



地产专题分析报告

宏观经济点评
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

《城市更新“十五五”规划》的增量信息

国务院日前印发《城市更新“十五五”规划》在整体延续 2025 年城市工作会议定调的基础上，也出现了不少值得关注的新提法，其背后的政策信号值得关注。

第一，城市更新不是短期刺激经济增长的手段。《规划》强调要“尽力而为、量力而行”、“不得新增地方政府隐性债务”，这意味着未来五年的城市更新不是“大干快上”，而是沿着城市内涵式发展的战略取向，以城市更新为抓手推动城市开发建设方式转型。

第二，城市更新与“消费升级”、“投资于人”、“因地制宜发展新质生产力”组成政策网络，是连接消费端和投资端的重要桥梁。消费升级领域，《规划》强调要“推动消费基础设施改造升级”，并提出发展“首发经济、银发经济、冰雪经济、低空经济、赛事经济、体验经济”六个新经济形态。投资于人领域，《规划》强调“充分利用存量闲置房屋和低效用地，优先补齐民生领域公共服务设施短板”。因地制宜发展新质生产力领域，《规划》提出“推动老旧街区厂区、低效产业园区、低效楼宇等转型升级，优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业”。

第三，通过城市更新盘活优质存量土地资源，加快构建房地产发展新模式。事实上，“十五五”时期两类住房需求的增长空间较大，而城市更新恰恰是满足这两类需求的必要环节。一是积压的改善需求，主要依靠房企参与城市更新获得核心区域土地，并建设“新好房”来满足。二是基本居住需求，主要依靠城市更新的“原拆原建”和“收储”满足。

未来房企转型的方向有三：一是通过城市更新获取核心区域土地并建设“新好房”，满足居民积压的改善需求；二是积极参与存量土地和房产的盘活，转向轻资产运营模式，通过获取租金收入和发行 REITS 实现资金的循环；三是提供物业服务，尤其是当前新房二手房价差加剧的背景下，优质的物业服务在“新好房”保值上是不可或缺的，而“原拆原建”和保障性住房的增加也会带动对物业服务的需求。

第四，专项债支持城市更新并非新提法，城市更新有望成为“十五五”时期信贷投放的重点领域。支持城市更新项目建设始于 2019 年，支持专项债用作城市更新项目资本金则始于 2024 年 12 月的国办发“52 号文”。相比之下，更值得关注的是《规划》在地方政府财政支持和金融支持领域表述的微妙变化。地方财政支持方面，预计“十五五”时期地方政府专项债将加大在城市更新领域的资金投放，同时地方政府的一本账资金也有望加力支持城市更新。金融支持方面，结合当前信贷增长动能相对疲弱的现状，未来城市更新有望成为金融机构信贷投放的重点领域。

第五，本轮城市更新的增量集中在强化城市“韧性”上，包括城镇危旧房改造、城市地下管网改造、存量应急避难场所改造。从“十五五”时期城市更新的主要目标看，城镇危旧房改造的规模较过去五年翻番，城市地下管网改造长度由“十四五”的 25 万公里增长至 36.5 万公里，改造存量应急避难场所将达到 5 万个，推动平急两用公共基础设施及多种应急资源共建共用。

风险提示

政策落地节奏不及预期，外部环境不确定性超预期。



国务院日前印发《城市更新“十五五”规划》(以下简称《规划》),明确了“十五五”时期城市更新工作的目标指标、重点任务、重大工程和政策举措。《规划》在整体延续 2025 年城市工作会议定调的基础上,也出现了不少值得关注的新提法,其背后的政策信号值得关注。

第一,城市更新不是短期刺激经济增长的手段。

《规划》强调要“尽力而为、量力而行”、“不得新增地方政府隐性债务”,这意味着未来五年的城市更新不是“大干快上”,而是沿着城市内涵式发展的战略取向,以城市更新为抓手推动城市开发建设方式转型。

过去我国的城市发展整体遵循“外延式”的思路,城市的边界由中心城区向外延申,非核心区域的产业和周边配套逐步完善,房地产市场的投资属性较强,这一时期非核心区域的新房是市场的主流产品。

但随着我国进入城镇化快速发展中后期,城市发展战略也转向“内涵式”发展。这意味着相较于拓展“增量”而言,盘活“存量”的重要性进一步上升。因此,《规划》将“激活城市存量资源潜力”作为重点任务,明确提出“全面摸清城市存量资产资源底数,推动已供未开发土地和在建项目分类处置,盘活闲置低效的老旧厂房、商业办公用房、商品住房、公房等”。

第二,城市更新与“消费升级”、“投资于”、“因地制宜发展新质生产力”组成政策网络,是连接消费端和投资端的重要桥梁。

消费升级领域,《规划》强调要“推动消费基础设施改造升级”,并提出发展“首发经济、银发经济、冰雪经济、低空经济、赛事经济、体验经济”六个新经济形态。这意味着城市更新正在成为消费场景升级的载体。结合 2025 年 12 月发改委印发《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目行业范围清单(2025 年版)》,将基础设施扩围至城市更新项目、商业办公设施、四星级以上酒店、体育场馆项目,上述领域有望成为后续城市更新 REITs 的重点方向。

投资于”领域,国务院近日印发的《关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见》明确,由常住地提供基本公共服务,促进未落户常住人口与户籍人口同等享有基本公共服务,涉及教育、住房、社保、医疗、就业等方面。对于人口净流入的城市而言,这意味着基本公共服务的供给短板仍有待补齐。

对此《规划》给出了解决方案,即“充分利用存量闲置房屋和低效用地,优先补齐民生领域公共服务设施短板”。其中,“一老一小”是政策重点支持的方向,《规划》提出“推动养老机构提质增效,支持有条件的医疗卫生机构开展医养结合服务”、“建设改造托育服务设施”、“加快公共场所适老化、无障碍环境建设改造,建设儿童友好空间”等。此前西安在 4 月已发文明确,“新建城区、居住小区和新建住宅项目要按照规划标准要求同步配套养老服务设施”。

值得注意的是,《规划》提出“强化城镇低收入住房困难家庭住房保障,更好满足住房困难且收入不高的工薪群体基本住房需求”,这也是“十五五”规划中的新提法。结合《关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见》来看,这意味着未来住房保障体系将由过去的“兜底型”向“普惠型”转变,考虑到未来五年的城市更新工作以存量资源的盘活为主,预计未来保障房的筹集将更多依赖于收储以及存量办公用房、厂房的盘活。

因地制宜发展新质生产力领域,《规划》提出“推动老旧街区厂区、低效产业园区、低效楼宇等转型升级,优化提升传统产业,培育壮大新兴产业和未来产业”,这意味着盘活后的存量土地和房产资源将优先保障新质生产力的用地需求。

第三,通过城市更新盘活优质存量土地资源,加快构建房地产发展新模式。

事实上,“十五五”时期两类住房需求的增长空间较大,而城市更新恰恰是满足这两类需求的必要环节。

一是积压的改善需求。2022 年以前房地产的投资属性强于消费属性,真正具备产品力的新房供给是稀缺的。2024 年“新好房”问世后,始终保持着不错的去化率。但受制于核心区域土地供应的稀缺,“新好房”始终面临着供不应求的局面,其破局之策就是通过“拆旧建新”等方式释放核心区域土地。因此,《规划》也提出要“因城施策增加改善性住房供给”、“促进房地产开发企业转型发展、参与城市更新”。

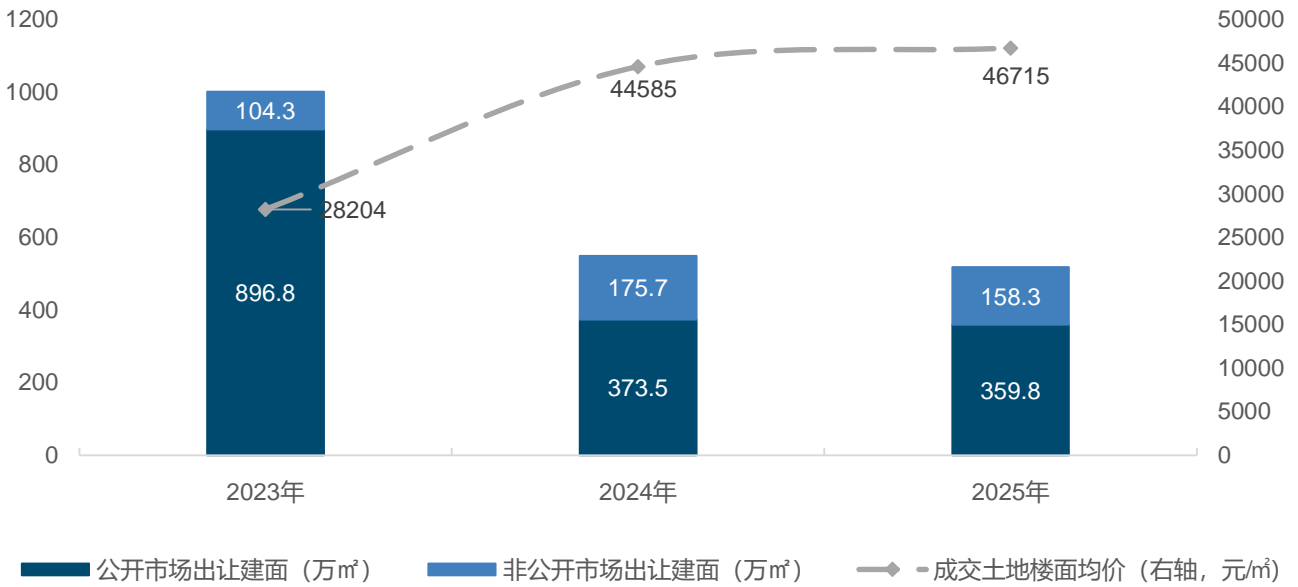
对于房企而言,当城市发展由“外延式”转向“内涵式”,产业向外延申的速度放缓,非核心区域房产作为投资品的逻辑被打破,居住属性开始成为主导房产价值的因素,通过城市更新释放配套完善的核心区域土地,是盘活新房市场的关键。同时,随着新房取消限价,房企也逐渐摒弃了过去高周转、高杠杆的经营模式,转而开发高总价、低密度的“新好房”以保障营收和利润空间。

与此同时,重点城市核心区域的土地供应将愈发稀缺。2026 年 3 月,自然资源部发布《关于进一步做好自然资源要素保障的通知》明确提出“新增建设用地优先保障重大项目和民生事业发展,原则上不用于经营性房地产开发”这意味着此后房地产供地的重点将放在通过城市更新盘活优质存量资源上。

因此,当前房企在核心城市拿地的逻辑已发生根本变化,由过去的“招拍挂”转向“城市更新”。以上海为例,非公开市场拿地占比正逐年提高,非公开市场成交金额占比从 2023 年的 10% 上升到 2025 年的 30.6%。其中,中心城区拿地尤其依赖非公开市场,黄浦、徐汇作为近年来城市更新力度较大的区域,通过非公开市场成交的地块面积占比超过 80%。



图表1：2023-2025年上海公开市场、非公开市场宅地成交建面及楼面价



来源：同策研究院，国金证券研究所

二是基本居住需求。其中既包括低收入群体的基本住房需求，也涵盖新市民、青年等群体的阶段性住房困难。当房企的经营模式从提高周转率变为提高单个项目利润，这意味着核心城市的新房价格注定昂贵，其定位是满足少数的改善和高端需求，而大量的刚需群体并没有购置新房的能力。从城市更新的角度看，要满足这类需求，更多要依靠“原拆原建”和收储存量房用于保障性租赁住房。因此，《规划》明确“有序推进危旧房改造”、“用好中央补助资金、地方政府专项债券等，加快拆除改造D级危险住房”、“支持老旧住房自主更新、原拆原建，探索可持续运营模式”。

整体看，未来房企转型的方向有三：一是通过城市更新获取核心区域土地并建设“新好房”，满足居民积压的改善需求；二是积极参与存量土地和房产的盘活，转向轻资产运营模式，通过获取租金收入和发行REITS实现资金的循环；三是提供物业服务，尤其是当前新房二手房价差加剧的背景下，优质的物业服务在“新好房”保值上是不可或缺的，而“原拆原建”和保障性住房的增加也会带动对物业服务的需求。

第四，专项债支持城市更新并非新提法，城市更新有望成为“十五五”时期信贷投放的重点领域。

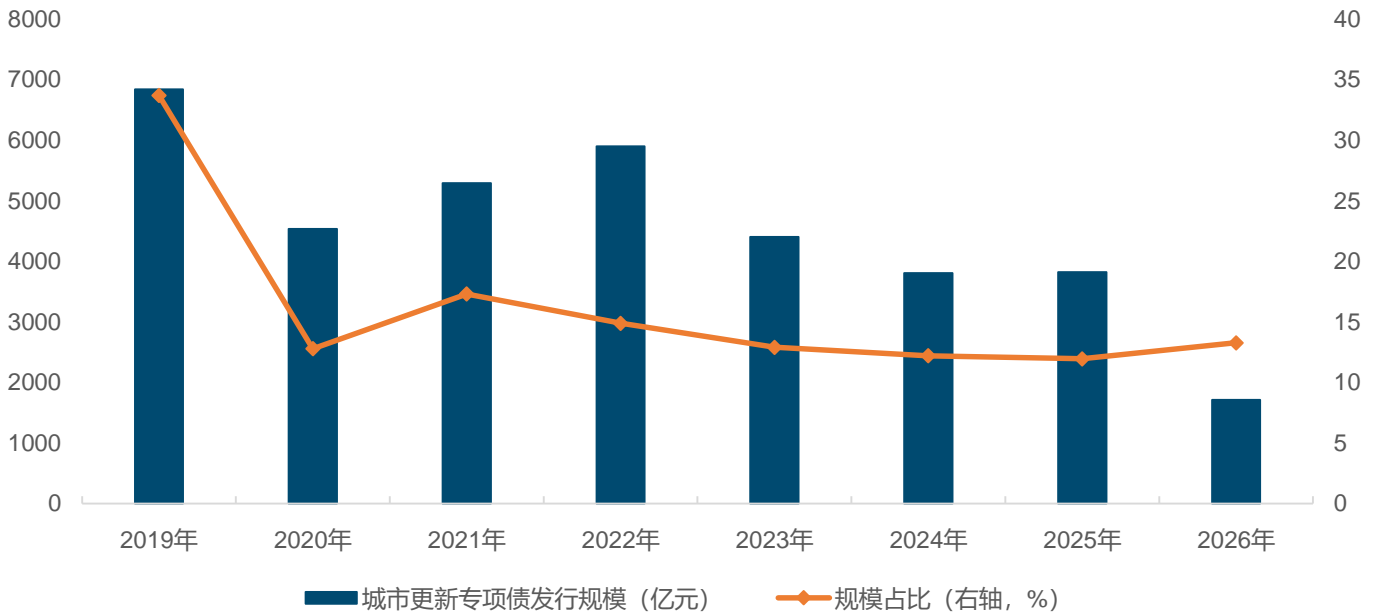
在政策支持上，《规划》明确“允许通过地方政府专项债券支持符合条件的城市更新项目建设，支持用作项目资本金”，但这并非新提法。

专项债支持城市更新项目建设始于2019年。以棚改、老旧小区改造、保障性安居工程、保障性租赁住房为代表的城市更新项目始终是专项债的重点投放领域，2023-2025年占比约为12%，今年1-5月占比小幅提升至13.3%。

支持专项债用作城市更新项目资本金则始于2024年12月国务院办公厅印发的《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发“52号文”），明确了在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，并将城市更新纳入了专项债券用作项目资本金范围。2025年专项债用作城市更新项目资本金的规模约177亿元，专项债作资本金比例约8.8%。



图表2：2019年至今专项债支持城市更新情况



来源：企业预警通，国金证券研究所

相比之下，更值得关注的是《规划》在地方政府财政支持和金融支持领域表述的微妙变化。

地方财政支持方面，《规划》强调“地方政府加大财政投入，在确保完成国家任务的前提下，推进相关资金整合和统筹使用”。2025年5月印发的《关于持续推进城市更新行动的意见》则强调“地方政府要加大财政投入，推进相关资金整合和统筹使用，在债务风险可控前提下，通过发行地方政府专项债券对符合条件的城市更新项目予以支持，严禁违法违规举债融资”。从表述的变化上看，预计“十五五”时期地方政府专项债将加大在城市更新领域的资金投放，同时地方政府的一本账资金也有望加力支持城市更新。

金融支持方面，《规划》提出“对风险可控、商业可持续、符合条件的项目，允许采用综合开发、银团贷款、项目投资等市场化模式给予支持。探索金融支持城镇老旧住房自主更新、原拆原建的有效举措。”结合当前信贷增长动能相对疲弱的现状，未来城市更新有望成为金融机构信贷投放的重点领域。

第五，本轮城市更新的增量集中在强化城市“韧性”上，包括城镇危旧房改造、城市地下管网改造、存量应急避难场所改造。

《规划》提出了“十五五”时期城市更新的主要目标。其中，“十五五”期间城镇危旧房改造的规模较过去五年翻番，达到50万套。《规划》明确要“对城市C、D级危险住房和非成套住房建档立卡并动态更新”，并提出“全面开展城市体检，健全城市体检与城市更新一体化推进机制”。

此外，《规划》明确“十五五”期间城市地下管网改造长度由“十四五”的25万公里增长至36.5万公里。同时，《规划》提出“开展城市地下管网体检，加快实施燃气、供水、排水、污水、热力等老旧管网更新改造，因地制宜推动地下综合管廊建设。”城市地下管网是“六张网”建设的重要一环，预计也将成为未来一段时间内稳投资的重要抓手。

根据《规划》的部署，“十五五”时期我国将改造存量应急避难场所5万个，推动平急两用公共基础设施及多种应急资源共建共用。



图表3：“十五五”时期城市更新的主要目标

序号	指标	2025 年	2030 年
1	城镇危旧房改造数量（万套/间）	25	50
2	新开工改造城镇老旧小区数量（万个）	24	11.5
3	老旧街区厂区改造提升数量（个）	900	1500
4	城中村改造数量（个）	4100	4000
5	历史建筑修缮数量（万处）	1	1.5
6	新建及改扩建体育场地面积（万公顷）	12.7	12.8
7	城市公园绿地改造提升面积（万公顷）	—	2
8	城市地下管网改造长度（万公里）	25	36.5
9	存量应急避难场所改造数量（万个）	—	5
10	城镇房屋基础信息数字化率（%）	—	>95

来源：《城市更新“十五五”规划》，国金证券研究所（注：指标1-9均为5年累计数）

风险提示

城市更新强调项目收益平衡，若缺少合适项目可能造成政策落地节奏不及预期。外部环境存在较高不确定性，可能对国内政策安排形成扰动。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究