

研究报告

(2026 年第 3 期 总第 65 期)

2026 年 8 月 17 日

城中村存量资产盘活的金融创新

——基于经营收益权的探索

不动产金融研究中心

魏晨阳 郭翔宇 雷童¹

【摘要】“十五五”规划纲要明确提出高质量推动城市更新，存量发展背景下整治提升成为城中村改造主方向，公募REITs试点纳入城市更新设施，为城中村存量资产资本化提供历史契机。城中村资产经改造提升后可产生长期稳定收益，具备可定价、可交易的商业价值，却因产权瑕疵、现金流压力、退出机制三重障碍难以资本化退出。本文提出以经营收益权为底层资产发行REITs，以长期经营协议锁定现金流，以政府协调和行政认定构建合规体

¹ 作者：魏晨阳、郭翔宇（通讯作者）、雷童，清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心，邮政编码：100083；邮箱：guoxy@pbcfsf.tsinghua.edu.cn。

系，并从前置合规、资金支持、估值衔接三方面提出政策建议，
为城中村存量资产实现全周期金融循环提供可行路径。

【关键词】城中村改造；存量资产盘活；经营收益权；REITs

Research Report

August 17, 2026

Financial Innovation for Revitalization of Stock Assets in Urban Villages: Exploration Based on Operating Revenue Rights

Research Center for Real Estate Finance

WEI Chenyang, GUO Xiangyu, LEI Tong

Abstract: Against the background of stock-asset-oriented urban development, renovation and upgrading have become the mainstream direction of urban village regeneration, and the inclusion of urban renewal facilities in the pilot of public REITs has created a historic opportunity for the capitalization of stock assets in urban villages. Renovated urban village assets can generate long-term and stable earnings and possess commercially valuable attributes of pricing and trading. However, their capitalization and exit are hindered by three major obstacles: unclear property rights, cash flow pressure and inadequate exit mechanisms. This paper proposes issuing REITs with

operating revenue rights as the underlying assets, locking in cash flow via long-term operating agreements, and establishing a compliance system supported by government coordination and administrative recognition. Furthermore, relevant policy suggestions are put forward from three aspects: pre-compliance management, financial support and valuation integration. The research provides a feasible path to realize a closed-loop financial cycle for the revitalization of stock assets in urban villages.

Keywords: Urban Village Reconstruction; Revitalization of stock assets; Operating Revenue Rights; REITs

一、城中村存量资产对接资本市场的三重障碍

城市更新已成为新时代城市高质量发展的国家战略核心，而城中村改造则是其中兼具民生改善与资产盘活双重功能的关键领域。《2026 年国务院政府工作报告》将“高质量推进城市更新，稳步实施城镇老旧小区、城中村等改造”确立为推动新型城镇化的重要路径，释放出以存量优化驱动增长的重要政策信号。据住建部数据，“十四五”时期城市更新项目投资约 15 万亿元，业内预计“十五五”时期城市更新将拉动投资 20 万亿元，其中城中村及危旧房改造将拉动约 2.5 万亿元投资，约占城市更新总投资的 12.5%（亢舒，2025），体量可观。大规模投资背后，改造模式的转型已成为关键命题。

我国城市发展已从增量扩张迈入存量盘活新阶段。过去的城中村改造多采取大规模拆除并重新规划建设拆除新建模式，盈利来源在于土地增值与物业销售，资金在开发完成后一次性回笼，对市场周期高度敏感。在房地产市场深度调整的当下，拆除新建模式不仅经济可行性不确定，更因大量存量资产不具备拆除条件而难以普遍适用。此背景下，不拆除而直接对存量资产进行改造的整治提升模式，逐渐成为城中村改造的重要方向。该模式下，运营机构从村集体或村民手中租赁房屋，在保留原有建筑结构的基础上，通过整体功能提升与局部改造实现存量盘活，改造后可用于租赁住房、配套商业等综合用途。相较于拆除新建，整治提

升能以更低的社会经济成本实现资产焕新，兼具历史文脉保护功能，社会效益显著。

整治提升与拆除新建的资金逻辑存在本质差异。不同于拆除新建通过开发销售实现一次性回款的模式，整治提升是运营导向的长期现金流模式，商业模式呈现典型的前期集中投入、后期长期回报的特征——运营机构需先期承担房屋加固、管网改造、消防提升等刚性成本，而改造后的租金收益需数年才能逐步释放。这种先支后收的现金流时序与市场化资金的投资逻辑存在天然冲突。无论是运营机构的自有资金，还是来自金融机构或投资人的资金，不同类型的市场化资金往往要求投资回报能够在合理期限内兑现，若缺乏匹配的商业模式与配套金融工具支持，资金往往望而却步，使项目推进面临巨大压力。若能通过机制设计，将未来长期稳定的现金流在当期完成折现，一定程度可适配投资人的退出周期需求，吸引更多社会资本参与改造。2025年12月，公募REITs将城市更新设施正式纳入试点范围，能为这种现金流折现的模式假设提供历史性工具支撑，对整治提升商业模型的完善起到正向作用。

然而，城市更新REITs工具能否顺畅应用到实际项目中，试点工具的出现能否真正达成项目与资本市场的对接目标，仍需较长时间的探索和相关机制的迭代完善。截至目前，受限于城中村存量资产及盘活方式的特殊性，其在对接资本市场时仍然面临三重根本性障碍。

一是产权合规困境。公募 REITs、银行信贷等金融工具对底层资产的准入要求以权属清晰、来源合规为前提。然而，城中村存量资产大多存在产权瑕疵，这一困境根植于其历史形成轨迹与现行法定确权体系之间的深层错位。这类土地多属集体所有，宅基地使用权受限于集体经济组织成员身份，不得向外部主体流转；即便是可入市的集体经营性建设用地，其上建筑物亦普遍缺失合法报建手续，消防、验收等环节存在历史遗留问题。从现行政策看，为这类资产进行产权确权存在一些通道，但其适用范围极为有限。各地历史遗留问题处理政策通常以房屋建成时间划界，早于 20 世纪特定年份的房屋可通过简易程序确权，而后期建成的则必须具备完整用地、规划、验收等手续，使大量后期建成的无证建筑被排除在可确权范围之外。即便一些资产具备确权的政策条件，实际推进中仍面临操作难题。经济层面，确权伴随的土地价款补缴、行政处罚等支出可能高达项目总投资的三至四成；时间层面，房屋历史档案缺失叠加需要跨部门联合审核，办理流程复杂且周期漫长。这些因素使得这一路径对微利运营的城中村项目而言，在经济上难以承受、在时间上难以把控。由此可见，合规身份的缺失，成为资产进入资本市场的前置性约束。

二是项目在投融资与运营端面临现金流压力。投资端，城中村整治提升前支后收的商业模式，使运营机构仅靠有限的自有资金难以完成存量资产盘活。融资端，虽然社会各界在持续探索对城市更新进行资金支持的方式，但目前流向城中村存量资产盘活

的资金仍然不足且供给结构错配。政策性资金层面，中央预算内投资、地方财政专项补助等无偿资金主要投向管网改造、历史街区修缮等公益性部分；超长期特别国债等成本极低的资金也主要投向民生、安全类设施；专项债券、政策性银行贷款虽然期限最长可达 20-25 年，但对项目自身经营情况的要求及审批门槛均较高，在项目初期覆盖面仍然有限。市场化信贷资金层面，城中村资产缺乏合规产权证明，难以满足商业银行对抵质押物的传统要求，即便获得支持也多为 3-5 年的短期流动资金贷款，与项目动辄十余年的投资回收周期严重错配。社会资本层面，由于城中村项目目前尚未形成良性金融循环逻辑，市场化投资人普遍持观望态度。运营端，改造后的资产无论是用于商业还是保障性租赁住房（简称“保租房”），长期保持出租率与租金收入稳定均是考验，新改造项目往往缺乏足够运营记录来证明现金流韧性。加之所有权与经营权分离的治理结构下，运营机构实际负责项目管理；而村民既关注收益分配又在乎话语权，一旦利益分配不平衡，可能演变为经营干扰甚至单方面撕毁协议，直接触发现金流断流。投资、融资端的资金短缺与运营端的收益波动相互叠加，易使项目陷入现金流紧张困局，导致大量城中村盘活项目停滞在规划阶段，或依赖有限的资金勉强推进，难以规模化发展。

三是退出端与公募 REITs 市场存在对接堵点。即使项目在现金流层面实现自主平衡，如何通过公募 REITs 实现资本退出仍是难题。从市场现状看，城中村改造后的资产用途多为租赁住房、

配套商业等，其底层资产看似与已有的保租房、消费基础设施等产权类公募 REITs 相似，实则此类产品的发行路径难以走通。一方面，产权类公募 REITs 要求底层资产产权清晰，而城中村资产的产权合规难题前文已作论述。另一方面，城中村改造后的资产往往承担着一一定的公共服务功能，依赖微利运营，收益水平难以与纯市场化资产相比，与产权类公募 REITs 基于市场化收益构建的投资回报预期存在偏差。此外，产权类公募 REITs 的税负成本高昂，足以颠覆城中村改造项目的经济可行性。当原始权益人将改造后大幅升值的存量资产注入公募 REITs 时，需按 30%-60% 的累进税率缴纳土地增值税，业内测算该税负约占转让收入的 16%-20%（方净植，2025）。尽管改制重组暂不征收政策提供了土地增值税递延可能，但执行门槛较高，使持有方面临较大制度成本，发行公募 REITs 的意愿较低。

以上三重障碍的深层根源，在于城中村存量资产的价值形态与金融工具体系之间存在错位，不是资产没有价值，而是现行金融市场体系尚未建立起识别和接纳这类资产的有效通道。这些资产因产权身份的缺失而被排斥在资本市场门外，即便有的项目可以围绕产权合规性展开制度修补，试图通过所有权确权、完善手续来消除合规瑕疵，也将面临经济可行性与制度成本的制约。上述问题的叠加，使围绕产权合规性探讨城中村存量资产的盘活，面临巨大的制度设计难题，并且不具有地区间、项目间的普遍适用性。如何在尊重资产历史形成事实的前提下，以更低成本、更

高效率的方式实现价值形态的转化，成为城中村存量资产盘活亟待突破的核心命题。

二、路径创新：构建基于经营收益权的资产认定逻辑

要想使城中村存量资产盘活满足合规要求且拥有经济可行性，沿产权完整性的传统思路求解难免陷入困境。尽管这些资产存在产权瑕疵，但其通过改造提升后产生的长期稳定经营收益，本身就具有可被定价、可被交易的商业价值，为突破困局提供了可能。

为激活这一价值，需要重点探讨能否将改造后的城中村存量资产定位，从产权类产品转向经营权类产品。事实上，公募 REITs 的制度框架中并非只有“产权类”这一条通道。早在 2021 年公募 REITs 试点初期，《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》(发改投资〔2021〕958 号，简称“958 号文”)即明确规定：“基础设施项目权属清晰的条件包括发起人直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权。”这意味着，经营收益权在 REITs 发行层面与所有权、特许经营权具有同等法律地位，从理论与实践层面均能论证其可落地性。

法理层面，经营收益权虽不同于所有权，但与特许经营权相似，均属于可支配收益的权利。实践层面，收费公路、清洁能源等特许经营权 REITs 的先行实践已证明，稳定的经营权完全可以成为独立、合规的底层资产。特许经营权 REITs 的底层资产并非不动产所有权，而是基于特许经营协议产生的稳定现金流。即便

不动产资产存在权属瑕疵，通过定制化的合规手续亦可化解。例如嘉实中国电建清洁能源 REIT，其不动产资产缺失部分权属文件，但通过政府出具说明函、原始权益人出具承诺函成功发行。这一案例为城中村资产对接 REITs 提供了可借鉴路径。工具层面，REITs 的本质是将未来多年的现金流证券化，而非基于资产所有权进行证券化。只要底层资产能实现现金流可预测、风险可隔离，即具备工具层面的可行性。

基于此，本文探索构建适用于城中村存量资产盘活的经营收益权 REITs 新范式。范式设计需同步解决两个核心问题，一是如何为城中村存量资产搭建稳定的经营收益权 REITs 模型，二是如何保障底层资产的合规性。

（一）经营收益权 REITs 模型设计

城中村通过整治提升盘活存量，实质是政府将社区公共管理与房屋供给的职能授予专业运营机构，由其与产权单位签订协议并取得完整的出租经营权和收益权。958 号文对经营收益权的明确认可，为运营机构成为多层次 REITs 体系的原始权益人提供了法理基础。因此，可构建如下模型：城中村存量资产的底层所有权仍归属于村集体或原村民，不进入 REITs 资产包；区政府或街道将区域内的整治提升收益权、保租房或商业等设施的经营权，授予具有运营能力的 SPV 公司，SPV 公司可由专业运营机构与村集体共同成立；SPV 公司与村集体签订不低于 20 年的长期经营权协议，取得完整的出租经营权和收益权；REITs 买入的是 SPV 公司在经营

权协议下的净现金流收益。在此模式下，REITs 的安全性可借鉴嘉实中国电建清洁能源 REIT 的模式，由“政府支持+行政认定+封闭管理现金流”共同保障，而非基于传统的不动产权证。

为防止村民权属违约或干扰经营，SPV 公司可与村集体建立“固定收益+超额分成”的利益联结机制，并在经营权合同中约定政府作为最终协调方，若因权属问题导致经营中断，由政府部门牵头协调解决，相关补偿机制可依托既有城市更新专项资金予以安排。这种模式已有典型的实践案例。厦门四口圳社区通过“政府引导、街村主责、国企运作、村民自治”的协同治理机制，由村集体通过租赁方式引入社会资本，再由社会资本运营管理保租房。运营机构与村集体签署 20 年租赁经营合同，将村民对土地的权益转化为长期股权收益，实现了村民从普通居民向项目股民、从被动出租方向利益共享方的转变。

需要特别指出的是，集体用地资产证券化在政策层面已获得突破。2025 年 4 月，全国首单集体经济类 REITs 项目获批，底层资产为苏州工业园区娄葑街道的一处集体产业园，由园区投控提供增信。这一案例表明，集体经济组织持有的经营性资产可以通过资产证券化实现盘活，为城中村存量资产对接资本市场提供了可参照先例。

（二）基于差异化用途的合规路径

稳定的经营权结构确立后，还需为不同用途的改造项目匹配差异化的合规认定机制。城中村更新改造后用途多元，如保租房，以及工

业厂房、公共设施用房等改造为商业、文创等经营性用途。需要强调的是，并非所有城中村存量资产都具备合规化改造基础，如占用生态保护红线、永久基本农田的房屋，存在严重安全隐患且无法通过整治消除的房屋，以及其他违法建设、权属关系复杂且难以确权、存在侵占集体资产等情形的资产，不在本文讨论的盘活范围之内。以下路径仅适用于历史遗留问题相对清晰、具备通过行政认定程序获得合规身份潜力的项目。

保租房因较强的公益属性可获得最为明确的政策支持。《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22号）倡导各类政策支持租赁住房“符合规定的均纳入保障性租赁住房规范管理”（简称“纳保”），并于纳保后“享受不补缴土地价款等国家对于保障性租赁住房的专门支持政策”。这一豁免的核心价值在于，它使城中村资产绕开土地用途变更导致的高额补缴费用，使微利运营成为可能。在地方实践层面，根据《深圳市保障性租赁住房项目认定办法（试行）》，光明区安居微棠瓦窑头片区改造等城中村整治提升项目成功获得《保障性租赁住房项目认定书》，可凭认定书由相关部门办理新建项目立项、用地、规划、施工、消防等手续，并按规定享受国家及省市财政、税收、金融和民用水电气价格优惠等支持政策。基于此，可探索由各地住建、发改、规自等部门联合审查出具认定书，用于替代产权证明以满足 REITs 审核要求做法，凭借稳定经营权的行政认定弥补所有权的完整性。申请条件包括房屋权利人清晰、不存在查封限制、质量安全合规等。

对于工业厂房、公共设施用房等改造为商业、文创等经营用途的城中村房屋，合规路径核心在于“临时改变房屋用途”审批机制。这

类资产在集体土地上普遍存在，其合规逻辑具有共性。从政策依据看，地方已有成功探索。天台县等地出台临时改变房屋用途办法或实施细则，为临时变更集体土地上村民委员会和村集体经济组织持有房屋用途提供了明确程序。各地实践中，此类改造需满足符合规划、权属清晰、经村集体民主决策等前置条件。在程序上，由规自、住建、消防等部门联合审查，出具《准予临时改变房屋用途决定书》；在成本上，按经批准临时改变用途的建筑面积，一次性缴纳土地收益金，期限一般不超过5年并可申请延续。该机制核心价值在于将临时改变房屋用途批准文件作为权属合规性证明，使项目获得合法经营身份。建议在城中村存量资产盘活中积极探索该机制，并尝试在REITs审核中以此替代传统不动产权证。同时，建议采用按年度缴纳土地收益金的方式，替代一次性补缴土地出让金，将前期资金压力分摊至运营期各年度，借此与经营收益权REITs聚焦特定期限收益权的逻辑相契合。

以上两方面探索为具备相应条件的城中村存量资产提供了盘活思路，其核心在于使城中村存量资产实现从产权依赖向经营收益的逻辑转换。对于历史遗留问题相对清晰、具备通过行政认定程序获得合规身份的项目而言，经营收益权模式的优势在于，它不必追求产权证明的完美无瑕，只需通过长期协议锁定持续稳定的现金流，且因不涉及土地使用权转让，可规避土地增值税的征收难题。同时，通过以“确权”替代“证权”的合规认定方式，以政府协调、协议锁定、利益捆绑层层加固经营权的稳定性，使原本产权模糊的城中村存量资产，在资本市场上呈现出权属清晰、可预期、可交易的法律状态。

三、模式推演：以深圳城中村改造为保租房项目为例

为验证上述模式的可行性，本文以城中村存量盘活需求较大的深圳为例，推演某城中村项目在经营收益权模式下的现金流逻辑。假设该项目采取整治提升模式，改造后用途为保租房，由国有企业与村股份合作公司共同设立 SPV 公司，与村集体/村民等业主方签订 20 年经营权协议。

收入端，项目初始有效租金参照同地段市场约九折水平，运营期内根据租金变化预期进行适度调整。支出端则涵盖向业主方支付的房源收储租金、初始改造成本、周期性维修翻新、运营维护支出、资金成本以及税费等。

在向业主方支付房源收储租金环节，为平衡业主方利益与运营稳定性，项目设计“固定收益+超额分成”机制：在运营初期支付约定的固定租金，待项目毛利达到一定门槛后，超出部分按比例与业主方共享。这一安排将村集体和村民从被动收租方转化为利益共享方，有效降低治理风险。同时，地方政府作为资产合规性的协调方，可出具支持函，明确在因权属问题导致经营中断时，由相关部门介入协调，并协助启动既有的城市更新专项资金安排。这一安排将村民的短期利益与长期运营绑定，有效降低村民干扰风险。

此处对关键税费作简要说明。增值税方面，根据国家层面的《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》及深圳市层面的《关于实施住房租赁税收优惠政策有关事项的通告》，住房租赁企业向个人出租住房所获收入的增值税可选择适用简易计税方法，按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳。所得税方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》，

企业所得税可弥补亏损期为 5 年，此后无论亏损额度是否剩余，将不再结转，企业需正常按当年所得缴纳所得税。

根据如上推演原则，假设项目纳保后可获得建设与运营成本补贴，并带来水电费、税费、融资等成本优化。代入一些深圳当地城中村整治提升的标杆项目数据（占思思等，2026），项目层面的内部收益率（IRR）在纳保后或可达 7% 左右水平。同时，提升项目的 IRR 还有较多手段和方式。从运营层面看，运营机构可进一步强化运营管理，例如配套一些商业、停车等设施，提供一些更精准化的增值服务，增强社群运营建设，在为项目创收的同时，也能增强租户黏性，提升续租率；同步通过绿色科技减少项目能耗，利用 AI 等技术降低多方面运营成本，增厚项目收益。从期限层面看，项目 20 年经营权协议的时间对公募 REITs 等资本市场的产品来说仍不算长，若能通过机制设计实现到期后顺畅续期，将有效提升项目整体的估值水平和对投资者的吸引力。从政策层面看，项目纳保后，若能配套更有力的金融支持、运营补贴或税收优惠，以弥补项目前期自偿性弱的问题，将对运营机构产生更强的激励作用。

此外，可探索在项目不同生命周期与不动产资本市场实现对接。借助 Pre-REITs、机构间 REITs 或公募 REITs 等多层次工具，项目的原始权益人和投资方能实现资金退出。在基金搭建方面，可以设计合理的股债结构以发挥利息支出的税盾作用；Pre-REITs 还能进一步通过私募基金的优先劣后分级设计，全方位提升基金层面的 IRR 水平以及现金流分配效率。

综上，通过机制设计以及管理水平的提升，上述城中村存量盘活项目有较扎实的基础达到资本市场的投资回报要求。以公募 REITs 的申报为例，上海证券交易所要求“不动产项目主要依托收费收入的，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于评估基准日 10 年期国债收益率上浮 300 个基点”。基于 10 年期国债收益率约 1.7% 的现状，经营收益权公募 REITs 的基金 IRR 应达到 4.7%。城中村存量资产通过经营收益权模式，可以在不依赖产权完整性的前提下，构建出满足资本市场收益预期的现金流结构。

四、政策建议

前文分析表明，城中村存量资产通过经营收益权模式对接资本市场，在逻辑上可行、在案例中可验。但这一路径的真正落地，仍需在现有制度框架内打通若干关键堵点。以下从前置合规体系、资金支持工具、估值与市场衔接机制三个维度提出具体建议。

第一，从源头入手构建前置合规体系，让资产在改造之初就具备可证券化的法律基础。建议从经营权赋予与合规认定两个层面协同推进。经营权赋予层面，推行“综合整治+运营权授予”的一体化招标，为增量项目提前锁定经营收益权。在项目推出时即同步明确经营权期限、范围、收益分配机制及政府协调责任，确保中标企业同时获得整治工程实施权和长期经营收益权。同时，推动村集体经济组织向现代企业制度转型，鼓励国资平台参与村集体 SPV 组建，通过交叉持股实现资产层面增信，逐步弱化对企业主体信用依赖，回归资产证券化本源。

合规认定层面，建立分层分类的“视同合规”行政认定机制，解决存量资产的产权替代问题。面对历史遗留问题相对清晰、具备通过行政认定程序获得合规身份潜力的项目，可由自然资源部牵头出台指导意见，明确保障性租赁住房项目认定书、临时改变房屋用途批准文件、集体建设用地使用协议等，在 REITs 审核中可作为权属合规性证明，替代对传统不动产权证的刚性要求。对于规划建设手续不全的历史遗留问题，允许区县政府出具有限期支持函，明确将积极协调相关部门协助完善手续。因非经营性的权属问题导致项目终止的，可依托既有城市更新专项资金，按相关规定对符合条件的项目给予适当的风险分担支持。

第二，资金端，应充分发挥城中村改造作为“两重”建设的战略属性，构建财政、信贷、税收三位一体的立体化支持体系。在财政与信贷层面，应推动更大范围的资金工具创新。一方面，积极设计和运用超长期限、超低成本的政策性专项金融工具，争取超长期特别国债、地方政府专项债券等工具对城中村存量盘活项目的支持，将覆盖范围从传统的基础设施、路网建设等公共区域，拓展至安全加固、消防设施、改造装修及社区服务等领域；研究设立由中央财政出资、国家层面统一管理的城市更新引导基金或财政贴息专项资金池等。另一方面，落实政策性银行专项贷款的长期低息优势，同时通过窗口指导等方式提升商业银行对经营收益权质押贷款的认可度，将其纳入合格抵质押物范畴。通过多元资金注入，有效降低企业前期自有资金投入比例，激励更多

市场主体从短期开发转向长期运营，也能向资本市场传递政策加持的明确信号，增强投资人信心，逐步形成良好的投融资生态。

在税收层面，需推动优惠政策精准落地。一方面，需正视行业投入高、回报慢的客观规律，延长企业所得税的补亏年限。现行企业所得税亏损弥补期限最长5年，难以覆盖城中村改造项目普遍的长培育周期。建议将符合条件的改造运营企业的亏损结转年限延长，允许前期投入在更长周期内抵扣应税利润。这种更具包容性的税制安排，将直接提升长期资本的参与意愿。另一方面，应加大保租房等重点扶持领域的税收优惠力度。当前住房租赁企业运营的市场化租赁住房与保租房，在税收待遇上尚未形成梯度区分，例如两者均适用增值税按5%征收率减按1.5%、房产税减按4%计算的同一标准。而与保租房同属住房保障体系的公共租赁住房，则享有免征增值税、房产税等更大力度的优惠。这一差距表明，保租房的税收优惠政策仍有进一步发力空间。

第三，完善经营收益权 REITs 估值与多层次市场衔接机制，疏通价值实现的制度堵点。经营收益权作为一类新兴的 REITs 底层资产，其价值发现和流转通道尚不健全。建议监管机构制定此类资产的估值指引，一要重点明确经营期限的确定规则，以经营权协议剩余期限与 REITs 存续期孰短为原则，考虑适度提升续约可能性较高项目的估值；二要厘清现金流预测边界，强制要求提供乐观、基准、压力三种情景的测算结果；三要分层安排折现率取值，根据不同用途、地段、治理结构等因素给出参考区间，城

城中村项目可适度上浮以反映特殊风险，但需明确风险定价的量化依据。同时，应建立多层次 REITs 市场之间的转板衔接机制，允许运营满三年、达到公募发行条件的私募产品通过简易程序转为公募，降低重复审核成本，并在 Pre-REITs 阶段即锁定公募退出预期，形成资本接力闭环。

五、结论

城中村存量资产盘活发行经营收益权 REITs，本质上是将低效沉淀的社会资产转化为可交易、标准化、能增值的金融基础设施。这不仅是一个融资技巧问题，更是城市更新逻辑从持有向经营转变的深层制度创新。面对城中村存量资产对接资本市场的难题，本文的核心观点如下：以经营收益权替代产权要求，以政府协调、行政认定替代产权证明，以长期经营权协议锁定稳定现金流，以从 Pre-REITs 到公募 REITs 的接力打通全周期金融循环。

当社会资本发现城中村可通过运营溢价转化为资本市场的投资组合时，城中村存量资产盘活将彻底告别单一资金投入旧模式，进入高水平金融大循环时代。通过金融全周期的接力设计，城中村改造将逐步形成自主持续的资金循环，真正建立起“投、融、建、管、退”的模式闭环。城中村通过经营收益权衔接资本市场，正是中国城市更新金融创新的关键方向。

参考文献：

- [1] 亢舒. 充分发挥城市更新的带动作用 [N]. 经济日报, 2025-09-10 (006).
- [2] 方净植. 我国 REITs 税收制度：优化空间与完善策略 [J]. 税务研究, 2025, (12): 89-95.
- [3] 占思思, 王妍, 林宇敏. 供需匹配导向下深圳城中村品质化改造路径探索 [J]. 城市观察, 2026, (01): 92-108+162.

（作者：魏晨阳为清华大学五道口金融学院院聘研究员、清华五道口全球不动产金融论坛秘书长，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究总监，雷童为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究专员）

本文首次刊发于《中国房地产金融》2026 年第 3 期

联系人：韩梦楠

邮箱：hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
