

宏观点评 20250715

城市更新的空间有多大？

——2025 年 7 月中央城市工作会议点评

2025 年 07 月 15 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

事件：

- 2025 年 7 月 14 日至 15 日，时隔近 10 年，中央城市工作会议再度召开。会议指出，要以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换等重要工作。
- 从会议部署城市工作 7 个方面的重点任务看，着力优化现代化城市体系、着力建设富有活力的创新城市、着力建设舒适便利的宜居城市等重点任务都是“城市更新”这一概念的重要组成部分。“十五五”期间，在加快构建房地产发展新模式的过程中，“城市更新”预计将成为相关工作的重中之重。

点评：

- 1.什么是“城市更新”？“城市更新”是①危房改造、②城镇老旧小区整治改造、③老旧街区/老旧厂区/城中村等更新改造、④城市基础设施建设改造的“集合体”。此外，“城市更新”还涉及完整社区建设、建立健全公共服务网络、修复城市生态系统、保护传承城市历史文化等工作。
- 2.为什么近年“城市更新”加速推进？国内投资结构的转变可能是加快推进“城市更新”的本质原因。当按照新建、扩建、改建区分固定资产投资（不含农户）时，扩建类固投增速近年呈上升趋势，2023 年已超过新建类的固投增速。长期看，国内固定资产投资历经多年快速增长后，存量资产的盘活、维护、更新对国内投资的贡献料将持续提高。
- 3.“城市更新”预计能够落地多大规模？“十五五”期间，城市更新预计至少能够完成 4.48 万亿元总投资，折合每年近 9000 亿元。未来，城市更新的潜在需求预计将主要来自城中村改造、老旧小区改造与城市基础设施建设改造。其中：

（1）老旧小区改造与城市基础设施建设改造：2024 年，国家发改委披露“2023-2024 年安排中央预算内投资、增发国债和超长期特别国债资金超过 4700 亿，重点支持地下管网改造、城镇老旧小区改造等城市更新项目。今后几年，城市更新仍是政府投资的支持重点。”如果未来保持这样的投资强度，那么在“十五五”期间，即使不考虑财政资金的撬动作用，老旧小区改造与城市基础设施建设改造预计至少也可贡献 2.35 万亿元新增投资。

（2）城中村改造：2020 年，全国城镇家庭居住的自建房总建筑面积估算值约为 6.66 亿平方米。剔除 2025 年底之前可能已完成改造部分后，如果“十五五”期间，对剩余自建房采用“半拆半整”的模式予以全部改造，其中①半数拆除重建部分假设新小区楼面价为 7000 元、建安费用为 3000 元/m²，②半数整治提升部分假设单位改造成本为 170 元/m²，那么城中村改造预计将在“十五五”期间贡献 2.13 万亿元新增投资。

- 4.“城市更新”的资金来源有哪些？2024 年，“城市更新”的落地资金来源包括 12 个省发行专项债近 1000 亿元、28 个城市设立城市更新基金总规模达 4550 亿元、12 省设立专项资金给予奖补或贷款贴息等。未来伴随“土储专项债”持续发行，“城市更新”领域有望获得更多地方债资金支持，例如研究能否将城中村改造项目“拆出地块”交由地方政府“土储专项债”收储，进而从项目收益来源方面降低项目实施难度。
- 风险提示：（1）对“十五五”期间“城市更新”投资规模的估算可能不准；（2）对“城市更新”的潜在资金来源可能分析不准；（3）对部分地方债如“土储专项债”的发行规模预期可能不准。

相关研究

《新增贷款与政府债券“双轮”推升社融——2025 年 6 月金融数据及国新办新闻发布会点评》

2025-07-15

《《大美丽法案》：内容、影响与策略启示》

2025-07-14

内容目录

1. 什么是“城市更新”？4

2. 为什么近年“城市更新”加速推进？4

3. “城市更新”预计能够落地多大规模？5

 3.1. 老旧小区改造与城市基础设施建设改造.....6

 3.2. 城中村改造.....6

4. “城市更新”的资金来源有哪些？7

5. 风险提示9

图表目录

图 1: 在近年国内固定资产投资中，扩建类投资同比增速持续提高.....5

图 2: 2020 年，我国超过 2100 万户家庭的住房来自自建，其中过半分布于乡村.....7

表 1: 从总书记近年系列重要讲话看，城市更新的推进速度明显加快.....4

表 2: 2025 年，新增专项债的倾斜方向预计将从支持项目建设向支持土储与化债转变.....8

2025 年 7 月 14 日至 15 日，时隔近 10 年，中央城市工作会议再度召开。会议指出，要以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换等重要工作。

从会议部署城市工作 7 个方面的重点任务看，着力优化现代化城市体系、着力建设富有活力的创新城市、着力建设舒适便利的宜居城市等重点任务都是“城市更新”这一概念的重要组成部分。“十五五”期间，在加快构建房地产发展新模式的过程中，“城市更新”预计将成为相关工作的重中之重。

1. 什么是“城市更新”？

“城市更新”这一概念最早于 2019 年中央经济工作会议提出，参考 2025 年 5 月《中共中央办公厅国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见》可知，城市更新是①危房改造、②城镇老旧小区整治改造、③老旧街区/老旧厂区/城中村等更新改造、④城市基础设施建设改造的“集合体”，此外还涉及完整社区建设、建立健全公共服务网络、修复城市生态系统、保护传承城市历史文化等工作。

2. 为什么近年“城市更新”加速推进？

以总书记的系列重要讲话为纲不难发现，自 2024 年以来，城市更新的推进速度明显加快。2019 年、2020 年、2023 年中央经济工作会议分别提出“加强城市更新和存量住房改造提升”、“实施城市更新行动”、“实施城市更新行动”；2024 年，中央经济工作会议对“城市更新”的相关表述升级为“大力实施城市更新”；2025 年 5 月，中央政治局会议首次谈及“城市更新”，会议相关表述再度升级为“加力实施城市更新行动”。

表1：从总书记近年系列重要讲话看，城市更新的推进速度明显加快

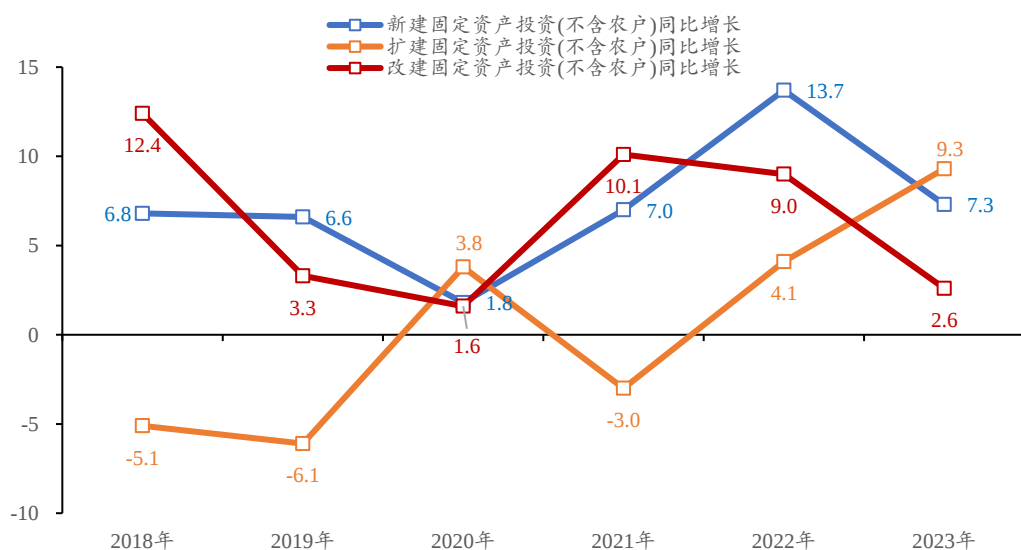
时间	相关会议/考察/文章等	领导指示
2019 年 12 月 10 日至 12 日	中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。
2020 年 12 月 16 日至 18 日	中央经济工作会议	要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。
2022 年 8 月 16 日至 17 日	总书记在辽宁考察	老旧小区改造是提升老百姓获得感的重要工作，也是实施城市更新行动的重要内容。
2022 年 10 月 16 日	“二十大”	坚持人民城市人民建、人民城市为人民，提高城市规划、建设、治理水平，加快转变超大特大城市发展方式，实施城市更新行动，加强城市基础设施建设，打造宜居、韧性、智慧城市。
2023 年 2 月 15 日	《求是》发表总书记重要文章——《当前经济工作的几个重大问题》	着力扩大国内需求：……二是通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。要支持城市群和都市圈建设现代化基础设施体系，实施城市更新行动、乡村建设行动。
2023 年 12 月 11 日至 12 日	中央经济工作会议	实施城市更新行动，打造宜居、韧性、智慧城市。充分发挥各地区比较优势，按照主体功能定位，积极融入和服务构建新发展格局。
2024 年 2 月 1 日至 2 日	总书记赴天津看望慰问基层干部群众	要坚持走内涵式发展路子，创新城市治理，加强韧性安全城市建设，积极实施城市更新行动，增强发展潜力、优化发展空间，推动城市业态、功能、品质不断提升。

2024 年 4 月 22 日至 24 日	总书记在重庆考察	老旧小区改造是城市更新的一个重点，也是一项民生工程，既要保留历史记忆和特色风貌，又要解决居民关切的实际问题。
2024 年 6 月 19 日至 20 日	总书记在宁夏考察	（要）积极推进城市更新，加强老旧小区改造。
2024 年 12 月 11 日至 12 日	中央经济工作会议	大力实施城市更新 。实施降低全社会物流成本专项行动。
2025 年 1 月 22 日至 24 日	总书记赴辽宁看望慰问基层干部群众	城市更新要因地制宜，同社区建设结合起来，一切着眼于便民、利民、安民，特别要更好地关心呵护“一老一小”。
2025 年 4 月 25 日	中央政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造 。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。

数据来源：人民网，东吴证券研究所

从政策出发点看，国内投资结构的转变可能是加快推进“城市更新”的本质原因。当按照新建、扩建、改建区分固定资产投资（不含农户）时，扩建类固投增速近年呈上升趋势，2023 年已超过新建类的固投增速。这其中固然有设备更新、以旧换新等政策支持的影响，但从长远角度看，国内固定资产投资历经多年快速增长后，存量资产的盘活、维护、更新对固定资产投资增长的贡献未来或将持续提高。在固定资产投资的 3 大主要组成部分——基础设施、房地产、制造业中，基础设施与房地产的维护更新便组成了“城市更新”。

图1：在近年国内固定资产投资中，扩建类投资同比增速持续提高



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. “城市更新”预计能够落地多大规模？

从官方数据看，2024 年全国实施城市更新项目数量与往年基本持平，但完成投资规模有所下降。考虑到实施难度相对较小、收益易于平衡的项目过去 4 年大概率已基本落地，未来城市更新或将不得不面对更多权属复杂、改造成本偏高、收益平衡较难但居民需求迫切的项目需求。

➤ 2021 年，全国共实施 2.3 万个城市更新项目，总投资达 5.3 万亿元。

- 2022 年，全国共实施 6.5 万个城市更新项目，总投资达 5.8 万亿元。
- 2023 年，截至当年 11 月末，全国共实施各类城市更新项目约 6.6 万个。
- 2024 年，全国共实施城市更新项目 6 万余个，完成投资约 2.9 万亿元。

“十五五”期间，城市更新预计至少能够完成 4.48 万亿元总投资，折合每年近 9000 亿元。城市更新是①危房改造、②城镇老旧小区整治改造、③老旧街区/老旧厂区/城中村等更新改造、④城市基础设施建设改造的“集合体”，“十五五”期间，城市更新的潜在需求预计将主要来自城中村改造、老旧小区改造与城市基础设施建设改造。

3.1. 老旧小区改造与城市基础设施建设改造

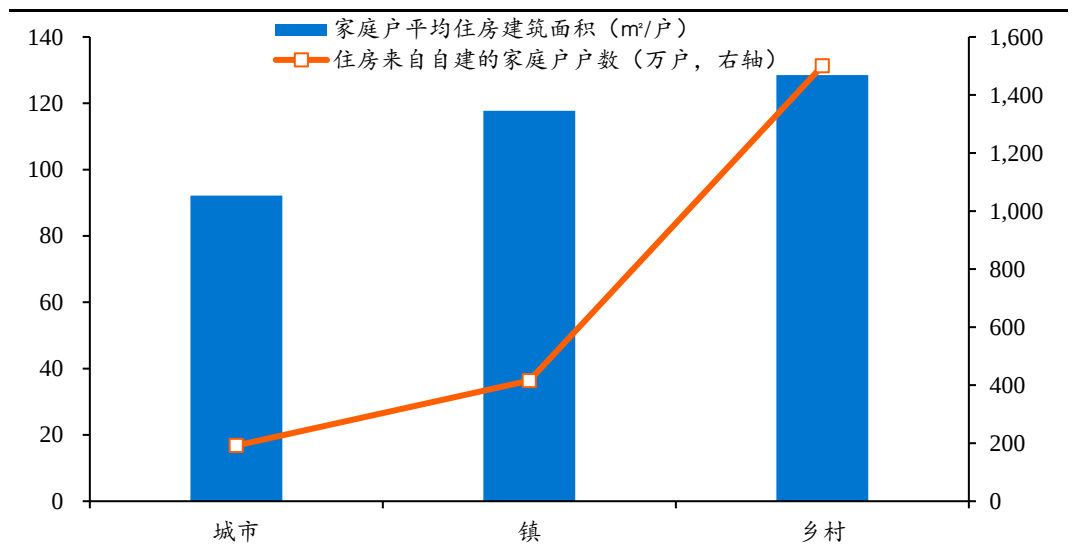
2024 年，国家发改委披露“2023-2024 年安排中央预算内投资、增发国债和超长期特别国债资金超过 4700 亿，重点支持地下管网改造、城镇老旧小区改造等城市更新项目。今后几年，城市更新仍是政府投资的支持重点。”如果未来保持这样的投资强度，那么在“十五五”期间，即使不考虑财政资金的撬动作用，老旧小区改造与城市基础设施建设改造预计至少也可贡献 2.35 万亿元新增投资。

3.2. 城中村改造

考虑到许多城中村的房屋类型为自建房而非商品住宅，因此或可参考城市自建房的面积作为“十五五”期间城中村改造的潜在规模。参考《中国人口普查年鉴》，截至 2020 年，在全国城市、镇范围内，住房来自于自建的家庭户户数合计为 639.04 万户，按照家庭户平均住房建筑面积估算，上述自建房总建筑面积约为 6.66 亿平方米。

剔除 2024 年已开展城中村改造惠及居民 136.7 万户、2025 年开展城中村改造可能惠及 100 万户（假设均为自建房）后，如果“十五五”期间，对剩余自建房采用“半拆半整”的模式予以全部改造，其中①半数拆除重建部分假设新小区楼面价为 7000 元、建安费用为 3000 元/m²，②半数整治提升部分假设单位改造成本为 170 元/m²，那么城中村改造预计将在“十五五”期间贡献 2.13 万亿元新增投资。

图2：2020 年，我国超过 2100 万户家庭的住房来自自建，其中过半分布于乡村



数据来源：《中国人口普查年鉴 2020》，东吴证券研究所

4. “城市更新”的资金来源有哪些？

“城市更新”的投融资机制日趋多元化，未来有望撬动更多社会资本进入。从 2024 年实践经验看，国内共 12 省设立专项资金给予奖补或贷款贴息，12 个省发行专项债近 1000 亿元用于各类更新改造，一些地方完善税费减免政策。28 个城市设立城市更新基金，总资金规模达 4550 亿元。此外，各地还通过政企合作、特许经营、企业承包、自主更新等，吸引社会资本投入；同时积极争取金融信贷支持，拓宽征信方式、延长贷款期限，城市更新的投融资机制日趋多元化。

未来伴随“土储专项债”持续发行，城中村改造等“城市更新”项目有望获得更多地方债资金支持。目前，项目收益测算难以平衡是制约“城市更新”尤其是城中村改造进一步扩大实施范围的关键因素，在此过程中，财政资金可能需要加大支持力度，以期更好地撬动社会资本介入，其潜在发力方向或包括：将城中村改造项目“拆出地块”交由地方政府“土储专项债”收储，进而从项目收益来源方面降低项目实施难度。

表2：2025 年，新增专项债的倾斜方向预计将从支持项目建设向支持土储与化债转变

月份（亿元）	新增一般债 发行规模	新增专项债发行规模			
		用于项目建设	用于土地储备	用于债务化解	用于补充中小银行资本金
2023 年 1 月	1346	4912	0	0	0
2023 年 2 月	1062	3316	1	0	40
2023 年 3 月	718	4968	31	0	300
2023 年 4 月	178	2044	0	0	604
2023 年 5 月	264	2411	0	0	344
2023 年 6 月	776	4038	0	0	0
2023 年 7 月	391	1878	0	0	85
2023 年 8 月	1127	5795	1	0	150
2023 年 9 月	620	3569	0	0	0
2023 年 10 月	83	832	0	1352	0
2023 年 11 月	257	175	0	1395	282
2023 年 12 月	185	190	0	354	378
2024 年 1 月	1186	568	0	0	0
2024 年 2 月	540	3466	0	0	0
2024 年 3 月	356	2247	0	0	60
2024 年 4 月	402	883	0	0	0
2024 年 5 月	436	4383	0	0	0
2024 年 6 月	405	2807	0	520	0
2024 年 7 月	386	1038	0	1777	0
2024 年 8 月	1414	5282	0	2683	0
2024 年 9 月	1042	7214	1	3064	0
2024 年 10 月	384	2594	0	378	0
2024 年 11 月	195	508	0	348	0
2024 年 12 月	242	211	0	0	0
2025 年 1 月	1005	1898	0	150	0
2025 年 2 月	1046	2840	424	655	0
2025 年 3 月	740	3261	6	367	0
2025 年 4 月	232	1846	190	265	0
2025 年 5 月	487	2982	463	987	0
2025 年 6 月	1010	2326	841	2103	0
2025 年 7-12 月月均预计	580	1722	321	1690	0
2023 年合计	7007	34127	34	3101	2183
2024 年合计	6986	31202	1	8769	60
2025 年全年预计值	8000	25484	3850	14667	0

数据来源：中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

注：2025 年用于土地储备的地方债发行规模按照“今年上半年实际发行规模×2”估算，估算结果可能偏低。

5. 风险提示

- (1) 对“十五五”期间“城市更新”投资规模的估算可能不准;
- (2) 对“城市更新”的潜在资金来源可能分析不准;
- (3) 对部分地方债如“土储专项债”的发行规模预期可能不准。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>