

# 低迷が続く中国不動産市場と政策転換

量的拡大から質的向上への転換が進む。

亞細亞大学社会学部  
大学院アジア・国際経営戦略研究科

教授 李 立榮

## 金融緩和や規制緩和を繰り返すが

中国の不動産市場が依然として低迷している。不良債権の増加とそれに伴う金融リスクが懸念される中、政府は2022年以降、金融緩和や規制緩和を繰り返し実施したものの、住宅市況の回復は見られない。住宅着工件数はコロナ禍前に比べ6割超減少し、販売不振が価格下落を招いた。2025年8月の主要70都市の新築住宅価格はピーク時より平均11%下落し、特に中小都市の下落幅は14%を超えた。不動産開発投資は2025年上半期に前年同期比11.2%減と減少傾向。人口減少や都市化の鈍化といった構造的要因も、需要低迷を固定化させている。

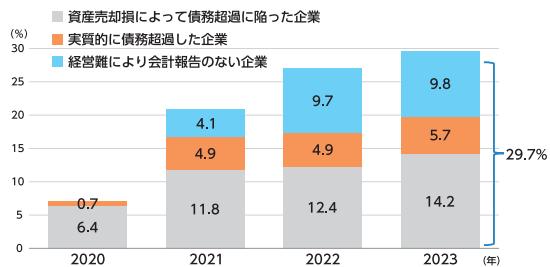
一方、政府は健全な不動産会社に対し融資支援を行う「ホワイトリスト・プログラム」を拡充し、2024年10月には融資枠を4兆元(約88兆円)へ倍増させた。しかし、金融機関のリスク回避姿勢や不動産融資事業の収益性の低さから効果は限定的であり、不動産企業と地方政府の利害の不一致が政策の実効性を弱めている。

## 経済・金融システムに波及

IMFによれば、中国の銀行融資の約2割が不動産関連で、その8割が住宅ローンに集中している。不動産市場の長期調整は、経済・金融システムに波及しかねない。2020年以降の「3つのレッドライン」政策により、資金供給は健全企業に集中する一方、多くの不動産開発業者は資金繰り難に陥った。IMF試算ではその約

3割が債務超過であり、2021年以降、恒大集団など大手を含む60社超が債務不履行に陥った(図)。

### 図 債務超過に該当する中国の不動産会社の比率



(注) IMFは各社の財務諸表を基に試算

(出所) IMF Global Financial Stability Report(2023年10月)のデータを基に筆者作成

債務危機の背景には、①買い控えによる資金流入減、②価格下落による資産売却難、③担保価値低下、④破産・再建手続きの遅れがある。不動産会社は債務返済のため資産売却を進めているが、売却損がさらなる資産価値の下落を招くという「デレバレッジ(縮小)・スパイラル」に陥りつつある。この悪循環は不動産会社のソルベンシーリスク\*を増大させ、金融市場全体のリスクプレミアム上昇を通じて銀行にも影響を及ぼしている。

\*ソルベンシーリスク：予測不能な大規模損失により、債務不履行となるリスク

## 地方政府融資プラットフォームのリスク

地方政府の財政悪化も深刻である。不動産市況の悪化により、土地売却収入が減少し、地方政府融資プラットフォーム(LGFV: Local Government Financing Vehicle)のバランスシートは悪化している。LGFVは地方公共事業やインフラ整備のた