



大公国际：城市更新进入可持续发展新阶段——两大文件释放的政策信号、债市影响与关注重点

技术研究部 涂文婕

2026 年 7 月 3 日

摘要：2026 年国务院印发《城市更新“十五五”规划》与《关于深化投资审批制度改革的意见》（即 13 号文）进一步明确了“十五五”时期投资领域的政策框架与投资要求。《规划》以量化目标确立了万亿级投资体量，强调城市更新是可持续发展手段而非短期刺激工具，并在融资渠道上明确了专项债、公司债、基础设施 REITs 等多元化支持路径。13 号文则通过提级论证管理、决策终身负责制以及严禁规避审批等硬性约束，优化了政府投资的决策链条，从源头上防范地方政府债务风险。两文件叠加释放的核心信号：在严控隐性债务的同时，为城市更新提供更加充分的资金保障。对市场而言，这意味着城市更新主题债券供给将迎来结构性扩容，城投平台的信用分化将加速，能够将项目转化为经营性资产、真实现金流的主体有望获得市场重估，而依赖传统政府信用背书、项目包装不规范的平台或将面临再融资考验。与此同时，区域间的分化格局也将因项目收益能力和财政实力的差异而进一步强化。展望后市，投资者应重点关注城投平台的项目获取能力、资产运营能力和现金流覆盖水平；同时把握化债政策推进的时间窗口，区分不同区域、不同平台的化债受益程度，在分化加剧的市场环境中识别真正具备市场化偿债能力的主体。

一、两大政策文件的增量信息与核心信号

城市更新“十五五”规划与 13 号文同为 2026 年出台的投资领域重要文件，两者在政策功能上各有侧重、互为补充。《规划》侧重于投资端的引导与激励，通过量化目标、拓宽融资渠道为城市更新打开资金入口；13 号文则侧重于审批端的规范与约束，通过提级论证、终身追责等制度安排防范地方政府投资冲动，两文件共同推动城市更新投融资进入可持续发展新阶段。

（一）《城市更新“十五五”规划》：从规模扩张到存量提质的转换

国务院首次以五年规划形式部署城市更新工作，其政策取向较市场预期更为审慎。《规划》开篇强调“尽力而为、量力而行”，明确“不得新增地方政府隐性债务”，这在一定程度上回应了市场对大规模基建刺激的预期，更倾向于引导城



市更新转向存量提质的轨道。这一表述与 2025 年中央城市工作会议的精神一脉相承，意味着未来五年的城市更新将沿着城市体检、片区策划、项目实施方案的路径稳步推进，而非不计成本地铺摊子。

增量信息集中体现在三个维度。一是目标量化且具有刚性约束。“十五五”期间城镇危旧房改造 50 万套，较“十四五”翻番；城中村改造 4000 个；地下管网改造 36.5 万公里，较“十四五”的 25 万公里增长 46%。二是《规划》将城市更新与消费升级、投资于人、因地制宜发展新质生产力并列为政策组合拳，明确提出推动首发经济、银发经济、冰雪经济、低空经济、赛事经济、体验经济六大新经济形态，以及利用存量空间优先补齐民生短板。这意味着城市更新是连接投资与消费、传统产业与未来产业的战略枢纽。三是房企转型路径指向三类：通过城市更新，获取核心区域土地建设新好房以满足改善需求；参与存量资产盘活转向轻资产运营，包括租金收入和 REITs；拓展物业服务以对冲新房销售波动。

（二）13 号文：政府投资行为的硬约束升级

2026 年 4 月发布的《关于深化投资审批制度改革的意见》（即 13 号文）是对现行投资审批制度的重要调整。文件的主要着力点在三个方面：权限上收、终身追责、严防规避。

第一，提级论证管理。文件要求加强对重点地区和重点领域政府投资项目的提级论证管理，以防范地方政府债务风险。这与 2024 年推出的 47 号文¹（对 12 个高风险省份基建项目实行提级论证）一脉相承，意味着高风险地区、公益性过强或收益不足的项目将更难通过审批。

第二，终身负责制。文件提出实行政府投资项目决策终身负责制，对违规决策造成重大损失、恶劣影响的领导人员和直接责任人员要严肃追究责任。这一条款使得地方官员在推动投资项目时，不仅要考虑任期内的政绩，还要承担长远的问责风险。

第三，规避包装乱象。文件明确，对应由政府采取直接投资、资本金注入方式投资和实质性承担偿还责任的项目，严禁通过国有企业等以企业投资项目核准或备案形式规避政府投资项目审批。这在很大程度上堵住了地方政府将公益性项目包装成企业自主投资项目、从而绕开财政承受能力论证的操作空间。

二、对债券市场的结构性影响

（一）供给端：城市更新主题债券迎来结构性扩容

¹ 《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》，由国务院办公厅发布，核心目的是全力化解地方债务风险



《城市更新“十五五”规划》在融资渠道方面的表述，为债券市场带来了明确的增量空间。

一是地方政府专项债。《规划》明确“允许通过地方政府专项债券支持符合条件的城市更新项目建设，支持用作项目资本金”。这意味着城市更新项目不仅可以获得专项债资金，还能够以专项债资金撬动更大规模的社会资本。考虑到2026年前5个月地方债发行规模已达约4.8万亿元、同比增长约12%，城市更新领域有望成为后续专项债投向的重要增长来源。不过，项目收益自平衡的要求并未放松，具备真实现金流覆盖能力的项目才能获得专项债支持。

二是城投转型债与产业债。《规划》提出“支持符合条件的城市更新企业发行公司债券、中期票据等”。对于传统城投平台而言，这既是挑战也是机遇。挑战在于，过去依赖政府隐性担保的发债逻辑已难以为继；机遇在于，那些能够将城市更新项目转化为经营性资产（如运营保障性租赁住房、商业街区、智慧停车等）的平台，有望以市场化主体的身份发行产业债，打开新的融资空间。从2026年前4个月城投债净增量勉强回正、AA及以下评级净流出扩大的数据来看²，市场已经在筛选出真正具备转型能力的平台。

三是基础设施REITs。《规划》提出“推动符合条件的城市更新项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、资产证券化产品等”。对于持有大量存量资产（老旧厂房、仓储物流、保障性租赁住房等）的地方平台而言，通过REITs盘活存量、回收资金、再投入新项目的模式，有望成为化解存量债务、实现可持续发展的关键路径。

（二）需求端：投资者偏好加速向优质项目迁移

在供给端扩容的同时，需求端也在经历结构性变化。一方面来自政府投资行为的硬约束正在向债券市场传导；另一方面来自市场自身对“隐性担保”的信仰正在转变。

需求端变化在债券定价中已有所体现：2026年以来，城投债的信用利差分化明显加剧，经济发达省份的核心平台利差持续收窄，而弱资质区域的低评级平台则面临发行困难。投资者开始更加关注城市更新项目的底层资产质量。能够与消费场景（如商业街区改造）、产业升级（如老旧厂区转型科创园）、民生服务（如养老托育设施）紧密结合的城市更新项目，其现金流预期更加清晰，自然更受债

² 数据来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1869508715435790446&wfr=spider&for=pc>



券投资者青睐。反之，纯公益性、缺乏收益来源的项目，即使被纳入城市更新范畴，也难以获得市场化资金的认可。

（三）化债逻辑：专项债置换与城投转型并进

《规划》中“不得新增地方政府隐性债务”的表述，与2026年5月国务院常务会议“完善支持化债政策，增强地方自主偿债能力，确保如期完成化债任务”的要求一脉相承，既守住了底线也提出了要求。

6月审计署报告了2025年度中央预算执行和其他财政收支的审计情况，指出了当前地方政府债务领域面临的问题：其一，化债数量与质量存在背离。超82%的融资平台虽已退出，但抽查50个县发现，9家平台不符合条件退出。这种账面清零、风险未消的退出模式，本质上将风险从表内转移至表外，脱离监管可能引发更大隐患。其二，违规举债手法日趋隐蔽。15个县绕道所属国企违规新增隐债41.97亿元，4个省通过安排国企贷款偿还等方式虚减债务66.82亿元。其三，专项债全链条监管存在一定漏洞。从项目申报环节的包装造假，到资金使用环节的挪用，再到收益收缴和资产登记环节的缺失，存在监管薄弱环节。更根本的困境在于，地方财力不宽裕是客观现实，化债任务又有加速提前完成的趋势。在政绩考核和财政压力的双重挤压下，部分地区选择“数字游戏”而非实质化解。审计建议将严禁新增隐债作为红线，对违规行为落实终身追责，以严肃的财经纪律倒逼化债工作从形式走向实质。

三、城市更新领域投资的风险关注点

城市更新为债券市场带来机遇的同时，投资者在实际投资过程中也面临多重不确定性，主要体现在以下方面：

一是项目底层资产数据获取困难，信息不对称问题突出。城市更新项目涉及老旧小区、城中村、老旧厂房等多元业态，产权关系复杂、历史沿革不清、资产底数不明等问题普遍存在。对于投资者而言，准确评估项目现金流和偿债能力的前提是掌握完整的资产数据，但城市更新项目往往缺乏公开透明的资产台账，且涉及多方利益主体，增加了投资尽职调查的难度。

二是项目收益不确定性大，现金流测算缺乏可靠依据。城市更新项目通常具有投资规模大、回款周期长、收益不确定性高的特征。PPP模式下的城市更新项目合作期限基本在10至30年之间；自营模式下的项目主要通过租售及运营收入平衡前期投入，部分项目投资回收期可达18年以上。投资者在进行信用分析时，



难以对如此长周期内的项目收益做出准确预判，传统信用分析框架与城市更新的长期特征之间存在错配。

三是城投平台市场化转型尚未实质完成，信用主体面临身份模糊困境。当前大量城投平台仍处于从政府融资工具向市场化产业主体转型的过渡期，虽然部分平台已声明退出融资平台名单，但其治理结构、业务模式、收入来源等核心要素尚未发生根本性变化。在城市更新业务中，城投平台的参与模式多样，涉及委托代建、自建自营等多种方式，投资者在判断平台信用时，面临政府信用背书褪去与市场化能力尚未形成的双重不确定性。

四、对投资者的启示与建议

一是从政府背书转向资产信用的投资逻辑变化。《规划》释放的信号在于，平台未来的偿债能力从主要依赖地方政府财政支持，逐步转向项目的运营成效和资产价值。在这一变化过程中，投资者一方面需要持续跟踪地方政府的财政支持能力和化债进展，另一方面更加注重平台自身的资产质量和项目现金流，包括项目获取能力（是否具备核心区位土地资源）、项目运作能力（过往项目的完工率和收益实现情况）、资产运营能力（持有物业的出租率、租金水平和 REITs 退出可行性等）。

二是关注城投平台市场化转型的项目现金流信号。本轮城市更新强调项目收益自平衡，要求通过配建设施运营、物业租金收入、土地增值回报等方式覆盖投资成本。评估平台市场化转型成效时，可重点关注：项目是否建立了独立的资金归集和核算体系，是否实现与政府财政的隔离；项目收益是否按计划达成，关注实际现金流与测算数据的偏差程度；现金流对融资本息的覆盖倍数是否保持在稳定区间。这些指标既反映了项目自身的财务健康度，也是判断债券偿债安全性的重要依据。

三是把握化债政策窗口期的投资节奏。置换隐债专项债和特殊新增专项债的持续推进，显著降低了地方平台的短期偿债压力和融资成本，部分区域的平台信用风险已得到阶段性缓释。但化债不等于风险消除，投资者需要更加审慎区分化债政策对不同区域、不同平台的实际影响。化债后财政收入的恢复情况和存量资产盘活进展，仍需持续观察。

四是关注城投平台分化格局中的投资策略调整。伴随城投平台的分化愈发明显，部分平台将成功转型为城市更新专业运营商或产业投资集团，在经营性业务中建立核心竞争力；部分平台仍将承担较多的公益性职能，但与地方财政的关系



更加规范透明，其信用将继续与地方政府保持较强关联；还有部分平台可能因存量债务化解困难、转型不力而面临信用持续恶化的风险。投资者应建立差异化的分析框架，针对不同类型平台采取不同的投资策略，在分化中把握机遇、规避风险。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。