



2025 年 2 月 25 日

2025 年の中国の不動産市場は底入れへ

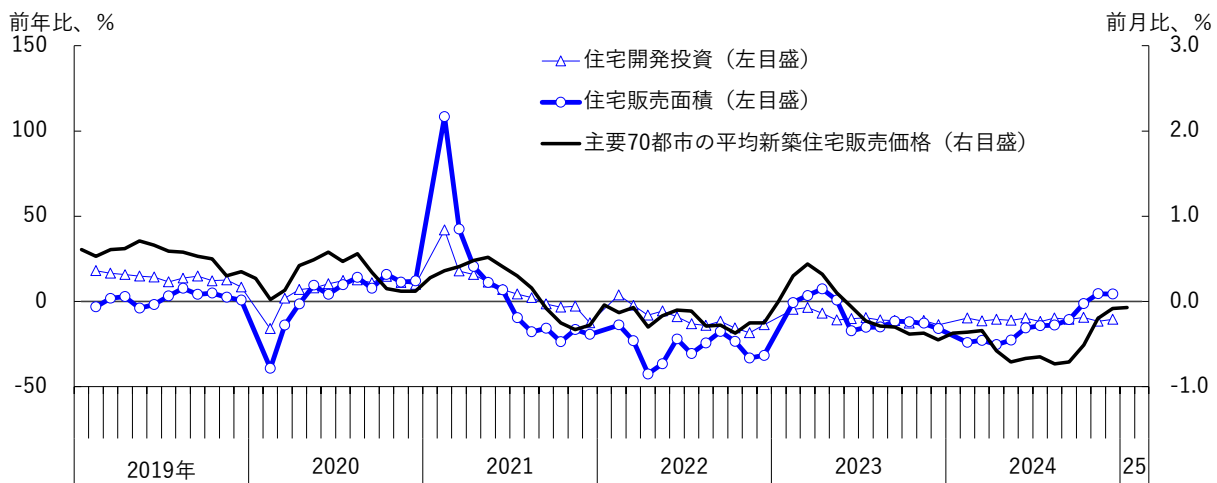
ただし、2026 年については楽観できない

- 中国の不動産市場は 2021 年に急激に落ち込み、それ以降も低迷している。ただ、24 年末から 25 年初頭にかけて、不動産市場の動向を示す指標の一部で悪化に歯止めがかかり始めた。
- 中国の不動産市場が 2021 年以降に低迷したのは、中国政府がそれ以前の不動産価格の高騰を抑えるために、20 年から 21 年にかけて不動産関連の規制を強化したためである。その後、不動産市場の低迷を受けて、習体制は 22 年に不動産市場の回復に向けた支援を開始し、以降も数度に渡って支援策を強化してきた。24 年も 1 月と 5 月、10 月の 3 回に渡って支援策を強化している。25 年についても、習体制は不動産市場に対する大規模な支援策を継続する方針である。
- 2025 年には、不動産市場に対する大規模な支援の効果で、住宅販売が緩やかに上向き、住宅価格も徐々に持ち直すと予想される。ただ、26 年も中国の不動産市場が順調に回復していくためには、中国政府が不動産市場に対する強力な支援を続けることが必要だと考える。

1. 中国の不動産市場は2021年以降低迷が続く

中国の不動産市場は 2021 年後半に急激に悪化し、その後も低迷している。24 年通年の不動産関連指標をみると、住宅販売面積は前年比-14.1%の 8.1 億㎡、住宅開発投資は同-10.5%、主要 70

図表 1 住宅販売と住宅投資、住宅価格



注：中国国家统计局資料より前年比の月ベースの数値を試算した。前年比の各年 2 月は 1～2 月の累計値、データのない月は線形補間した。

出所：中国国家统计局、Bloomberg 資料より浜銀総研作成

都市の平均新築住宅販売価格指数は同-4.5%と、いずれも3年連続で落ち込んだ。ちなみに各指標の減少・低下が始まった21年との比較でみると、住宅販売面積は当時の約半分、住宅開発投資は約7割、主要70都市の平均新築住宅販売価格指数は94%の水準となっている。

以上のように中国の不動産市場は3年超の長い期間に渡って悪化を続けてきたが、本稿執筆時点で直近の2024年末から2025年初頭にかけて、一部の指標で悪化に歯止めがかかり始めた¹。たとえば24年12月の住宅販売面積は前年比+4.4%となり、2か月連続で前年同月の水準を上回った(図表1)。また、25年1月の主要70都市の平均新築住宅販売価格は前月比-0.07%と依然として低下したものの、低下幅は5か月連続で縮小した。この背景には、後述するように、習体制による不動産市場の回復に向けた対策の強化があると考えられる。

以下、本稿では、2020年以降の中国政府の不動産市場対策を振り返るとともに、25年と26年の動向を展望する。

2. 3つのレッドラインの導入と不動産不況

中国の不動産市場が2021年以降に低迷したのは、習体制がそれ以前の不動産価格の高騰を抑えるために、2020年から21年にかけて不動産関連の規制を強化したためである。

2020年以降の中国の不動産関連の政策を振り返ると、20年に入って習体制は不動産価格の高騰を抑える目的で、住宅購入時の頭金比率の引き上げなど不動産取引の引き締め策を強化した。しかし、恒大など業界大手の不動産企業が銀行からの借り入れの拡大により不動産事業を拡張したため、不動産の投機的な取引には歯止めがかからず、不動産価格が高騰する状況が続いた。これを受けて、習体制は20年8月に不動産企業が守るべき財務指針「3つのレッドライン」を提示

し、それをクリアできない企業に対し新たな借り入れによる資金調達を制限する措置を導入した(図表2)。具体的には、不動産企業がクリアしたレッドラインの数に応じて、有利子負債の1年間の増加率の上限(0%~15%)を設定した。この措置が導入された後は、恒大など多くの不動産企業が3つのレッドラインをクリアできず、金融機関を通じた新たな資金調達が困難になった。また、不動産企業の経営不安が高まる中で、住宅の購入を見合わせる消費者が増加した。こうした住宅販売の落ち込みも不動産企業の資金繰り悪化

図表2 3つのレッドライン規制の導入

レッドラインの クリア数	不動産企業の年間有利子 負債の増加率上限
0	0%
1	5%
2	10%
3	15%

注: 3つのレッドラインとは、①前受金控除後の負債比率(総負債÷総資産×100)が70%以下、②純負債資本比率((有利子負債-現金・預金)÷資本×100)が100%以下、③現金短期負債倍率(現金・預金÷短期負債)が1以上、という3つの基準を指す。

出所: 新華網資料などより浜銀総研作成

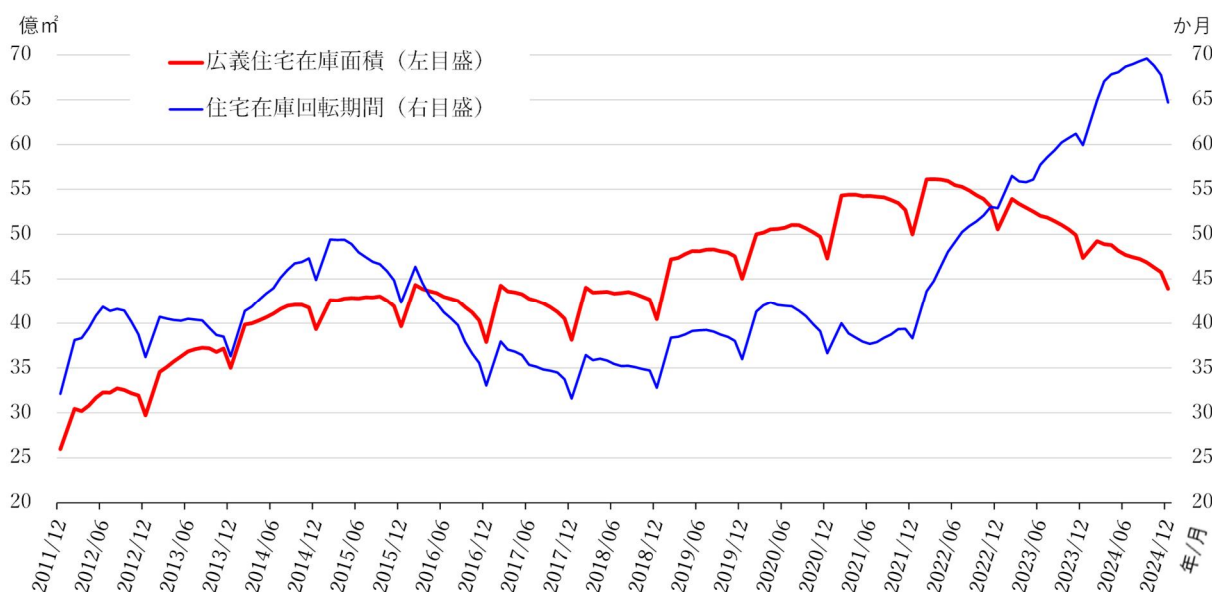
¹ 住宅開発投資は依然2桁減が続いている。24年秋に習体制が地方政府に住宅在庫の買い取りを指示する一方で、新たな住宅在庫の発生を抑えるために不動産投資の抑制措置を実施したことが背景にあると考えられる。浜銀総合研究所では、この不動産投資の抑制措置が2025年まで続くとみている。

に拍車をかけ、不動産企業の経営は一段と厳しい状況になった。

こうした不動産企業の経営不安定化は住宅市場に深刻な問題を引き起こした。まず、建設工事が完成前に中断し、建設がストップした住宅物件（「爛尾楼（ランウェイロウ）」と呼ばれる）が大量に発生した。中国における住宅販売の方法は予約販売が主流である²。この制度では、住宅購入者が住宅の建設前や建設途中に物件を購入し、購入後すぐに住宅ローンの支払いが始まる。しかし、資金繰りが困難になった不動産企業が予約販売した物件の建設工事が中断した結果、住宅の購入者が予定通りに住宅の引き渡しを受けられず、購入した住宅に入居できないケースが多発した。中国住宅都市農村建設部（日本の国土交通省に相当）の資料に基づいて試算すると、2023～24年において、後述するような政府の支援がなかった場合、物件の引き渡し予定日までに完成できなかった物件は約750万戸に達していたはずである。中国の予約販売において、契約から引き渡しまでの期間は3年程度であることから、2020～21年の予約販売戸数（当社の試算で2,800万戸³）のおよそ3割が引き渡しを受けられなかったことになる。

次に、過剰な住宅在庫の発生である。住宅購入予定者が購入を手控えることにより、不動産企業が開発を進めていた住宅の多くが売れ残り、住宅在庫が急増した。2022年3月における広義住宅在庫面積は56.1億㎡と過去最多水準に膨らんだ（図表3）。在庫水準が適正であったとみられ

図表3 住宅在庫と在庫回転期間



注：広義住宅在庫面積＝完成済みで販売未了の住宅面積＋建設中で販売未了の住宅面積。建設中で販売未了の住宅面積のデータは直接取得できないため、建設総面積－完成済みの面積－予約販売面積で試算。データの無い月は線形補間した。

出所：中国国家統計局資料より浜銀総研作成

² 2024年の住宅販売面積の内訳をみると、予約販売（販売時点で未完成の物件）と現物販売（販売時点で即入居可能な物件）はそれぞれ販売全体の73%、27%となった。

³ 2020～21年の予約販売戸数は两年の住宅予約販売面積を1戸あたり平均面積の想定（100㎡）で割ることにより試算した。

る18年6月の水準（43.4億㎡）⁴と比べると、22年3月の広義住宅在庫面積は12.8億㎡多く、年間の販売面積（22年：11.5億㎡）の1.1倍の過剰在庫が発生していたとみられる。

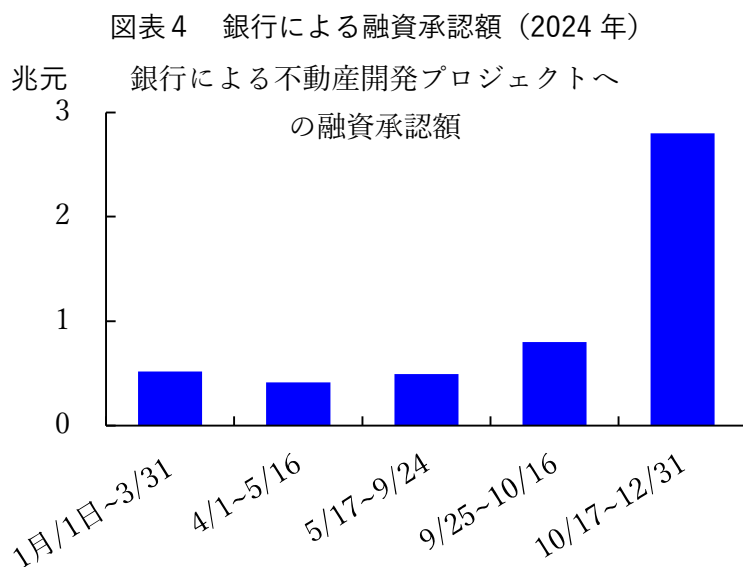
3. 習体制は不動産市場の回復に向けて政策を転換

このような事態を受けて、習体制は2021年末から不動産関連の規制を緩め、22年に入ると、不動産市場の回復に向けた支援を開始し、その後も数度に渡って支援策を強化してきた。具体的には、住宅購入時の頭金比率の引き下げや住宅ローン金利の引き下げ、低所得者向けの住宅建設の拡大などが挙げられる。しかし、建設が中断する住宅物件の大量発生⁵や、過剰な住宅在庫の発生といった深刻な問題が解決されておらず、その後も住宅市況の悪化には歯止めがかからない状況が続いた。

そこで習体制は、2024年に入ると、不動産市場の回復に向けた支援策を一段と強化した。すなわち、上述の支援策に加えて、民間不動産企業への大規模な資金支援にも踏み切った。具体策をみると、まず、不動産開発プロジェクトへの資金支援である。同年1月、資金不足により多くの不動産開発プロジェクトが中断される中、地方政府が融資対象として適格な不動産開発プロジェクトを認定し（認定リストを「ホワイトリスト」という）、銀行に融資を要請することとした。この支援策により、中断していた多くの住宅建設が再開すると見込まれている。また、今後、住宅建設の中断が回避されることで、購入予定者による買い控えが和らぐと期待されている。

次に、不動産企業が保有する過剰な住宅在庫の買い取りである。具体的には、2024年5月、地方政府が住宅在庫を買い取り、都市部の低所得者や、都市化の推進により農村部から移住する住民を対象に、住宅を賃貸・分譲することとした。地方政府が過剰な住宅在庫を買い取ることで、不動産企業の資金繰りが改善することから、不動産企業の経営不安が緩和すると期待されている。

このように2024年に入り、不動産市場回復に向けた対策が強化されたものの、制度の導入当初は期待された効果が



出所：中国政府公表資料などより浜銀総研作成

⁴ 中国政府は15年6月から18年6月にかけて、過剰な住宅在庫に対応するために農村部から移住する住民などに対して大規模な資金支援を実施していたが、18年6月には住宅在庫が適正水準まで減少したと判断し、資金支援の規模を縮小し始めた。

⁵ 2023年8月時点で、不動産会社の資金不足により中断していた住宅工事は、中国政府の資金援助によりほぼ全てが再開した。しかしその後、建設が再び中断している物件が多くあることが判明している。

表れなかったとみられる。不動産開発プロジェクトへの資金支援策については、地方政府が銀行に融資を要請したものの、銀行は不良債権の増加を懸念してプロジェクトの審査を慎重に進めた模様である。このため不動産開発プロジェクトの融資承認額は、24 年秋までの段階では緩慢な増加にとどまっていた（図表 4）。また、地方政府の財政難などにより、過剰な住宅在庫の買い取りのペースも緩やかなものとなっていた。

こうした状況を受けて、10 月に入ると、習体制は不動産企業への資金支援をさらに強化した。同月 12 日には、地方政府の資金不足に対応するため、地方政府が発行する地方专项債券で調達した資金により、過剰な住宅在庫を買い取っていくことを、中国財政部が発表した（図表 5）。また

図表 5 24 年 10 月の不動産市場支援強化策

中国財政部 (10月12日)	・ 地方政府が地方专项債券の発行で調達した資金により、不動産企業の遊休状態の土地と、過剰な住宅在庫の買い取りを実施。
中国住宅都市 農村建設部 (10月17日)	・ 不動産企業の資金不足を背景に中断していた不動産開発プロジェクトの再開・完成を目指すため、2024年末までに銀行の融資承認額を2.2兆元（約48兆円、10月16日時点）から4兆元（約86兆円）に拡大。 ・ 老朽化した住宅に住む100万戸の住民を対象に、住み替え住宅の購入資金を援助。

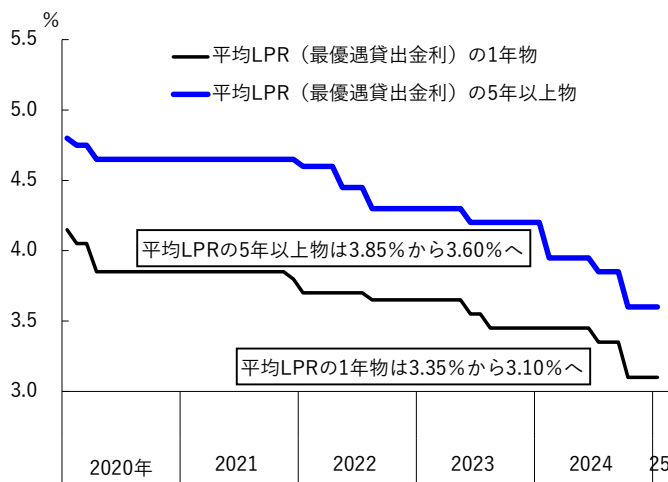
注：一部抜粋。

出所：中国政府ホームページ、人民網などより浜銀総研作成

同月 17 日には、中国住宅都市農村建設部が、不動産開発プロジェクトへの資金支援規模を大幅に拡大することや、老朽化した住宅の住み替えを推進することなどを打ち出した。さらに、同月 21 日には、中国人民銀行（中央銀行）が平均 LPR（最優遇貸出金利）の 1 年物と、住宅ローン金利の基準となる 5 年以上物の金利を 0.25% 引き下げた（図表 6）。引き下げ幅はいずれも過去最大である。金融当局も、大規模な金融緩和を通じて不動産市場の回復を支援する姿勢を鮮明にした。

こうした措置の効果により、2024 年秋以降、中国各地の銀行は不動産開発プロジェクトの融資を加速させている（前掲の図表 4）。中国政府の公表によると、24 年末までの銀行の融資承認額は 5.03 兆元（約 108 兆円）となり、政府が示した 4 兆元の目標を大幅に上回った。これは、中国における現在の平均住宅価格に基づいて試算すると、約 480 万戸（2024 年末の広義住宅在庫面積のおよそ 11%）の住宅を建設できる金額に相当する⁶。ちなみに建設が中断

図表 6 平均 LPR の推移



注：LPR（Loan Prime Rate）とは、最優遇貸出金利とも呼ばれ、大手市中銀行が最優良企業（財務状況が良好で、信用力が高い企業など）に融資する際の貸出金利のことである。

出所：Bloomberg、中国人民銀行ホームページ

⁶ 2024年の中国の平均住宅価格は1㎡あたり10,419元（約22.2万円）である。仮に1戸の住宅の面積を100㎡とすると、1戸の住宅の価格は平均で104.2万円となる。5兆元をこの104.2万円で割ると、約480万戸という結果が得られる。なお、2024年末の広義住宅在庫面積は43.9億㎡である。

していた物件のうち、こうした資金支援の強化により 24 年中に建設が再開されて住宅購入者へ引き渡された住宅は 338 万戸に上った。

また、各地方政府も地方专项債券の発行で調達した資金により、過剰となっている住宅在庫の買い取りを加速させている。例えば、河南省は地方专项債券の発行で 2024 年に調達した 732.3 億元の資金を活用し、計 130 万㎡の住宅在庫を買い取った。そのほか山東省や広東省なども過剰な住宅在庫の買い取りを積極化している。その結果、2024 年 12 月における広義住宅在庫面積は 43.9 億㎡と、適正水準（前述の 43.4 億㎡）に比べて過剰幅が 0.6 億㎡まで減少した。

4. 2025 年も、不動産市場に対する大規模な支援が継続される方針

2024 年 12 月 11～12 日に開かれた「中央経済工作会议」では、25 年の不動産市場の低迷に対する対策について、「不動産市場の悪化に歯止めをかけ、安定化させるための支援策を継続的に力強く推進」することや、「都市化（農村部住民の都市部への移住）の推進」に注力することなどが、重点施策として示された（図表 7）。こうしたことから 25 年も、地方专项債券の発行で調達した資金により過剰な住宅在庫を買い取ることや、不動産開発プロジェクトへの積極的な資金支援が継続される可能性が高いと考えられる。

また、2025 年の経済運営については、「さらなる積極的な財政政策」と「緩和的な金融政策」を行うとし、リーマンショック直後の経済対策以来となる大規模な経済対策を行う方針が掲げられた。そして、「あらゆる面で国内需要を拡大」という重点施策も示された。25 年には、24 年以上の大規模な財政出動や金融緩和が実施されると見込まれる。こうした経済対策も、中国の雇用・所得情勢の悪化を防ぎ、住宅購入予定者の購入意欲を支えることで、間接的に不動産市場を下支えする見込みである。

図表 7 2025 年のマクロ経済政策の方針と重点施策

マクロ経済政策の方針：

- ①さらなる積極的な財政政策を実施。財政赤字比率を引き上げ、財政出動を強化。
- ②適度に緩和的な金融政策を実施。適時に預金準備率や金利の引き下げを実施。

重点施策：

- ①消費を強力に促進し、投資の効果を高め、あらゆる面で国内需要を拡大。
- ②科学技術イノベーションを通じて、新質生産力（質の高い発展を促進する生産力）を牽引。
- ③国有企業の改革を一段と推進し、民間企業の振興措置を打ち出す。
- ④高水準の対外開放を拡大し、対外貿易と対外投資を安定させる。
- ⑤金融システムリスクを徹底的に防止。不動産市場の悪化に歯止めをかけ、安定化させるための支援策を継続的に力強く推進。
- ⑥新型都市化の推進と農村の全面的な振興に注力。
- ⑦地域発展の活力を強化。
- ⑧二酸化炭素と汚染を削減し、グリーン成長を推進。
- ⑨中小零細企業の雇用支援を促進。

注：一部抜粋。

出所：中国政府ホームページ資料などより浜銀総研作成

5. 2025年の中国の不動産市場は底入れへ

以上のような状況を踏まえると、中国の不動産市場は、2025 年前半には落ち込みに歯止めがかかると思われる。習体制が不動産市場への大規模な支援策を実施することで、不動産企業の経営不安は次第に後退することになりそうである。その結果、住宅購入者のマインドが徐々に改善し、住宅販売が上向いてくることになろう。また、不動産投資の抑制措置が継続される中で、住宅販売が上向くことにより、住宅在庫の解消が進むと見込まれる。そして、住宅価格の下落にも歯止めがかかると期待される。

なお、25 年後半になると、米国のトランプ政権による対中輸入品の関税強化の影響が表れ、中国の輸出は弱い動きになるとみられる。こうした状況で、習体制は、景気の減速を防ぐため国内の経済対策をさらに強化すると予想されるため、不動産市場に対する大規模な支援も継続される可能性が高いと考えられる。こうした対策の効果により、住宅販売が緩やかに上向き、住宅在庫が適正水準に減少し、住宅価格も徐々に回復していくと予想される。

6. 26年の不動産市場の回復には支援の継続が必要

もっとも、2026 年も中国の不動産市場が順調に回復していくためには、中国政府による強力な支援の継続が欠かせないと考えられる。

その理由としては、まず、建設工事が中断して引き渡しが進んでいない物件が、2026 年の時点で依然として多く残されているとみられるためである。当社の試算によると、2026 年において、不動産企業が自力で建設を進めた場合、物件の引き渡し予定日までに完成できない物件は 190～220 万戸に達し、依然として高い水準が続くと見込まれる。このため、2026 年も建設が中断している不動産開発プロジェクトへの資金支援を政府が継続し、不動産企業の建設をサポートしていく必要がある。

また、2026 年の中国景気は回復の動きが鈍るため、住宅取得需要が盛り上がりにくい環境になると見込まれる。26 年の中国景気を展望すると、輸出に関しては、米トランプ政権による中国製品に対する高関税の継続により、弱い動きが続く見込みである。また、国内需要に関しても、24 から 25 年にかけて実施される自動車や家電製品などの買い替え支援の反動で、個人消費は耐久消費財を中心に減速する可能性が高いと見込まれる。固定資産投資に関しても、24 年に開始された企業設備の投資支援策の影響で過剰投資に対する警戒が強まることで、企業の固定資産投資の増勢が鈍化する可能性がある。こうした景気の下押し圧力により、26 年の雇用・所得情勢の改善の動きは弱く、住宅取得の需要は盛り上がりを欠く展開になると予想される。こうした中で、政府は農村部住民の都市部への移住を促進するなど、住宅需要を喚起する政策を引き続き行っていく必要がある。

執筆者紹介



白 鳳翔（はく ほうしょう）

浜銀総合研究所 調査部 主任研究員

国際公認投資アナリスト（CIIA）

日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）

担当分野：中国の経済・マーケット・産業全般の調査・分析、
ベトナム・タイ・インド経済の調査・分析

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5