

城投企业参与城市更新业务的路径探索与风险研究 — 基于《城市更新“十五五”规划》视角

联合资信 公用评级二部 | 程畅威 | 王菁 | 李琳

“十四五”期间我国城市更新取得阶段性成效，但收益水平偏低、“以地养更”模式失效、专项债收益门槛与项目公益属性错配等问题凸显，资金端“算账难”成为制约新阶段城市更新高质量落地的重要瓶颈。《城市更新“十五五”规划》从决策逻辑、价值逻辑、资金逻辑三大方面实行变革，更新方向转为民生需求及存量提质，并建立起中央财政、地方专项债、政策性金融、市场化融资、配套融资工具在内的五级资金体系，各类资金门槛、成本逐层抬升，市场化属性逐步增强，整体向高能级城市、优质主体、可自平衡项目集中。伴随市场化信用定价深化，城市更新资金端向头部城市集中、强弱分化的格局或将持续固化。强省会/中心城市作为本轮城市更新战略的核心承载区，可适度开展规模化城市更新，凭借融资渠道完备、基本面优异等优势，整体风险相对可控；普通地级市城投企业宜以轻量化微更新为主，防范项目与区域禀赋错配引发的流动性风险；人口流出型市（县）域城投企业面临融资渠道、资产质量、债务空间同步收缩的约束，应以存量盘活、小微民生更新和安全保障补短板为方向，审慎轻量化运营为较优路径。城投企业布局城市更新应当兼顾区域禀赋与自身债务承受边界，摒弃粗放重投资路径，以项目收益和债务风控为前置条件，审慎把控投资节奏和规模，实现城市更新业务的稳健可持续发展。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



引言

2026年5月，国务院印发《城市更新“十五五”规划》（国发〔2026〕12号）（以下简称“《规划》”），这是我国城市更新领域首部国家级五年专项规划，《规划》提出了10项主要指标、23项重点任务、7个方面政策举措、14项重大工程和行动，标志着我国城市建设正式告别增量扩张模式，进入存量提质、分类施策阶段，运作规则与城投参与格局均面临系统性调整。“十四五”期间，城市更新项目普遍面临收益平衡难度大、运营效果不佳等问题，多地项目停滞，加重了城投企业的债务负担与流动性压力。针对上述问题，《规划》改变了原有普惠式粗放建设导向，确立效益优先、量力而行的原则，并将城市更新业务与城投市场化转型、地方政府债务管控挂钩。

本文拆解《规划》的政策与投融资逻辑变化，分类研判不同区域城投参与城市更新的路径与风险边界，为城投企业可持续、高质量参与城市更新业务提供参考。

一、“十四五”城市更新实践回顾与核心问题

“十四五”期间我国城市更新取得阶段性成效，但仍面临项目收益水平偏低、传统“以地养更”模式失效、专项债收益门槛与项目公益属性错配等问题，导致城市更新项目可持续性普遍偏弱，资金端“算账难”成为制约新阶段城市更新高质量落地的重要瓶颈。

“十四五”期间，我国城市更新累计完成投资约15万亿元，根据2026年6月国务院政策例行吹风会披露信息，“十四五”时期，全国累计改造城镇老旧小区24万多个，惠及居民群众约1.1亿人，加装电梯12.9万部，增设养老、托育等社区服务设施6.4万个，建设“口袋公园”1.8万多个、城市绿道2.5万公里，建设改造城市地下管网100万公里，城市更新取得阶段性成果。但实践中的资金保障、更新模式、民生服务、法规体系等深层次问题逐步凸显，其中资金端“算账难”是制约项目落地的重要瓶颈。核心根源为城市更新项目准公益属性与市场化融资逻辑的结构性错配，多数项目因收益无法覆盖成本而推进受阻，同时社会资本缺乏明确的回报机制与退出通道，参与预期持续走弱。以往城市更新可持续模式未能有效建立的原因并非单一维度的融资问题，而是项目收益、财政支撑、融资工具等方面相互制约、叠加承压的综合结果。

①项目收益水平整体偏低，自身造血能力不足。城市更新项目普遍周期长、投入大、直接经济效益有限，叠加新建规要求配套建设养老、托幼等低收益公共服务设施以及趋严的容积率管控要求，进一步压缩项目盈利空间、封堵增量平衡路径。以上海2018—2022年中心城区旧改为例，项目征收总费用近7000亿元，但受旧改项目属性制约，资金回收周期长、收益不确定性高，资金缺口问题突出。同时，目前宏观环境

下部分城市商业地产空置率攀升、租金下行，进一步加剧项目收益不确定性，抑制社会资本参与意愿。

②**财政收支矛盾突出，传统“以地养更”模式难以为继。**“十四五”以来，房地产市场供需格局调整、土地出让收入回落，地方财政收支矛盾突出，以往依托经营性用地出让收益平衡更新投入的“以地养更”路径逐渐失效，地方财政通过土地增值反哺城市更新的空间被持续压缩，直接拖累项目推进。

③**专项债收益门槛与项目公益属性之间存在错配。**专项债通常要求项目收益覆盖本息 1.2 倍以上，而多数城市更新项目因经营性收入及其持续性不足，难以达标，导致部分民生刚需类更新项目无法获得专项债支撑，导致相关建设主体融资渠道受限。

④**通过市场化渠道融资难度相对较大。**随着城投债市场信用定价分化加剧，投资者意愿向经济发达地区和高信用等级主体倾斜，弱资质城投企业发债窗口收窄、融资成本抬升；城市更新项目投资周期长、现金流回笼慢，且 REITs 等权益类工具对底层资产现金流有持续稳定要求，多数城市更新项目短期内难以达到发行条件，市场化融资对大多数城投企业开展的城市更新项目而言的覆盖面较为有限。

除资金瓶颈外，实施模式上，部分地区仍存在“大拆大建、增量开发”的路径依赖，未严格落实“留改拆并举、以保留提升为主”的导向，部分项目偏重“面子”工程，对管网更新、基础配套等“内涵”工程投入不足，且更新资源集中于发达地区，中西部及三四线城市推进乏力。民生层面，更新改造多为自上而下推进，居民参与不足、诉求响应不充分，逐渐衍生出“重建轻管”问题。制度层面，相关专项立法及配套标准规范尚未完全健全，产权分配、腾迁安置等关键制度细则有待进一步细化。

二、城市更新的逻辑重构与资金体系

（一）顶层政策逻辑的三重转变

《规划》从决策逻辑、价值逻辑、资金逻辑三大方面实行变革，更新模式由政府任务驱动转向民生需求导向，由粗放式大拆大建转向存量提质治理，资金体系亦从土地财政依赖升级为财政、金融、社会资本协同的多元可持续格局。同时本轮城市更新强化“规划先行、量力而行”发展理念，推动城市更新进入高质量、规范化、可持续发展新阶段。

《规划》提出 10 项主要指标、23 项重点任务、7 个方面政策举措、14 项重大工程和行动，其中蕴含了发展逻辑、实施机制、价值导向的三重根本性变革。《规划》明确“因地制宜、分类指导，尽力而为、量力而行”的核心原则，改变了全国粗放式大拆大建的传统模式，推动我国城市更新正式从增量扩张阶段迈入存量提质、精细治

理的高质量发展阶段，重构城市更新的运行规则。

1. 第一重转变：从“政府想做什么”到“群众需要什么”——决策逻辑逆转。

“十四五”及更早阶段，我国城市更新整体以政府统筹的“自上而下”模式为主导，项目范围、建设内容及实施节奏多由政府规划直接确定，改造导向侧重量化任务落地，与片区实际短板、居民真实诉求存在一定错位，易出现重外观整治、轻功能提质的偏差。

2026年5月，国家住建部召开2026年城市体检工作部署视频会强调坚持“先体检后更新、无体检不更新”的刚性前置机制，将体检发现的问题作为城市更新的重点和依据。对此，《规划》将城市体检作为项目谋划的核心依据，系统摸排城市设施短板、安全隐患、民生诉求及资源底数，形成清单化项目储备。同时强化全流程多元主体参与，在体检评估、方案设计、落地监督等环节吸纳社会主体、居民及专业机构意见，由原有的任务导向模式变为以“自下而上”需求为导向的模式，实现从“政府配餐”转向“群众点菜”。

2. 第二重转变：从“地产逻辑下的大拆大建”到“治理逻辑下的存量提质”——价值逻辑重构。

过往城市更新依托拆除重建、容积率提升，依靠土地增值收益平衡投入，短期内可实现资金闭环，但长期面临城市风貌保护压力加大、财政债务负担累积、片区运营活力不足等问题。2026年5月，国务院常务会议指出“城市发展正从大规模增量扩张转向存量提质增效”。相较“十四五”时期，《规划》明显收缩大规模老旧小区改造类任务，民生保障、安全提升、功能完善类存量提质项目扩容，危旧房及城中村改造、历史建筑修缮等指标提升，城市数字化、应急设施、韧性城市建设纳入量化指标，反映了我国城市建设重心从“空间改造”逐步向“城市治理”转移，整体价值导向逐步转向兼顾民生品质、城市安全、资产保值等方面，城市更新正式进入内涵式提质发展阶段。

表1 城市更新“十四五”与“十五五”核心指标对比

指标	“十四五”	“十五五”
城镇危旧房改造	17.5 万套（间）	50 万套（间）
城镇老旧小区改造	24 万多个	11.5 万个
城中村改造	2387 个	4000 个
老旧街区厂区改造	6500 多个（街区）/700 多个（厂区）	1500 个（街区+厂区合计）
历史建筑修缮	约 1 万处	1.5 万处
城市地下管网改造	84 万公里	36.5 万公里
口袋公园/公园绿地	口袋公园 1.8 万多个	公园绿地提升 2 万公顷
城市绿道	2.5 万公里	/

指标	“十四五”	“十五五”
加装电梯	12.9 万部	/
增设社区服务设施	6.4 万个（养老、托育等）	/
应急避难场所改造	/	5 万个

注：“/”表示数据未获取或《规划》中未披露相关量化目标

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 第三重转变：从“土地财政主导”到“多元可持续投融资”——资金逻辑重构。

过往城市更新项目资金来源高度集中于财政直接投入与土地出让收益两条路径，财政资金受限于公共预算的刚性约束，难以覆盖大规模、长周期的更新需求，同时土地出让收益随房地产市场下行而持续缩减。**资金来源单一、可持续性不足，是导致“算账难”、项目停滞的最主要原因。**

《规划》以专章部署“构建可持续的城市建设运营投融资体系”，明确提出“完善财政支持政策”“优化金融支持措施”“积极吸引社会资本参与”，构建起**财政、金融、社会资本三方协同的多元投融资新格局**。在财政端，2026 年中央预算内投资城市更新专项 970 亿元、超长期特别国债 1600 亿元，中央财政连续三年以竞争性评审支持 50 个重点城市先行先试，中央支持规模合计超 3000 亿元。在金融端，2025 年国开行向城市更新领域发放贷款 7863 亿元，《规划》亦进一步推动符合条件的项目发行基础设施 REITs、资产证券化产品等。在社会资本端，《规划》明确“**谁受益、谁出资**”原则，构建政府、市场、居民资金合理共担机制，鼓励民营企业积极参与。资金结构方面，据经济观察网披露，本轮城市更新的财政类资金约占 25%~30%，政策性贷款占 30%~38%，属地国资自筹及引导基金占 20%~25%，社会资本（含民企投资、REITs 等）补充 12%~18%。其中国有企业主要承担片区统筹、征地拆迁及公共设施投建，民企则聚焦工程分包、智慧改造及运营服务等市场化细分环节。

风险控制方面，《规划》明确提出法治化、市场化的资金配置规则，严格约束新增隐性债务、盲目扩大资本开支的行为。《财政部办公厅 住房城乡建设部办公厅关于开展 2026 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知》（财办建〔2026〕14 号）亦明确要求申报城市“财力满足城市更新投入需要，地方政府债务风险可控，不得因开展城市更新形成新的政府隐性债务”。

（二）多层次资金体系成型，但区域分化显现

“十五五”期间已形成包含中央财政、地方专项债、政策性金融、市场化融资、配套融资工具在内的五级资金体系。中央财政资金需竞争性入围，专项债以收益自平衡为硬性门槛，政策性金融授信向经济大省倾斜，市场化融资信用定价分化导致弱主

体竞争空间收窄，配套融资则集中于高能级城市，下沉市场覆盖面有限。同时，社会资本通过债券及 REITs 认购、城市更新基金出资、BOT/PPP 模式参与等方式嵌入各层级，形成政策性资金托底、市场化资金跟进、社会资本补充的完整链条。此外，各类资金门槛、成本逐层抬升，市场化属性逐步增强，整体资金向高能级城市、优质主体、可自平衡项目集中，而县域及弱资质区域融资可得性持续走弱。伴随市场化信用定价深化，城市更新资金端向头部城市集中、强弱分化的格局或将持续固化。

“十五五”期间的城市更新资金来源大体可划分为包含中央财政、地方专项债、政策性金融、市场化融资、配套融资工具在内的五层梯度化体系。各渠道成本、门槛、市场化属性逐层递增，普惠性逐级递减。在此框架下，社会资本通过债券及 REITs 认购、城市更新基金出资、BOT/PPP 模式参与等方式嵌入各层级，形成“政策性资金托底、市场化资金跟进、社会资本补充”的完整链条。这一分层体系改变了基建投资普惠投放的传统格局，形成天然的城投企业筛选机制，亦成为城投企业参与城市更新融资能力分化与信用分层的重要制度根源。

表 2 城市更新五层资金来源结构

资金层级	资金属性	核心准入门槛	适用类型
中央财政资金 (含中央预算内投资、超长期特别国债、城市更新试点补助、城镇保障性安居工程补助)	纯政策性、无偿/低息	项目入库、全流程手续完备、民生属性优先、竞争性申报	人口集聚的中心城市、重大民生工程区域
地方政府专项债券	政策性合规举债	项目收益全覆盖本息、纳入三级项目库、合规自平衡	财政稳健、现金流充足的一二线城市及强地级市
政策性金融工具 (国开行贷款等)	政策普惠+市场化风控	区域财政承载力达标、项目现金流稳定、主体无不良信用	城市群、都市圈重点发展区域
市场化融资 (债券/ABS/REITs)	完全市场化融资	主体信用优良、底层资产现金流持续稳定、产权清晰	高能级核心城市、优质存量资产集中区域
配套融资工具 (城市更新基金、商业银行专项授信等)	市场化创新融资	项目具备产业赋能价值、主体经营稳健、区域发展优先级高	核心城市产业更新、片区提质项目

资料来源：联合资信根据公开资料整理

1. 中央财政资金：结构较多元，普惠性覆盖与竞争性分配并存

2026 年中央层面对城市更新领域的直接资金支持主要包括中央预算内投资、超长期特别国债、城市更新试点补助、城镇保障性安居工程补助四个方面。

城市更新试点补助通过竞争性评审方式分配，入围城市需在重点样板片区建设和机制建设两个方向提出方案，对地方项目谋划和资源整合能力要求较高。城镇保障性安居工程补助资金由财政部会同住建部管理，覆盖住房保障、城中村改造、老旧小区改造、棚户区改造四大领域，根据各地各类保障性安居工程任务量及财政困难程度等因素按奖补结合原则分配。中央预算内投资和超长期特别国债资金成本低，但申报程

序严格，项目须纳入国家重大建设项目库，完成立项、可研、用地、规划、环评等全流程审批，优先支持民生保障类工程。上述工程项目天然集中于人口更为密集的区域，人口流出、项目储备薄弱的市（县）域申报竞争力明显不足。

表 3 2026 年中央对城市更新领域主要资金支持情况

资金/政策	政策文件/会议	规模	主要支持方向
中央预算内投资	国务院政策例行吹风会（2026 年 6 月 8 日）	970 亿元	重点支持城镇老旧小区改造、城市危旧房改造等民生工程。
超长期特别国债		1600 亿元	重点支持城市燃气、排水、供水、供热等地下管网建设改造。
城市更新试点补助	《财政部办公厅 住房城乡建设部办公厅关于开展 2026 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知》（财办建〔2026〕14 号）	15 个地级及以上城市，实施期三年；东部、中部、西部地区单城补助上限分别为 8 亿元、10 亿元、12 亿元。	支持重点样板片区建设和可持续更新机制建设。
城镇保障性安居工程补助	财政部关于提前下达 2026 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知（财综〔2025〕41 号）	566 亿元	住房保障、城中村改造、城镇老旧小区改造、棚户区（城市危旧房）改造

注：根据《2026 年度中央财政支持实施城市更新行动评选结果公示》，拟支持的 15 个城市为（按行政区划排序）：晋城、鞍山、长春、无锡、宁波、马鞍山、泉州、烟台、洛阳、荆州、深圳、桂林、贵阳、昆明、银川。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 地方政府专项债：收益自平衡成为硬约束，区域分化凸显

专项债核心约束在于项目收益覆盖融资本息，《规划》明确提出对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村优先实施改造，并严格落实“一项目两方案”，做到“项目资金平衡”，该项制度设计下的市场化筛选属性较强，人口基数充足、消费能力达标、可实现收益自平衡的区域通过审核的概率相对较高。2026 年一季度，全国城市更新相关专项债券发行规模接近 1200 亿元，已达到 2025 年全年的三分之一，同比增长 7%。其中城中村改造相关专项债券发行规模超过 500 亿元，同比大幅增长 140%，占城市更新相关专项债的比重超过 40%。区域分布上，北京城中村改造相关专项债发行超 180 亿元，重庆、广州、东莞位列其后，发行量均超 30 亿元，城市更新相关专项债资金投放高度集中于核心经济城市，区域分化特征凸显。

3. 政策性金融工具：重要的长期资金来源，区域授信向经济大省倾斜

政策性银行的中长期低息贷款是城市更新重要的长期资金来源。2025 年，国开行向城市更新领域发放贷款 7863 亿元，重点支持城镇老旧小区整治改造、老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造及城市基础设施建设改造等领域。同时，国开行提出将加大对城市更新示范城市、挑大梁的经济大省等支持力度，匹配国家“先体检后更新、无体检不更新”的刚性前置机制要求。模式方面，2025 年，国开行在江西景德镇、湖

北黄冈等地，推广采用综合开发模式支持片区更新改造，以生态环境导向的开发(EOD)模式支持城市生态保护修复；在北京等地，研究支持老旧住房改造“自主更新，原拆原建”模式落地；在江苏苏州、浙江杭州、舟山等地，实行“国开新型政策性金融工具+配套贷款”的投贷联动模式，以及固定资产支持贷款等多元化金融服务。此外，中国农业发展银行聚焦于城中村改造、保障性住房、城乡融合及县域基础设施建设等领域，对北京、天津、成都、武汉等地市投放中长期贷款支持城市更新项目。中国进出口银行主要支持老旧厂区改造、城市基础设施建设、产业升级等领域。

从风控角度看，政策性银行与商业银行的审批逻辑存在差异。商业银行授信以市场化风控为核心考量因素，重点考核区域财政承载力、人口基本面、产业基础、主体偿债能力及项目现金流稳定性，资金天然向高能级城市集中。政策性银行虽承担落实国家战略、支持区域协调发展的政策职能，在利率优惠、期限延长、投向引导等方面体现政策属性，但其项目筛选仍须遵循基本的信贷原则，同样关注项目收益自平衡能力与地方财政承受能力。两者叠加作用下，高能级中心城市的城市更新项目因风险可控、收益稳定，各类金融机构授信意愿均较为积极，渠道畅通、额度充足；普通地级市授信主要集中于小微存量项目或政策性导向明确的领域；人口流出、产业承载能力不足的市（县）域因基本面偏弱、化债压力偏大，即使政策性银行也面临授信空间有限的现实约束。

4. 市场化融资：信用定价分化，弱主体竞争空间进一步压缩

公司债券、中期票据等债务融资工具以及 REITs、资产证券化产品等权益类工具，是城市更新领域市场化程度最高的资金来源，也是社会资本参与的主要通道。与中央财政资金、专项债和政策性贷款不同，市场化融资的准入门槛直接与主体信用资质、底层资产质量挂钩，其核心逻辑是“信用定价”——信用资质越优，融资成本越低、渠道越畅通；信用资质越弱，融资成本越高、渠道越窄。

2025 年，城投债发行规模延续下降态势，净融资缺口进一步扩大，发行主体以经济较发达地区的优质主体为主。同期，城投债发行利率及发行利差小幅震荡下行，各级别短期限城投债发行利率和利差整体保持趋同，而不同级别中长期城投债发行利率和利差分化程度有所拉大，且贵州、甘肃和云南等重点省份发行利差仍居高位。这一分化格局说明，市场对中长期城投债的信用定价更趋精细化，优质主体与弱资质主体在债券融资成本方面的分化特征或将持续加剧。例如，2026 年 1 月，北京控股集团有限公司发行“26 北控 01”（发行规模 10 亿元、期限 3 年），系全国首单“城市更新”概念债券，票面利率仅 1.79%，创全国同期限企业债利率新低。同年 7 月，科学城（广州）城市更新集团有限公司成功发行“26 科城更新 PPN001”（发行规模 10 亿

元、期限 3 年），票面利率 2.08%，创广东省同主体评级地方国企 PPN 利率新低。与之形成对比的是，部分弱资质区域存量城投债的估值收益率仍在 3.0%~3.5% 以上（如贵州、云南、甘肃等地），不同信用资质主体之间的融资成本差距可达 150 个基点以上，反映了市场在信用定价上的精细化分层。市场化融资的信用定价分化，反映了市场对不同区域禀赋和主体资质的差异化判断，也是城市更新领域资金向高能级区域和优质主体集中的客观体现。

5. 配套融资工具：头部城市在基金规模、授信额度及产品创新方面表现活跃，下沉区域的配套融资渠道覆盖面有限

除上述四类资金渠道外，配套融资工具体系主要包括城市更新基金与商业银行专项授信两大类。

城市更新基金

城市更新基金依托股权投资吸引社会资本参与有市场化收益的项目，通常由地方政府或国企平台主导，联合社会资本设立。城投平台负责资源统筹与公共配套，社会资本负责建设运营与业态导入，双方形成优势互补、风险共担的协作机制。截至 2025 年初，全国已有 28 个城市设立城市更新基金，总规模达 4550 亿元。

2017 年 7 月，广州成立总规模达 2000 亿元的城市更新基金，近 30 家市属及省属国企加入，业务重点围绕土地整备、存量物业活化两大板块推进。上海市于 2021 年 6 月成立总规模约 800 亿元的上海城市更新基金，由上海地产集团发起，联合招商蛇口、中交集团、万科集团、国寿投资等多家大型企业共同设立，该基金采用“引导基金+项目载体”模式定向用于投资旧区改造和城市更新项目。2021 年 5 月，北京市海淀区设立中关村科学城城市更新与发展基金，基金总规模 300 亿元，引入社会资本共同推进城市建设，解决区属国企建设项目资本金不足问题。此外，深圳、西安、成都、武汉、重庆、东莞、青岛、天津等城市均设立城市更新基金。从发展脉络看，北京、上海、广州等城镇化发展较快的城市率先迈入存量更新阶段，目前城市更新基金的设立范围已扩展至经济较发达地区的多个城市，城市更新基金以财政资金为引导、社会资本为主体，通过母子基金架构实现杠杆放大与循环使用，亦是撬动社会资本参与片区更新的重要载体，成为各地推动片区更新、历史风貌保护、产业载体升级等领域的重要资金渠道。

商业银行专项授信

据上海市人民政府披露的信息，截至 2025 年三季度末，浦发银行城市更新贷款余额超 1600 亿元，落地项目超 200 个。围绕上海市“两旧一村”¹改造，浦发银行深

¹ “两旧”指零星二级旧里以下房屋和不成套旧住房；“一村”指“城中村”。

度参与 70 余个旧改及城中村项目，银团总金额超 5000 亿元。2025 年 9 月，交通银行上海市分行与交银国际信托合作，落地**全市场首单城市更新永续信托**，专项用于上海外滩“第二立面”²城市更新项目。该业务通过永续信托作为权益资本工具补充项目资本金，开创了城市更新资本金融资的新路径。

整体看，城市更新基金在功能上更侧重于以股权投资撬动社会资本，适合跨周期统筹的大型片区更新项目；商业银行专项授信则侧重于以债权方式匹配项目现金流，更适合具有稳定经营性收入的更新改造项目，两者在资金属性和功能定位上各有侧重，实践中常以“基金+贷款”组合方式协同开展，两者共同构成了城市更新资金体系的重要补充。从区域分布看，上述工具的资金流向同样呈现向高能级城市集中的特征——**头部城市在基金规模、授信额度及产品创新方面均占据明显优势**，下沉市场在配套融资渠道上仍面临制约。

三、城投企业差异化发展路径与风险特征

“十四五”及其前序阶段，城投企业参与城市更新的核心模式可概括为“高杠杆、重增量、以地养更”，即依托土地出让收益覆盖建设及融资成本，这一过程中城投扮演的是“**城市建设开发商**”，本质是以规模扩张为导向，以土地增值为核心盈利来源。但在《规划》提出的“存量提质”阶段，城市更新转向城市功能完善、存量资产盘活、公共服务提质、长效运维管理，城投企业需从“城市建设开发商”转向“**城市综合运营服务商**”。

“十五五”期间的城市更新全口径总投资约 15 万亿元，市场空间可观，但资金投放整体普惠性偏弱，准入门槛差异化明显，资源与融资可得性区域分层突出。伴随地方政府化债常态化、城投融资市场化定价、区域信用持续分化，不同禀赋地区城市更新实施路径与落地条件存在显著差异。受资金梯度格局与区域禀赋差异影响，城投企业呈现清晰的分层发展与风险分化态势。

（一）强省会/中心城市：本轮城市更新战略的核心承载区，可适度开展规模化城市更新，其承接的项目体量更大、周期更长、业态更复杂，风险敞口随之放大，但凭借融资渠道完备、基本面优异等优势，整体风险相对可控

《规划》明确提出“推进超大、特大城市治理现代化，以城市群、都市圈为依托构建大中小城市协调发展格局”，强省会/中心城市在其中的功能提升、动能转换、创新生态培育等方面均处于优先承载地位，亦是城市更新政策资源最集中、试点探索

² 黄浦区外滩“第二立面”四至范围：北至苏州河、南至延安东路、东至中山东一路、西抵河南中路。片区包含 141 幢 1949 年前建成历史建筑，是外滩城市更新由沿江一线向街区纵深拓展的核心板块。

最前沿的核心承载区域。该区域城投企业处于五层资金渠道全覆盖的最优区间，中央财政资金可争取、专项债额度充足、政策性贷款可得性高，债券、REITs 等市场化融资渠道相对顺畅，可依托专项债覆盖准公益性的基础设施和公共配套投入、以政策性中长期贷款匹配大额资本开支的周期需求、以公司债券补充流动资金和阶段性资金缺口、以 REITs 实现成熟资产的退出和资金回笼，形成“投资—运营—退出—再投资”的完整闭环。同时，强省会/中心城市产业基础扎实、人口持续净流入、消费市场活跃，城市更新过程中形成的经营性资产具备更高租金回报率和增值预期，社会资本参与意愿较强，可实现更高质量的经营性资产沉淀，将人口与产业红利转化为持续稳定的现金流。

发展路径：强省会/中心城市普遍拥有更为丰富的历史基础、工业遗存、文化 IP 等资源，可通过“保护性改造+商业运营”的模式参与城市更新。**重庆城投**打造约 6 万平方米的“朝天门·城里”，将闲置规划展览馆改造为文商旅综合体，将历史风貌保护与商业场景创新融合，并引入社会资本方龙湖智创生活负责商业运营及品牌招商，开业前项目招商率已突破 88%，形成“国企投建+民企专业化运营”模式，项目以商业租金及文旅消费收入为主要收益来源，2026 年“五一”假期吸引游客超 60 万人次，上述案例成为从“城市建设者”向“城市综合运营服务商”转型的标志性实践之一。

此外，强省会/中心城市城投企业凭借丰富的金融资源和活跃的资本市场，可充分发挥优质项目对社会资本的吸引力，以 BOT、PPP 新机制³、股权合作等多种模式撬动社会资本参与，有效分摊前期投入成本、缓解自有资金压力、引入专业运营能力。**广州市恩宁路永庆坊历史文化街区活化项目**，该项目 2025 年度筹措地方政府专项债券资金 2151 万元，同时采用 BOT 模式引入社会资本参与运营，一期投入运营后吸引了近 60 家精品民宿、创意轻食、文化传媒等方面商户和企业，创造就业岗位约 150 个，间接带动经济产值约 50 亿元；二期预计可新增就业岗位约 1300 个，带动经济收益过百亿。2026 年 6 月，广州市召开 2026 年第二季度城市更新项目资源对接会，在**城市更新领域推出“补改投”试点政策**，将部分财政资金从“直接补助”转变为“股权投资”，以股权投资方式直接形成项目资本金，打破财政资金难以作为资本金的限制，精准用于充实项目资本金，进一步放大政府资金的杠杆效应。

风险特征：强省会/中心城市作为本轮城市更新战略的核心承载区，该区域城投企业参与城市更新的主要模式为大型片区综合开发与产业载体运营，但大规模片区更新项目从规划到成熟运营通常跨越更长的周期，这期间将面临城市规划调整、市场需求变化、政策导向变动等多重不确定性，前期收益测算模型在实际执行中偏离的概率

³ 2023 年 11 月，国务院办公厅转发国家发展改革委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》的通知（国办函〔2023〕115 号）

更高，导致实际现金回流可能大幅滞后于预期，同时阶段性的大额征地拆迁、基础设施配套资金支出将快速推升城投企业杠杆水平。然而，上述风险并非强省会/中心城市区域所独有，但往往其承接的项目体量更大、周期更长、业态更复杂，风险敞口随之放大。但凭借多元化的融资渠道和更低的资金成本，该区域城投企业具备更强的风险缓冲能力，整体信用风险相对可控。

（二）普通地级市：需审慎评估项目投资规模与融资能力的匹配度，宜以轻量化微更新为主，防范项目与区域禀赋错配引发的流动性风险

普通地级市城投处于明显的“中间地带”，中央财政资金和专项债可争取一部分额度但不及强省会/中心城市；政策性金融工具可得性尚可，但受限于项目收益测算能力和区域信用环境，授信条件更为严格，市场认可度受区域基本面影响较大。核心矛盾在于：地方政府期待较高，但融资渠道结构性收窄使大规模连片开发面临较大的资金缺口和成本压力。《规划》强调“尽力而为、量力而行”，普通地级市城投企业需要审慎评估项目投资规模与融资能力的匹配度，避免因盲目扩张而加重债务负担。

发展路径：以“微更新”轻量化模式为主导，审慎评估大体量连片开发项目的可行性。普通地级市人口基数有限、产业集聚优势不显著、商业租金回报存在不确定性，难以支撑大体量城市更新的收益平衡。该类区域城投企业应聚焦老旧小区功能完善、街区微更新、社区公共服务配套升级，以民生改善和功能补短板为目标，而非追求大规模经营性资产沉淀。**扬州小秦淮河保护更新二期项目**可视为普通地级市以“小尺度、渐进式”路径推进老城保护与复兴的典型案例。该项目由扬州城控集团统筹实施，总投资约 3.16 亿元，于 2025 年元旦正式开街，被列为江苏省城市更新首批试点项目，获批省级城乡建设专项资金 4960 万元。该项目遵循“留、改、拆、补”与“保、活、用”七大原则，以“城市针灸”理念推进清静庵、大涤草堂、漆器二厂、珍园口袋公园等示范节点更新。截至 2025 年 9 月，该项目街区整体招商率达 82%，引入非遗工坊、小剧场、主题民宿等多元业态，2025 年度获评住建部中国建设报社评选的“中国城市更新项目典范”称号。

风险特征：该区域城投企业参与城市更新的主要模式为轻量化微更新与局部片区整治，需重点关注“能力错配”风险，即开展那些高估自身禀赋、脱离属地财力支撑或与融资能力不匹配的大体量项目。与强省会城投具备多元融资工具和市场化退出通道不同，普通地级市城投的融资渠道更多集中于专项债和政策性贷款，市场化融资工具相对有限，若项目进度不及预期或再融资环境收紧，易触发流动性风险。同时，相较强省会/中心城市，普通地级市的产业基础偏弱导致其更新过程中形成的经营性资产实现稳定运营的周期更长、租金溢价空间普遍更小。整体看，在融资渠道单一与

产业支撑不足的双重约束下，普通地级市城投在推进大体量更新项目时缺乏有效的风险缓冲机制，项目层面的波动极易传导为平台层面的流动性压力。

（三）人口流出型市（县）域：城投企业面临融资渠道、资产质量、债务空间同步收缩的约束，应以存量盘活、小微民生更新和安全保障补短板为方向，重在解决民生痛点、补齐功能短板，以“微利可持续”模式维持运维，符合区域财政承受能力与人口结构特征，故审慎轻量化运营为较优路径。

人口外流导致本地消费市场萎缩、商业租金承压，城市更新配套经营性资产缺乏需求支撑，易导致市场投资意愿与居民消费信心偏弱，从而制约产业升级与外部资本导入。同时，在土地出让收入回落叠加财政增长乏力的背景下，县级财政难以提供配套资金和补贴支持。此外，专项债难以满足收益覆盖本息的硬性要求，市场化融资工具储备不足，叠加“遏增化存”高压监管，融资约束持续收紧，参与空间不断压缩。整体看，人口流出型市（县）域城投企业面临的不仅是城市更新业务参与规模的问题，更是融资渠道、资产质量、债务空间同步收缩的约束。

发展路径：收缩新增开发思维，转向小微民生更新和安全应急保障。人口流出型市（县）域城投企业在不新增债务的前提下，可将区域内零散低效用地及闲置资产（如闲置厂房、校舍、办公楼宇等）改造为养老服务中心、普惠托育机构、便民菜市或公共停车场等准公益设施。此外，县域城投亦可积极对接《规划》中提及的“增强城市安全韧性”专章中部署的重点任务，以及中央城市工作会议明确的“安全基础设施建设”方向，聚焦老旧管线改造升级、城市防洪体系和内涝治理、地下管网建设等具体领域。上述方向与县域存量更新的需求高度契合，项目投资规模相对可控、资金门槛较低，且可获得政策性银行专项借款和地方政府专项债支持，缓解县域财政压力。**四川省营山县**将原回龙中学闲置 96 亩校舍用地按照“能用则用”的思路改造为回龙水厂，满足周边 40 万农村居民用水需求，实现了“沉睡资产”的功能性再生。**山东省费县**通过保留 70% 原有建筑，将老旧建筑群整体规划盘活并新建和改建 1.4 万平方米的“和平里”邻里中心项目，打造集政务服务、便民商业、文体娱乐等功能于一体的城市综合体，整体空间利用率提升约 40%。**湖北省应城市**将全域 458 个零散老旧小区整合为 29 个改造片区，统一规划、设计、施工，通过“拆墙并院”打破小区物理壁垒，将零散空间整合为可利用的公共用地，修建运动场、停车场和口袋公园，引导居民自愿出资参与水改、电改、电梯加装；“十四五”期间累计完成 407.52 万平方米的改造任务，惠及居民约 12 万人，并争取政策性银行融资 10 亿元、专项债 1.6 亿元、中央和省级奖补资金 5.75 亿元，带动社会投入近 8000 万元。

对于财力薄弱的市（县），城市更新的有效路径不在于单体项目的规模体量，而

在通过片区整合实现资源集约投放，以低成本、连片化方式解决群众最迫切的基础设施和居住安全问题。此类项目不应以高额收益为目标，重在解决民生痛点、补齐功能短板，以“微利可持续”模式维持运维，符合区域财政承受能力与人口结构特征。

风险特征：该区域城投企业参与城市更新的主要模式为存量资产盘活与准公益设施改造，相关风险主要集中在两个方面。一是面临项目建成即闲置的风险。人口流出型市（县）域普遍存在城市吸引力不足、产业支撑薄弱、财政增收乏力等基本面弱化问题，改造后的设施若缺乏足够的使用需求支撑，可能面临闲置或低效运转的困境。二是资金依赖风险。该类区域资金来源高度依赖上级转移支付和少量政策性资金，缺乏市场化融资渠道的补充，一旦上级资金拨付延迟或政策性贷款审批收紧，项目推进将直接受阻。因此，人口流出型市（县）域城投企业在推进此类项目时，需重点评估项目的实际开发需求和资金来源的确定性。

四、总结与启示

我国城市更新进入“十五五”存量提质的全新阶段，区域人口、财力、产业禀赋等因素决定了项目落地的基础条件，但各地的政策支持红利、资金通道等并不直接等同于城投企业开展业务的能力，其应基于自身债务情况与地方化债要求，结合实际更新需要审慎布局更新业务，即便所在城市具备较好的市场空间与政策支持，高负债城投企业也应当恪守“尽力而为、量力而行”原则，避免城市更新业务进一步推高债务负担。未来城投企业在开展城市更新业务时，应摒弃传统重投资的路径，把项目收益可行性、债务承受边界作为决策的前置条件，结合地方资源禀赋选择适配的参与模式，理性把控业务规模与实施节奏，实现城市更新业务的稳健可持续发展。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。