

研究报告

(2025 年第 6 期 总第 56 期)

2025 年 11 月 20 日

城市更新长效投融资机制的构建与创新

不动产金融研究中心

郭翔宇 刘永元

【摘要】 中国城市发展正从大规模增量扩张阶段转向以存量提质增效为主的阶段，形成以城市更新为核心、“市场+保障”双轨并行的发展新模式，已成为当前关键战略。本文探讨城市更新的战略意义，指出城市更新面临的挑战，并在此基础上分析构建城市更新的系统性金融支持。

随着中国城镇化进程进入“S”形曲线的后半段，房地产市场正经历从增量高速扩张转向存量优化提质的关键转型期。这一进程伴随着深刻的结构性变化：一方面，房价结束长期上涨进入下行周期，部分城市商品房库存高企，供给过剩；另一方面，大量城中村与老旧小区存在基础设施落后、安全隐患突出、居住环境较差等问题，居民对改善居住环境的需求日益迫切。增量开发动力持续减弱与存量改善需求不断扩张，构成了当前市场的核心矛盾。2025年7月，中央城市工作会议明确提出“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”，这一战略部署标志着国家顶层设计已为房地产行业发展指明方向。

这一转型也深刻反映出传统开发模式难以持续的深层次问题。自20世纪末的房改以来，中国房地产市场经历了二十多年的上升周期，在缓解住房短缺的同时，也推动了居民部门普遍将商品住房作为财富积累的重要手段。然而，长期依赖增量开发逐步形成了以“土地财政”为核心的增长方式，引发房价过快上涨、住房供应结构失衡等问题。更为关键的是，商品房过度供应的同时，租赁住房与保障性住房体系发展相对滞后，导致中国住房拥有率较高，住房结构相对单一，与国际主要经济体呈现出显著差异。这种“市场强、保障弱”的不平衡格局，在当前市场下行周期中被进一步放大。

在新旧模式转换的关键阶段，房地产发展新模式的核心内涵与战略使命愈发明晰。其首要任务是在增量开发拉动作用趋弱的背景下，以城市更新为主要抓手，有效盘活利用效率低下的巨量存量资

产，并借此构建“市场+保障”双轨并行的住房供应体系。相应的政策框架也在不断深化与调整，城中村、老旧小区、危旧房为对象的改造工作，被全面纳入“城市更新”这一更广阔的行动框架，肩负起改善人居环境和拉动有效投资的双重使命。与此同时，保障性住房建设也突破了以往以新建为主的单一模式，转向新建、改造、收购、盘活存量房地等多渠道筹集。这一转变，不仅是消化过量商品房库存、优化市场供给的现实需要，更是将解决民生问题与稳定经济增长有机结合的创新举措。

然而，从顶层战略到具体落地，城市更新的关键瓶颈在于投融资体系。这类项目通常投资规模大、回报周期长、现金流回报率低，具有很强的准公共属性。其成功推进，亟须构建一个长期、稳定、低成本的投融资体系。这意味着必须彻底摆脱传统房地产开发依赖的“高杠杆、高负债、高周转”模式，重塑政府、市场与金融机构之间的协同关系，创新覆盖规划、建设、运营全生命周期的金融工具，并配套以系统性的土地、财税和监管政策，从而为房地产发展新模式奠定坚实的金融基础。

一、城市更新的战略意义

构建以城市更新为路径、以“市场+保障”为原则的房地产发展新模式，不仅是应对当前市场调整的短期策略，更是破解深层次结构性矛盾、实现长远发展的根本路径。城市更新具有多重战略价值，是实现中央城市工作会议重要任务的关键方式，具体体现在以下三个维度。

（一）居有所安：建设宜居、韧性与绿色低碳城市

城市更新的首要意义，在于通过存量空间的优化再造，系统性地提升人民群众的获得感、幸福感与安全感。这直接呼应了中央关于建设宜居、韧性、绿色低碳城市的要求。

在“宜居”层面，核心是破解居住结构性难题。我国住房体系过度依赖单一商品房市场，在深圳等超大城市，大量新青年、新市民租住在“城中村”或“老旧小区”中，不仅居住品质低下，也存在安全隐患。城市更新通过综合整治与有机更新，推动发展模式转型。在空间层面，推进城中村、老旧小区改造，将存在安全隐患、配套缺失的城市“洼地”转型为安全的现代社区。在制度层面，通过将更新改造后的房源或收购的存量房转化为保障性租赁住房，扩大保障性住房供给，精准满足新市民的租房居住需求。

在“韧性”与“绿色低碳”层面，城市更新是补齐城市短板、推动可持续发展的综合性工程。它结合城市基础设施生命线安全工程，推进老旧管网更新改造，系统提升房屋建筑安全水平，增强城市防灾减灾能力，夯实安全韧性的城市基础。同时，通过生态修复和节能改造，协同推进减污降碳与生物多样性保护，将绿色低碳理念融入社区生活细节。

（二）增长引擎：建设可持续的创新城市

在传统增量开发模式动能减弱的背景下，城市更新为扩大有效内需、稳定宏观经济提供了新动力。其作用主要体现在投资与消费两端。

在投资端，城市更新引导投资向高质量、可持续的领域。城市更新投资聚焦于提升城市核心综合承载能力与运行效率。这类投资规模大、准公共属性强，不仅能有效缓冲房地产投资下滑影响、带动上下游产业复苏，更通过优化产业空间布局，为科技创新和现代服务业培育集聚空间，实现经济与社会效益的共赢。

在消费端，城市更新为扩大内需注入动力。城市更新通过住房与城市空间的改善，从根本上释放了居民多元消费潜力。不仅直接撬动家电、家装等大宗消费，也通过完善社区商业、养老、文体等公共服务，全面激活社区服务型消费，形成内需增长的持续动力。

（三）永续发展：建设智慧、文明的高品质城市

城市更新的深层价值，还体现在推动城市治理现代化、文化传承与软实力提升的整体演进中。

在“智慧”层面，城市更新是推行现代化治理的重要契机。它借助空间改造同步推进数字化基础设施建设，优化交通与职住布局，增强城市群的经济集聚功能，为科技创新等新质生产力领域注入显著的正外部性。

在“文化”层面，城市更新强调保护与发展的有机统一。通过完善历史文化保护传承与风貌管理机制，保留城市独特的历史文脉、肌理与景观特色，在现代化进程中延续人文底蕴、塑造有辨识度的城市形象，实现高质量发展与文化魅力协同共进的长期目标。

二、城市更新面临的挑战

相较于传统商品房开发，以城市更新和存量盘活为核心的新模式在投融资逻辑上发生了根本性转变。然而，这一理想模式在实践中仍面临一系列严峻挑战，这些挑战主要源于其准公共属性与市场化运作之间的内在张力，具体可归纳为内在的融资困境、中观的金融错配和外部制度滞后三个层面。

（一）根本困境：项目公益性难以通过市场化实现收益转化

城市更新最核心的挑战在于其强烈的公益属性与市场化融资逻辑之间存在本质冲突。此类项目通常投资规模大、回报周期长、现金流回报偏低，内生的商业可持续性较弱。这些项目的社会效益远高于项目自身的财务收益，却难以被实施主体通过市场机制有效捕捉和货币化。

在缺乏相应政策补贴的情况下，社会资本基于传统财务评估模型，资金难以自平衡问题导致市场参与的积极性有限。需要明确的是，这并非项目自身缺陷，而是准公共产品的固有特征，因此必须构建一套超越纯商业逻辑的新型投融资评价与支持体系。这一根本矛盾，也是城市更新融资困难的根源所在。

（二）金融错配：短期信贷资源与长期资产收益之间的结构性错配

在根本困境之外，城市更新还面临金融供给与项目需求之间的严重错配。一方面，存在明显的期限错配。保障性租赁住房等城市更新项目通常需 20 年或更长时间才能实现现金流回正，呈现“前低

后高”的特征。然而商业银行仍以3—5年期的开发贷为主要产品，风控高度依赖抵押物的短期变现能力。这种“短期化”资金供给难以满足项目对长期、稳定、低成本融资的需求。尤其在房地产市场下行时期，早期预测中的租金和资产价值预期往往未能实现，使得期限错配风险进一步放大。

另一方面，存在主体与融资工具之间的适配错配。城中村改造往往涉及集体土地和复杂产权关系，项目自身难以作为合格抵押物，融资严重依赖实施主体的信用资质。该限制将大量社会资本排除在外。同时，专项债、专项借款等政策性融资工具仍缺乏全国统一的使用标准和审批规范，地方执行差异较大，增加了项目融资的政策不确定性，严重影响长期投资的稳定性。

（三）制度滞后：旧有的政策框架难以支撑新模式的实践

城市更新的第三重挑战来自于配套制度的系统性滞后。城市更新涉及土地、财税、法律等多个制度层面，然而目前专门针对城市更新的政策体系尚未健全，实践中往往套用原有增量开发时期的规则，出现“新事老办”现象，显著推高了制度性交易成本，形成系统性摩擦。

在土地政策方面，集体建设用地的入市机制仍存在关键堵点。产权结构复杂和法律界定模糊不仅阻碍抵押融资的有效开展，还导致项目前期谈判周期长、沟通成本高，带来显著的不确定性。无论是早期“一二级联动”开发中的委托代理风险，还是当前“净地出

让”中可能新增的地方政府隐性债务，均反映出集体土地性质转变或直接土地入市等相关法规体系亟须完善。

在财税与会计政策方面，制度供给与实际需求脱节的问题尤为突出。尽管目前已出台针对保障性租赁住房的税收优惠，但在城中村改造涉及的拆迁补偿、统租运营、资产重估等复杂环节，仍普遍沿用传统商品开发的财税处理方式，未能体现其准公共属性和存量盘活的特点。因此，亟须建立一套符合城市更新特性的财税支持体系和会计处理规则，以增强市场参与意愿和项目财务可持续性。

三、构建城市更新的系统性金融支持

以城市更新为核心路径，以“保障+市场”为双轨原则的存量资产盘活，其成功实施高度依赖于一套完整、协同、高效的金融支持体系。面对深刻的结构转型与发展模式变革，零散、孤立的金融工具创新已难以满足系统性需求。必须从重构投融资主体、创新全周期金融工具、完善配套政策三个核心维度协同推进，构建能够有效支撑房地产新发展模式的系统性金融解决方案。

（一）重构专业的投融资主体

城市更新项目具有较强的准公共属性，单纯依靠市场机制难以统筹社会效益与经济效益。因此，应构建一个政府引导、多元参与、权责清晰、功能互补的专业化投融资生态系统。这首先要求在国家、地方、市场三个层面，重构权责清晰、功能互补的专业化主体。

在国家层面，可探索组建国家住房政策性金融机构，参考美国“两房”、中国香港按揭证券有限公司的成熟运作模式。该机构应专注于住房领域的政策性投融资业务，通过发行由国家信用背书的长期债券，为城市更新提供规模大、成本低、期限稳定的资金支持，并对商业银行相关贷款提供增信，发挥金融体系“稳定器”的作用。

在地方层面，应推动成立区域性的城市更新与住房保障专营机构。借鉴新加坡建屋发展局（HDB）、日本都市再生机构（UR）的成功经验，整合现有的地方国资平台资源，赋予其区域内城市更新项目的投融资、建设、运营等一体化职能，以专业化、市场化方式推动项目高效落地，确保公共政策目标与市场运作的有效结合。

在市场层面，应积极培育和引入长期资本与专业运营机构。设立不动产投资与管理机构，通过成熟的基金化管理模式，引导保险资金、养老金等长期资本参与城市更新。这类“耐心资本”与城市更新项目的长期现金流特征高度匹配，是社会资本参与的重要力量。

（二）创新全周期的金融工具

在建立专业化投融资主体的基础上，须针对城市更新项目全生命周期不同阶段的特征，构建多元化、多层次、全覆盖的金融工具组合，有效引导社会资本参与。

对于公益性强的项目，应强化政策性资金的引导和托底作用。中央财政与超长期国债应为这类项目提供必要的资本金支持。在此基础上，政策性金融机构须设立城市更新专项借款，为项目的改造

培育阶段提供超长期、超低息的贷款，为市场化开发提供先导性支持，并以此撬动商业性金融机构和社会资本的后续介入。

对于有现金流能力的项目，应重点发展与资产属性相匹配的金融产品。鼓励商业银行、保险公司等机构设计针对性融资方案，并探索中央住房政策性金融机构进行增信。同时，应加强政策性金融与商业金融的协调配合，明确各自支持的重点领域和阶段，形成功能互补、风险共担的合作机制。

此外，应大力推动资产证券化，打通存量资产的退出渠道。积极支持产权清晰、运营稳定的城市更新项目通过公募与私募 REITs 发行退出；对于产权结构复杂的城中村改造项目，可探索以未来经营收益权作为基础资产发行 ABS 产品，增强资产流动性，实现资金良性循环。

（三）完善系统性的配套政策

金融支持体系的有效运转离不开配套政策的系统支撑。需要在土地、财税、法律等领域进行协同改革，为城市更新创造稳定、透明、可预期的制度环境。

在土地政策层面，重点在于稳定长期预期与明晰产权安排。应明确存量项目土地使用权的续期规则，为长期投资提供确定性。同时，须改善集体土地转为国有建设用地的制度衔接，探索集体土地直接入市的配套政策，为城市更新扫清基础的产权障碍。

在财税与会计准则层面，须构建适应存量运营的新体系。须借鉴国际经验，针对城市更新资产的超长经济寿命，研究制定更为科学的折旧与摊销会计政策，如适度延长固定资产折旧年限，以更真实地反映资产价值，改善项目早期的财务表现。在税收上，应参照公共租赁住房的免税政策，尽快出台针对保障性租赁住房的专项税收优惠；并针对城中村整治项目，研究将集体土地上的相关住房在满足标准后，纳入保障性租赁住房税收优惠体系的可行性。

在行政审批与法律保障层面，应致力于提升效率与降低制度性交易成本。地方政府应将城市更新，特别是涉及公共利益的项目，纳入公共基础设施项目管理范畴，在土地收储、项目征拆、规划报建等方面探索差异化的简化流程，以降低制度性交易成本，稳定金融机构的投资信心。

（作者：作者郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心高级研究专员，刘永元为共青团深圳市龙华区委员会书记。）

本文首次刊发于《清华金融评论》2025 年 10 月刊。

联系人： 韩梦楠 邮箱： hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
