/1da26794-48ec-11ea-9164-d3154ad8a5cd_story.html)

補論 国有・国有持ち株企業と 地場民営企業を把握する

『中国統計年鑑』などの統計資料から「国有経済」と「民営経済」を特定することは思いのほか難しい。同年鑑で「国有・国有持ち

株企業」が明示されているのは主に鉱工業に限られ、農林水産業やサービス業ではそうした分類がなされていないためである。また、鉱工業統計をみても「国有持ち株企業」がどのような企業を示すのかがはっきりしない。「国有持ち株企業」は「国有・国有持ち株企業」から「国有企業」を引くことで求めることが出来るが、「国有持ち株企業」をそれ以上分解することは出来ない。

中国統計年鑑には、「有限責任企業」のひとつとして、政府ないし国有企業が単独で出資し、有限責任の形態をとる「有限責任企業：国有独資」が示されている。独資は単独出資を意味するので、これは明らかに「国有持ち株企業」に該当するが、「国有企業」と「有限責任企業：国有独資」を合わせても「国有・国有持ち株企業」に足りず、その企業数は「国有・国有持ち株企業」の3割に満たない（図表22）。これは「国有持ち株企業」が「有限責任企業：国有独資」以外の形態でも存在することを意味する。

中国統計年鑑によれば、「国有持ち株企業」は、①払込資本金の5割超を国家が占める企業、②国家の割合が5割を超えないものの、他の出資者より多い企業、③国家が最大の出資者ではないものの、出資者の合意により政府が支配する企業、④経営権が誰に帰属するかにかかわらず、国有の割合が5割を占める企業、とされる。②～④は払込資本金の多寡で単純に「国有持ち株企業」が定義出来ない

図表22 中国の主な企業形態（鉱工業のみを対象、2018年）

登記上の企業形態	企業数		資産		業務収入		利潤総額	
	社	構成(%)	億元	構成(%)	億元	構成(%)	億元	構成(%)
合計	378,440	100.0	1,134,382	100.0	1,049,491	100.0	66,351	100.0
内資	330,704	87.4	910,029	80.2	805,012	76.7	49,576	74.7
国有	1,836	0.5	65,398	5.8	42,335	4.0	1,817	2.7
集团	1,675	0.4	1,732	0.2	1,926	0.2	102	0.2
株式合作	772	0.2	666	0.1	762	0.1	23	0.0
共同経営	96	0.0	138	0.0	169	0.0	9	0.0
有限責任	92,935	24.6	427,068	37.6	331,504	31.6	20,313	30.6
国有独資	3,480	0.9	100,635	8.9	58,035	5.5	2,919	4.4
その他	89,455	23.6	326,433	28.8	273,468	26.1	17,394	26.2
株式有限	11,980	3.2	174,686	15.4	115,448	11.0	10,176	15.3
私营	220,628	58.3	239,289	21.1	311,970	29.7	17,137	25.8
外資	47,736	12.6	224,353	19.8	244,478	23.3	16,776	25.3
香港・マカオ・台湾	22,829	6.0	98,304	8.7	101,369	9.7	6,455	9.7
外商	24,907	6.6	126,049	11.1	143,109	13.6	10,321	15.6
国有・国有持ち株	18,670	4.9	439,909	38.8	284,730	27.1	18,583	28.0
国有持ち株（国有・国有持ち株-国有）	16,834	4.4	374,511	33.0	242,396	23.1	16,767	25.3
有限責任：国有独資	3,480	0.9	100,635	8.9	58,035	5.5	2,919	4.4
その他国有持ち株（国有持ち株-有限責任：国有独資）	13,354	3.5	273,876	24.1	184,361	17.6	13,848	20.9
民营（全体-国有・国有持ち株）	359,770	95.1	694,473	61.2	764,760	72.9	47,768	72.0

（資料）「中国統計年鑑2019」（NBS）より日本総合研究所作成

ことを意味し、「国有持ち株企業」は、「有限責任企業」のなかの「その他有限責任企業」や「株式有限企業」はもちろん、「私营企業」、「外資企業」のなかにも存在すると考える必要がある（図表23）。

そうすると「地場民营企業」を特定するのは難しい。「民营企業」は全体から「国有・国有持ち株企業」を引くことで求められるが、そこには「外資企業」も含まれる。「地場民营企業」は、そこからさらに「外資企業」を引くことで求めることが出来るようにみえるが、この方法では「外資企業」の形態をとる「国有持ち株企業」が二重に引かれてしまうため、「地場民营企業」は過小評価されてし

図表23 国有・国有持ち株企業の分布イメージ



■ = 国有・国有持ち株企業

（注）企業数の少ない集団、株式合作、共同経営は除く。
（資料）各種資料より日本総合研究所作成

まう。「地場民营企業」は既存の統計ではどのように計算しても過不足が生じ、定量的に把握することが出来ない。

巻末統計

鉱工業分野の企業の所有形態別にみた払込資本金の構成

(単位：億円)

全体	1. 国有・国有持ち株企業										1. (1) 国有企業										1. (2) 国有持ち株企業 (1.-1. (2))																					
	国家		集団		法人		個人		外資		国家		集団		法人		個人		外資		国家		集団		法人		個人		外資													
	542	2,407	2,568	1,656	5,610	992	12	59	300	595	26	11,792	530	2,348	2,268	1,061	5,584	9,080	981	391	1,410	152	6,145	20,156	13,419	161	4,891	612	1,072	10,975	8,385	58	2,287	122	124	9,182	5,035	104	2,604	491	948	
2000	12,784	542	2,407	2,568	1,656	5,610	992	12	59	300	595	26	11,792	530	2,348	2,268	1,061	5,584	9,080	981	391	1,410	152	6,145	20,156	13,419	161	4,891	612	1,072	10,975	8,385	58	2,287	122	124	9,182	5,035	104	2,604	491	948
2001	14,436	509	2,108	3,052	2,349	6,418	1,573	10	68	454	1,010	30	12,864	500	2,040	2,598	1,338	6,388	10,257	1,011	354	1,560	175	7,156	21,781	13,697	173	5,960	680	1,260	9,447	6,929	40	2,286	89	104	12,333	6,768	143	3,674	592	1,157
2002	16,887	566	1,976	3,634	3,314	7,397	2,258	14	76	623	1,495	30	14,629	551	1,901	3,011	1,819	7,348	11,447	1,021	311	1,766	256	8,094	22,268	12,967	179	7,189	668	1,266	8,869	6,211	47	2,423	88	99	13,400	6,756	132	4,766	579	1,167
2003	43,480	13,561	1,894	12,697	5,263	10,065	23,018	12,981	220	7,863	712	1,242	9,263	6,534	32	2,556	86	56	13,755	6,448	187	5,308	626	1,186	23,018	12,981	220	7,863	712	1,242	9,263	6,534	32	2,556	86	56	13,755	6,448	187	5,308	626	1,186
2004	58,050	16,947	1,817	17,558	7,870	13,858	20,156	13,419	161	4,891	612	1,072	11,727	9,029	30	2,593	45	29	8,429	4,391	131	2,297	567	1,043	20,156	13,419	161	4,891	612	1,072	11,727	9,029	30	2,593	45	29	8,429	4,391	131	2,297	567	1,043
2005	61,966	15,552	1,551	20,083	9,014	15,767	21,781	13,697	183	5,960	680	1,260	11,186	7,905	38	3,114	86	44	10,595	5,792	146	2,846	594	1,216	21,781	13,697	183	5,960	680	1,260	11,186	7,905	38	3,114	86	44	10,595	5,792	146	2,846	594	1,216
2006	71,313	16,934	1,724	22,979	11,042	18,635	22,268	12,967	179	7,189	668	1,266	11,920	7,662	20	4,110	64	64	10,348	5,305	159	3,079	603	1,202	22,268	12,967	179	7,189	668	1,266	11,920	7,662	20	4,110	64	64	10,348	5,305	159	3,079	603	1,202
2007	82,732	17,589	1,944	27,151	13,496	22,553	23,018	12,981	220	7,863	712	1,242	12,190	7,375	45	4,614	103	53	10,828	5,606	175	3,249	609	1,189	23,018	12,981	220	7,863	712	1,242	12,190	7,375	45	4,614	103	53	10,828	5,606	175	3,249	609	1,189
2008	104,086	22,859	1,904	33,851	18,574	26,898	29,110	16,316	165	10,556	779	1,294	15,437	9,943	74	5,237	118	66	13,673	6,374	91	5,319	661	1,228	29,110	16,316	165	10,556	779	1,294	15,437	9,943	74	5,237	118	66	13,673	6,374	91	5,319	661	1,228
2009	111,189	21,321	1,816	39,147	20,504	28,401	28,950	15,030	137	11,567	805	1,411	13,161	7,664	51	5,217	129	100	15,789	7,366	86	6,350	676	1,310	28,950	15,030	137	11,567	805	1,411	13,161	7,664	51	5,217	129	100	15,789	7,366	86	6,350	676	1,310
2010	122,495	20,404	1,968	46,337	23,390	30,396	32,228	16,451	100	13,483	714	1,480	14,334	8,193	57	5,878	119	87	17,894	8,258	43	7,605	595	1,392	32,228	16,451	100	13,483	714	1,480	14,334	8,193	57	5,878	119	87	17,894	8,258	43	7,605	595	1,392
2011	144,684	22,601	2,120	53,035	36,429	30,498	35,173	17,068	192	15,429	876	1,607	14,972	7,912	96	6,750	172	43	20,200	9,156	96	8,679	704	1,564	35,173	17,068	192	15,429	876	1,607	14,972	7,912	96	6,750	172	43	20,200	9,156	96	8,679	704	1,564
2012	161,030	29,228	3,298	58,094	30,627	39,783	43,976	22,251	196	18,558	1,191	1,781	16,619	9,977	85	6,233	236	88	27,358	12,274	110	12,325	955	1,693	43,976	22,251	196	18,558	1,191	1,781	16,619	9,977	85	6,233	236	88	27,358	12,274	110	12,325	955	1,693
2013	173,673	34,695	4,608	61,045	38,806	34,520	44,822	20,561	186	20,864	1,255	1,956	17,519	6,941	397	2,297	98	19	35,071	13,621	-210	18,567	1,157	1,937	44,822	20,561	186	20,864	1,255	1,956	17,519	6,941	397	2,297	98	19	35,071	13,621	-210	18,567	1,157	1,937
2014	188,295	39,470	3,841	67,102	42,258	35,625	46,997	19,585	298	23,716	1,356	2,041	18,936	7,027	11	1,732	149	16	38,061	12,558	286	21,984	1,208	2,025	46,997	19,585	298	23,716	1,356	2,041	18,936	7,027	11	1,732	149	16	38,061	12,558	286	21,984	1,208	2,025
2015	213,182	53,076	4,000	73,522	47,459	35,325	52,604	21,689	569	26,896	1,564	1,886	14,989	13,171	70	1,654	73	21	37,615	8,518	499	25,242	1,491	1,865	52,604	21,689	569	26,896	1,564	1,886	14,989	13,171	70	1,654	73	21	37,615	8,518	499	25,242	1,491	1,865
2016	239,845	59,163	3,999	81,531	57,921	37,231	58,417	27,852	742	26,050	1,617	2,156	17,262	15,602	15	1,608	32	6	41,155	12,250	727	24,442	1,585	2,150	58,417	27,852	742	26,050	1,617	2,156	17,262	15,602	15	1,608	32	6	41,155	12,250	727	24,442	1,585	2,150
2017	251,175	80,051	3,671	82,115	49,483	35,855	63,391	33,129	1,448	24,617	1,790	2,406	16,225	14,496	55	1,616	32	26	47,166	18,633	1,393	23,001	1,758	2,380	63,391	33,129	1,448	24,617	1,790	2,406	16,225	14,496	55	1,616	32	26	47,166	18,633	1,393	23,001	1,758	2,380

(注)「集団」には「その他」を含む。2018年以降のデータは、同年にセンサスが実施されたため、2020年2月時点でも公開されていない。
(資料) 国家統計局 (NBS) 資料より日本総合研究所作成

参考文献

(日本語)

1. イアン・ブレマー [2011]『自由市場の終焉 国家資本主義とどう闘うか』有賀裕子訳 日本経済新聞社
2. 国際通貨基金 [2019]「中国債券市場の未来」(https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF073/25659-UTDJAEX/25659-UTDJAEX/Other_formats/Source_PDF/25659-UTDJTEX.pdf)
3. TMI総合法律事務所 [2019]「TMI中国最新法令情報—(2019年6月号)—」(<http://www.tmi.gr.jp/wp-content/uploads/2019/07/TMI-China-News-June-2019.pdf>)
丸川知雄 [2018]「2018年の中国経済と国有企業改革の展望」一般社団法人日中経済協会『JRC Economic Journal』2018年3月号
4. 三浦有史 [2012]「中国『国家資本主義』のリスク—「国進民退」の再評価を通じて」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』2012 Vol.12 No.45 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/6056.pdf>)
5. ——— [2015a]「中国における新規雇用はどこで誰が生み出しているか—経済政策を左右する新たな指標の読み方—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.15, No.56. (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/7962.pdf>)
6. ——— [2017]「国家資本による支配強化を図る習近平政権—混合所有制改革のシナリオを検証する—」日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報RIM』RIM 2017 Vol.17 No.67 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/10184.pdf>)
7. ——— [2019]「中国が直面する家計債務増加のリスクとジレンマ」日本総合研究所『JRIレビュー』2019 Vol.4, No.65 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10925.pdf>)
8. ——— [2020a]「習近平政権はなぜアメリカとの対立を厭わないのか」日本総合研究所『JRIレビュー』(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/11583.pdf>)
9. ——— [2020b]「米中対立とアジアのサプライチェーン再編」日本総合研究所『JRIレビュー』2020 Vol.2, No.74 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/11595.pdf>)

(英語)

10. Cerutti, E and Obstfeld, M [2018] China's Bond Market Global Financial Markets, IMF Working Paper, WP18/253, IMF (<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/12/07/China-s-Bond-Market-and-Global-Financial-Markets-46252>)
 11. IMF [2019] World Economic Outlook Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers, 2019 Oct (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>)
 12. ——— [2019] Global Financial Stability Report: Lower for Longer (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>)
 13. ——— [2019] People's Republic of China Selected Issues, IMF Country Report No.19/274. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/15/Peoples-Republic-of-China-Selected-Issues-48593>)
 14. Jain-Chandra, C., Khor, N., Mano, R., Schauer, J., Wingender, P. and Zhuang, J. [2018] "Inequality in China – Trends, Drivers and Policy Remedies", IMF Working Paper WP/18/127(<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/06/05/Inequality-in-China-Trends-Drivers-and-Policy-Remedies-45878>)
 15. Luis, J. A. [2019] "China's Pursuit of Semiconductor Independence", Center for Strategic & International Studies(<https://www.csis.org/analysis/chinas-pursuit-semiconductor-independence>)
 16. World Bank and DRC (Development Research Center of State Council), Innovative China New Drivers of Growth (<http://documents.worldbank.org/curated/en/833871568732137448/pdf/Innovative-China-New-Drivers-of-Growth.pdf>)
- (中国語)
17. 艾仁智・李天嬌・胡乾慧・陳茵 [2020]「艾民企信用能力演化及困境探索」聯合資信 (http://pg.jrj.com.cn/acc/Res/CN_RES/INVEST/2020/2/18/0a3a5086-f3b8-4cf7-a2dd-ca3f1de12220.pdf)

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本誌は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、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、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。