

研究报告

(2024 年第 2 期 总第 34 期)

2024 年 1 月 12 日

全生命周期视角下的城中村改造金融模式创新

不动产金融研究中心

郭翔宇 余健 王梓璇

【摘要】城中村改造作为城市更新的重要组成部分，对改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展具有积极意义。由于项目改造周期长、资金投入多、涉及主体复杂、投资回报确定性不高等，城中村改造投融资仍面临痛点。在地方财政紧缩的背景下，探索多样化的金融支持模式成为此次改造中的重点。本轮城中村改造，应以“政府引导，市场化主导”为基调，综合运用现有融资工具，探索如不动产投资信托基金（REITs）、城中村改造专项私募股权投资基金、新型政企合作等金融创新模式，实现全生命周期的资金平衡与良性循环。

一、城中村改造提速加码，金融支持模式亟待创新

（一）城中村发展及现状

今年以来，新一轮城中村改造工作全面启动，且推动力度空前。城中村是指原农村农用地在城市发展过程中被征用，剩余未被征用的土地仍实行村民自治和农村集体所有制，并被快速发展的城区包围所形成的村落（叶裕民和牛楠，2012）¹。城中村的形成一方面是由于城镇化进程的快速发展，另一方面也是在特定制度（城乡二元管理体制等）和行为主体（居民、政府等）相互作用下的产物（赖亚妮和桂艺丹，2019）²。城中村作为城市外来人口的居住场所，为我国城镇化进程和城市经济发展做出了巨大贡献（田莉，2019）³。

但是发展至今，城中村规模持续扩张，也产生了一些突出问题：

（1）城中村社会问题逐步凸显。当前城中村普遍存在居住卫生条件欠佳、居住密度大、基础设施配套不够完备等问题，同时社会治安问题频发，城市治理难度随着城中村规模的扩张不断加大。

¹叶裕民,牛楠. 转型时期城中村改造:基于农民工住宅选择的实证研究[J]. 经济与管理研究,2012(04):18-25. DOI:10.13502/j.cnki.issn1000-7636.2012.04.006.

² 赖亚妮,桂艺丹. 城中村土地发展问题:文献回顾与研究展望[J]. 城市规划,2019,43(07):108-114.

³ 田莉. 从城市更新到城市复兴:外来人口居住权益视角下的城市转型发展[J]. 城市规划学刊,2019(04):56-62. DOI:10.16361/j.upf.201904007.

（2）城中村整体效率低下。当前城中村边界不断扩展，人口众多且错综复杂，城中村管理效率、规划效率、资源利用效率等均较低。

（3）城市内部逐步分化。当前大量城中村位于城市中心地带，经济发展步伐不一、资源分配不均等进一步加剧了城市内部分化，部分城市内部甚至逐步形成“新二元结构”（叶裕民和文爱平，2021）⁴。

因此，针对城中村进行全面改造意义重大：

（1）大幅改善城中村生活环境，提高居民生活水平。城中村改造工程将重点针对城中村居住环境、基础设施等方面进行改造，将有效改善居民生活条件，大幅提高其生活水平。

（2）提升城市治理水平，推动城市高质量发展。城中村改造将有效优化城中村布局、降低居住密度，便于城市治理，同时改造过程中还可有效利用互联网、大数据等新一代信息技术，推动城市现代化治理。

（3）优化地产行业结构，有效拉动投资和消费。当前经济增速放缓、房地产业处于深度调整，城中村改造将有效带动投资和消费，激活家居家电、建筑建材等上下游行业，同时还有利于房地产行业结构的调整。据市场相关机构测算，本轮 21 个超大特大城市的城中村改造工程直接投资预计超 10 万亿级别，将有效激活经济动力。

⁴ 叶裕民，文爱平. 叶裕民：破解新二元结构 走向善治[J]. 北京规划建设, 2021 (04): 202-206.

（二）城中村改造的重难点

相较于老旧小区改造、棚改等，城中村改造周期更长、难点更多，其涉及的土地性质、利益主体、改造方式等均更为复杂。整体来看，当前城中村改造主要存在以下重难点：

（1）资金问题。资金问题是城中村改造的首要问题，也是其中难点问题。城中村改造资金广泛地涉及现有居民赔偿、长周期开发资金、资金使用效率和回报率较低等问题。本轮城中村改造强调社会资本在其中的作用，但如何有效引入社会资本、有效进行资金分配等仍是关键难题。

（2）利益相关者错综复杂。城中村改造广泛地涉及地方政府、居民（本地居民和外来人口）、开发商等各利益相关方，由于各方利益诉求不同，项目进程也常因此受到干扰。此外，还会涉及土地产权等问题，改造问题将更加复杂，所以如何有效平衡各方利益也是亟需解决的难题。

（3）开发和投资回报周期长，缺乏有效退出渠道。城中村改造通常面临着较长的项目开发和资金回收周期，特别是针对改造为保障性租赁住房的项目，其后期运营周期盈利较低，整体投资回报周期漫长，当前又缺乏有效的退出通道，给企业资金管理和运营带来巨大压力，进一步影响参与主体的积极性。

近期住建部提出的三类具体改造措施（拆除新建、经常性整治提升以及两者之间的拆整结合）一定程度能够解决不同项目的改造标准、利益相关方的利益平衡等问题，有效推动城中

村改造进程。但是改造过程中的资金问题仍是关键难题，将决定着项目是否能够有效开展以及未来可持续问题。本文将从项目改造的全生命周期角度出发，以新思路新方式创新金融模式，以期解决城中村改造的资金平衡问题，打通从前期改造建设到后期管理运营的全周期金融融资渠道。

二、常见的城市更新项目融资模式分析

为更好地探索城中村改造新金融模式，本部分将重点针对当前应用较为广泛的几种城市更新融资模式展开对比与分析。根据融资主体划分，现有的城市更新项目融资模式大致可以分为政府主导、政企合作和市场主导三类（如表 1）。

政府主导的融资模式主要包括政府财政拨款、城市更新专项债、政策性银行贷款等。政府主导资金由于专款专用，资金使用较为便捷且成本较低。政府主导模式的优势在于政府可直接作用于项目，有利于项目快速启动和平稳开展。但其仍存在不足之处：（1）资金规模总体较小，无法覆盖所有项目；（2）地方财政压力大，在当前地方财政紧缩的背景下会进一步增加政府财政压力；（3）应用场景较为有限，针对项目、开发主体等可能都有一定的要求，同时在项目后期运营阶段由于回报率较低难以平衡支出。

政企合作的融资模式主要包括政府和社会资本合作（PPP 模式），城市更新类基金，政府领导、社会资本参与等，一般以政府信用为背书，引入央国企、社会资本等多元主体参与融资。PPP 模式在发展初期对于推动我国基础设施建设发挥巨大作用，

有效降低项目初期 政府财政压力。但 PPP 模式在此前快速发展过程中也产生了许多问题，如部分项目存在明显合规问题、变相增加地方政府隐性负债等。近期新 PPP 机制重新发布，预计将能够更好地解决项目合规、地方政府隐性负债等问题，未来其与城中村改造的适配性也有待进一步观察。

城市更新类基金包含政府主导和民间设立两类，其中民间设立更新基金更加倾向于市场主导，城市更新类基金资金使用较为灵活，可有效推动项目进展。但城市更新类基金主要还是市场化运行方式，使得项目覆盖范围较为有限，尤其是民间更新基金。此外，城市更新类基金还普遍存在退出机制不明确等问题。政府领导下社会资本参与主要有 ABO 模式（Authorize-Build-Operate，即授权—建设—运营）、投资人+EPC 模式（设计、采购、施工）等，两者均由政府进行相关统筹，可有效将政府投资项目转变为企业投资项目，引入大型工程建设单位及专业运营商，整合资金优势。但此种模式也面临着相关法规不完善、符合条件项目不足、可能增加地方政府隐性负债等问题，所以政府领导下社会资本参与模式相关市场和法规仍需进一步优化。

整体来看，政企合作融资模式通过政府背书引入社会资本参与，能够一定程度降低地方政府压力，较快推进项目进程。但当前政企合作模式仍有进一步优化空间，主要体现在以下方面：（1）可能变相增加地方政府隐性负债；（2）项目周期长、

资金回报率低，资金退出较为困难；（3）项目合规无法有效保证，相关政策法规仍需不断完善。

市场主导的融资模式主要包括开发商主导、居民自主更新等，市场化运作程度高，可有效满足多方利益诉求，政府财政压力小。开发商主导模式下开发商使用自有资金负责项目拆迁、安置、建造及运营等全周期流程，有利于项目的加快推动，提高项目开发效率和运营价值。但由于开发商自负盈亏，其更多关注商业价值较高的项目，覆盖项目范围有限；同时开发商主导模式下追求利益最大化，不利于区域整体统筹规划。居民自主更新通常是村集体针对生活环境、配套设施等不满意之处自发进行更新，更新方式更为灵活，同时可以满足原住民多元化需求。居民主导模式不足之处主要包含：项目覆盖范围更加有限；政府监管难度大，违建情况较为普遍，也不利于整体规划；由于项目涉及众多居民参与，项目进度存在不确定性。市场主导模式的关键问题在于：（1）项目覆盖范围有限，无法满足大范围城中村改造的需求；（2）不利于区域整体规划，项目开展存在不确定性。

当前城市更新融资模式虽较为成熟多样，但是应用于城中村改造时，其适配性还有待进一步考察，部分融资方式也存在诸多优化完善之处。此外，当前融资模式大多仅关注项目前期的改造建设资金问题，往往忽视了后期发展运营的可持续性，可能存在资金链断裂、隐性债务增加等风险。因此从项目全生命周期的角度进行金融模式创新或成重要方向。

表 1 常见的城市更新项目融资模式

融资模式	资金来源	内容	优点	缺点
政府主导	政府财政拨款	中央及地方政府的一般公共预算资金支出，直接对项目进行投资建设。	专款专用，启动速度快；资金使用较为便捷且成本较低。	① 资金规模总体较小，在地方财政紧缩的背景下会加大政府的财政压力； ② 局限于以土地出让为主要收入来源的片区开发、改造等更新项目，在城中村改造中难以发挥主要作用，一般作为杠杆撬动。
	城市更新专项债	政府为实施主体发行债券融资，为此前棚改的主要资金来源。		
	政策性银行贷款	借款方一般为政府授权、指定或符合当地政策规定的实施主体，且需同时承担一级开发及二级开发建设任务，对主体要求较高，如补充抵押贷款（PSL）。	期限长、成本低，定向投放信贷疏通传导货币政策；同时可利用企业资源与融资优势。	① PSL主要用于支持发放基建相关贷款，投放具有不确定性，自2019年末以来总体表现为净偿还，在本轮城中村改造中能否继续发挥作用仍有待观察； ② 对于借款主体要求较高，对项目主体限制大。
政企合作	政府和社会资本合作（PPP模式）	政府公开引入社会资本，双方合资成立项目公司，以项目公司作为项目投融资、建设以及运营管理的实施主体。	降低政府财政压力，风险收益双方共担；市场化运作，有利于提高项目开发效率和运营价值。	容易增加地方政府隐性负债；运作周期长，部分项目合规不规范，符合条件的项目越来越少。
	城市更新类基金	通过基金募集资金投放于城市更新项目，分为政府主导与民间设立两类，常见模式为“政府支持-国企牵头-社会资本联合”。	① 各方筹资，可以达到利益捆绑的目的； ② 资金用途限制较少，可有效解决项目资本金、拆迁安置费等； ③ 不增加公司负债，可作为出表工具。	一般项目投资期限较长，收益平衡较难；基金管理难度大，退出机制不明确。
	政府领导，社会资本参与	ABO模式：由政府授权公司履行区域开发建设等公共服务职能，公司依约进行开发、建设、运营等，政府进行相应的绩效考核并支付授权运营费用。 “投资人+EPC”模式：政府委托其下属国企与工程建设企业共同出资成立合资公司，负责所涉及城市更新项目的投资、建设及运营管理等。	有效将政府投资项目转变为企业投资项目，引入大型工程建设单位及专业运营商，整合资金优势。	① 缺少相应的政策法规约束，对操作的合规性难以界定； ② 满足回报机制的片区较少，主要通过政府补贴实现回报，可能加剧隐性债务风险。
市场主导	开发商主导模式	开发商全程负责项目拆迁、安置、建设及经营管理，政府不参与投资建设，只负责审批相关流程。	市场化运作，较快推进项目进程，有利于提高项目开发效率和运营价值。	适用项目范围较为狭窄，开发商通常只关注商业价值较高的项目；开发商利益至上，可能缺乏整体统筹规划。
	居民自主更新	由当地企业或居民自主出资组织进行更新改造，满足当地居民更新需求。	更新方式灵活，较好的满足原住民多样化需求，政府财政压力小。	项目较少，无法大规模推广；政府监管难度大，项目进度存在不确定性。

资料来源：笔者整理。

三、城中村改造全生命周期视角下的金融创新模式

城中村改造的全生命周期是指从项目前期规划设计阶段，到中期建造实施阶段，再到后期运营管理阶段的全过程。为有效解决城中村改造全流程所涉及的资金问题，本文从充分发挥社会资本作用的角度出发，提出以下建议：一是灵活运用以公募 REITs 为核心的金融配套融资工具的使用；二是推动城中村改造专项私募股权投资基金的发展；三是优化政企合作模式，加强地方国企参与力度。

（一）灵活运用以公募 REITs 为核心的金融配套融资工具，如私募 REITs、Pre-REITs、公募 REITs 等

REITs 作为股债属性并存的金融工具，对于盘活存量资产、推动我国房地产行业转型升级、构建多层次资本市场等方面具有重大意义。当前我国公募 REITs 已经度过起步阶段，迈入常态化发行阶段，在各个行业均具有极大的发展空间，如在保障性租赁住房领域，目前已有四只保租房 REITs 发行上市，总市值为 51 亿元（截至 2023 年 11 月 20 日）。而城中村改造保障性租赁住房也与 REITs 发展相得益彰，主要体现在以下方面：

（1）资金退出问题是城中村改造过程中的一大难题，公募 REITs 正好提供了完美的资金退出通道；

（2）REITs 不仅解决了城中村改造退出问题，与其相适配的 Pre-REITs 工具也将有效为前端提供充足资金，能够有效解决城中村改造前期资金不足问题；

（3）城中村改造周期长、效率低、回报率低，通过 REITs 等金融工具的参与，将大幅提高城中村改造效率和质量，同时有利于项目后期运营管理。

但当前城中村改造项目发行 REITs 仍存在诸多问题，如城中村住房多数无正式不动产权；城中村土地属于集体用地，无法进行交易；城中村项目在规划设计、用地审批、施工许可等固定资产投资管理手续方面仍存在诸多难点等。此外，城中村改造项目收益率较低，当前改造为保障性租赁住房的城中村改造项目基本保持“保本微利”原则，还远无法满足发行保租房 REITs 的要求。因此，要想打通以公募 REITs 为核心的不动

产金融循环体系应用至城中村改造项目中仍需突破诸多困难，其中关键的是相关配套政策能够有效适配于城中村改造。

整体来说，以公募 REITs 为核心构建的金融循环与城中村改造工程相结合，将具有以下意义：

（1）有效解决城中村资金问题。城中村改造普遍存在项目周期长、投入资金大、回报周期短等问题，而 Pre-REITs 资金既可解决企业前期开发资金问题，未来还可以通过公募 REITs 实现退出，实现完整的金融闭环。REITs 系列工具的使用能够很好的适配城中村改造全生命周期过程，还可以大幅缓解开发企业资金压力，有利于推动项目改造过程。

（2）提高城中村项目改造效率和质量。在项目开发全过程引入社会资本，通过资本市场的价值发现功能有效优化行业布局，提高项目在建造、运营等过程中的效率和质量。同时只有当项目收益率达到一定的标准时，才可能通过 REITs 上市实现退出，这也将反向推动项目利益相关方关注项目改造、运营过程中的质量问题。

（3）推动 C-REITs 高质量发展。当前 21 个超大特大城市城中村改造规模巨大，部分项目若能有效利用发行 REITs 上市，对于我国公募 REITs 市场的发展推动也具有重要意义。此外，目前我国以 REITs 为核心的不动产金融新循环体系还未能有效构建，若能以城中村改造项目为试点，将极大地推动 REITs 生态体系的建立，也将有利于我国经济的高质量发展，有利于我国房地产行业转型升级。

（二）推动城中村改造专项私募股权投资基金的发展

私募股权投资基金在城中村改造过程中能起到一定的推动作用，其优势在于：（1）市场化运作，能够较快推进项目进程；（2）用途限制较少、资金使用较为灵活，可有效解决项目前期用作征地拆迁和基建的启动资金问题；（3）资本化运作参与项目进程，将对项目质量起到一定的监督促进作用。

但当前私募股权投资基金也同样面临着收益平衡较为困难、管理难度大、退出机制不明确等痛点。而 REITs 使得私募股权投资基金退出成为可能，未来两者相结合将具有广阔前景。可进一步推动城中村改造专项私募股权投资基金的发展，具体来看，也可分为市场化基金和政府引导基金。针对市场化城中村改造专项私募股权投资基金，地方政府可以鼓励相关机构参与其中，并给予一定的优惠条件，如利率、税收等，提高他们的积极性。针对政府带头设立的基金，由于政府直接投资项目存在一定的风险，可采取设立母基金的方式参与城中村改造，既能够降低其资金风险，还可参与其中分享改造收益，提供政府背书，更好地推动项目进程。

（三）优化政企合作模式，加强地方国企参与力度

政企合作模式仍是本轮城中村改造推动社会资本参与强有力的工具，如上述提及的 PPP 模式、ABO 模式、投资人+EPC 模式等仍具有较大发挥空间。但需要注意的是，应当改变政府以往直接参与模式，主要原因在于：（1）当前地方政府财政压力持续加大，以往直接出资参与模式无法为继；（2）政府直接参

与模式下，可能会变相增加地方政府隐性负债，产生一定的风险；（3）部分项目合规存在问题，以往政企合作模式下地方政府为追求基础设施规模，在项目审查时可能会有所纰漏。

所以本轮城中村改造的政企合作模式应当进行改变，地方政府可由以往的直接参与改为侧面给予政策支持，如增加企业信用支持；鼓励企业使用融资工具、降低融资成本；降低税收等。

此外，本轮城中村改造过程中地方国企也是承担重任的关键一环，应当加强本轮地方国企的参与力度。地方国企在本轮房地产行业调整下，仍具有较为优质的信用，同时地方国企还具有一定的社会担当，与本轮城中村改造目标较为契合。具体来看，地方国企可以联合开发企业共同针对项目进行开发，地方政府给予“地方国企+开发企业”模式政策支持，将政府投资项目转变为企业投资项目，既有地方政府、国企作为背书，又可通过市场化方式操作，有利于项目的快速推进。

整体来看，本轮城中村改造将对城中村环境改善、宏观经济拉动以及房地产行业转型等具有重要意义。但是，在城中村改造过程中以及改造完成后仍应当重点注意一些问题：

（1）应当注重外地务工人员的利益保护。此前棚改可能更加倾向于本地居民的利益，但本轮城中村改造中大量住户为外来务工人员，其群体之大、利益之广更应该值得关注和保护，如改造后租金面临大幅上涨，使得大量原务工人员无法返回，也将产生一定的负面影响，甚至会影响至当地的产业。

（2）需要关注长期供求与短期刺激之间的平衡关系。当前房地产市场仍未完全恢复，居民信心和预期仍存在一定的不确定性，城中村改造短期内虽能刺激投资和需求，但长期来看，市场信心稳定和预期仍是推动市场稳定向上发展的关键因素。因此，市场长期供求平衡与短期需求刺激之间仍应保持一定的均衡，才能进一步推动经济高质量发展。

（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研究总监、高级研究专员，余健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，王梓璇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究助理）