

城市更新中的“专项债券”应用评析与规划策略探讨*——以深圳市城中村综合整治实践为例

Evaluation and Planning Strategies for the Application of “Special Bonds” in Urban Renewal: A Case Study of the Comprehensive Improvement of Urban Villages in Shenzhen

张 艳 柯梦佳 唐楚婷 周 维 ZHANG Yan, KE Mengjia, TANG Chuting, ZHOU Wei

摘 要 从2019年前后开始,深圳市积极探索发行地方政府专项债券(以下简称“专项债券”)来破解城市更新中的资金难题。梳理专项债券在财政管理方面的政策要求,以城中村综合整治为例,分析当前专项债券的应用特点及存在问题。通过3个城中村综合整治实践案例,展示了地方政府专项债券如何作为财政资金的重要补充从而成为城市更新的重要融资渠道,及其所面临的项目收益性不足、偿债困难等问题。研究认为,为了突破城市更新专项债券项目的收益与融资自求平衡瓶颈,不仅需要通过严格的财政管理来防范债务风险,还需要探索契合财政政策和投融资工具的规划策略,包括在城市更新的空间规划中关注经济收益的挖潜,并积极探索片区统筹、项目统筹等多种资金平衡方式,从而提升城市更新项目的规划实施绩效。

Abstract Since around 2019, Shenzhen has actively explored the issuance of local government special bonds to address funding shortages in urban renewal. This paper reviews the policy requirements of special bonds under China's fiscal management framework, and then takes the comprehensive improvement of urban villages as an example to analyze their current application characteristics and existing problems. Through three practical cases of comprehensive improvement in urban villages, the study demonstrates how local government special bonds serve as an important supplement to fiscal funds and a key financing channel for urban renewal, while highlighting challenges such as insufficient project profitability and debt repayment difficulties. The study suggests that, to overcome the bottleneck in achieving self-balancing between investment and returns in urban renewal special bond projects, it is necessary not only to implement strict fiscal management to prevent debt risks, but also to explore planning strategies that align with fiscal policies and investment-financing instruments. These strategies include: prioritizing the evaluation of economic outputs in spatial planning, balancing project investment and returns through district-level planning and development, and coordinating different types of renewal projects across the city to enhance the overall implementation performance.

关 键 词 城市更新;专项债券;城中村;综合整治;规划策略

Key words urban renewal; special bonds; urban villages; comprehensive improvement; planning strategies

文章编号 1673-8985 (2026) 03-0134-06 中图分类号 TU984 文献标志码 A

DOI 10.11982/j. supr. 20260319

作者简介

张 艳

深圳大学建筑与城市规划学院
教授,博士生导师

柯梦佳

深圳大学建筑与城市规划学院
硕士研究生

唐楚婷

深圳大学建筑与城市规划学院
硕士研究生

周 维 (通信作者)

深圳市房地产和城市建设发展研究中心
高级工程师, 24552435@qq.com

0 引言

2025年5月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》,明确了包括推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造在内的城市更新八大任务,并提出“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,

*基金项目:国家社会科学基金一般项目“空间适配视角下低收入社区人口迁移特征与城市更新策略研究”(编号22BRK023)资助。

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”^[1]。地方政府专项债券(以下简称“专项债券”),是指“为有一定收益的公益性项目发行,以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券”^①。专项债券首推于2015年,此后不断加大发行力度并扩大使用范围,在优化地方政府融资结构、稳定宏观经济大盘、加强基础设施建设等方面发挥了积极作用。在城市更新领域,广东、浙江、福建、山东、重庆等地均有针对保障房、旧改、棚改等的专项债券项目^[2]。

深圳市城中村数量多、规模大、分布广,更新改造压力大。多年来,深圳市持续通过综合整治等方式消除城中村安全隐患、提升环境品质和改善基础设施。在改造资金筹集方面,从2019年前后开始积极探索发行专项债券来破解城中村综合整治的资金难题,取得了一定成效和经验。本文在阐述专项债券和财政管理政策的基础上,以城中村综合整治为例,分析当前专项债券在深圳城市更新中的应用状况与可持续性;最后延伸探讨面向城市更新与契合财政政策的若干规划策略。

1 专项债券的发展历程与基本特点

1.1 专项债券的发展历程

专项债券是我国财政领域的重大政策创新,具有期限长、利率低等特点。推出专项债券一方面是为了缓解减税降费导致的地方财力下降的问题,另一方面也是为了协调稳增长和防风险之间的平衡关系,提升国家治理体系和治理能力现代化水平^[3]。从国家财政政策导向看,我国专项债券的发行经历了从限制发展到试点发展,再到快速发展的阶段(见图1)。

(1) 限制发展阶段 (1998年之前)。1998年之前,我国不允许地方政府举债,《中华人民共和国预算法》(1994年)明确规定“地方政府不得发行地方政府债券”。

(2) 试点发展阶段 (1998—2015年)。1998年,在亚洲金融危机的背景下,国家决定增发一定数量的国债,由中央政府代地方政府举债并转贷地方用于国家确定项目的建设^②。此后,地方债券的发行经历了最初的中央政府代发代还,到地方自发,中央代还,并最终演变为地方自发自还^[4]。2014年,我国正式以法律形式赋予了地方政府可以发行债券的权力^③。同年10月,首次提出地方政府可以发行专项

债券^④，并于2015年配套出台相关政策文件对专项债券的发行进行了明确和规范。

(3) 快速发展阶段 (2016年至今)。2016年,财政部明确将专项债券纳入政府性基金预算管理^⑤。早期的专项债券主要有土地储备专项债券、收费公路专项债券和棚改专项债券3个类型。2017年8月,财政部要求在扩大专项债券类型和使用范围的同时,对专项债券进行限额管理,并对专项债券的收益做出了明确要求^⑥。随后,国家又出台了一系列的政策,引导与管控专项债券的投向领域。此外,财政部还先后发布多个政策文件对专项债券的发行、使用、管理等工作出具体的指引。

截至2024年末,专项债券已成为地方政府筹集资金的重要渠道,地方政府专项债务限额35.5万亿元,占地方政府全部债务限额的67.2% (见图2) ^⑦。

1.2 专项债券的基本特点

1.2.1 纳入政府性基金预算管理,有明确的收益性要求

地方政府债券分为一般债券和专项债券两种,两者在发行目的和使用管理上存在较大差别(见表1)。

专项债券纳入政府性基金而非一般公共预算管理,意味着其无法像一般债券那样以地方的财政收入作为偿还担保,因而具有项目收

年份	2001	2001	2001	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2004
	5	6	7	8	9	1	2	3	4	1	2	3	4
专项债务资本化率	6.1	6.5	7.3	8.6	10.8	14.5	18.2	21.8	25.6	35.5			
一般债务资本化率	9.9	10.7	11.5	12.4	13.3	14.3	15.1	15.8	16.5	17.3			
地方政府债务资本化率	16.0	17.2	18.8	21.0	24.1	28.8	33.3	37.6	42.2	52.8			

图2 我国地方政府债务规模趋势图
Fig.2 Local government debt trends in China

资料来源:笔者根据“中国地方政府债券信息公开平台”网公布的“全国地方政府债务限额”整理绘制(<https://www.celma.org.cn/nds/index.jhtml>)[2025-12-24]。

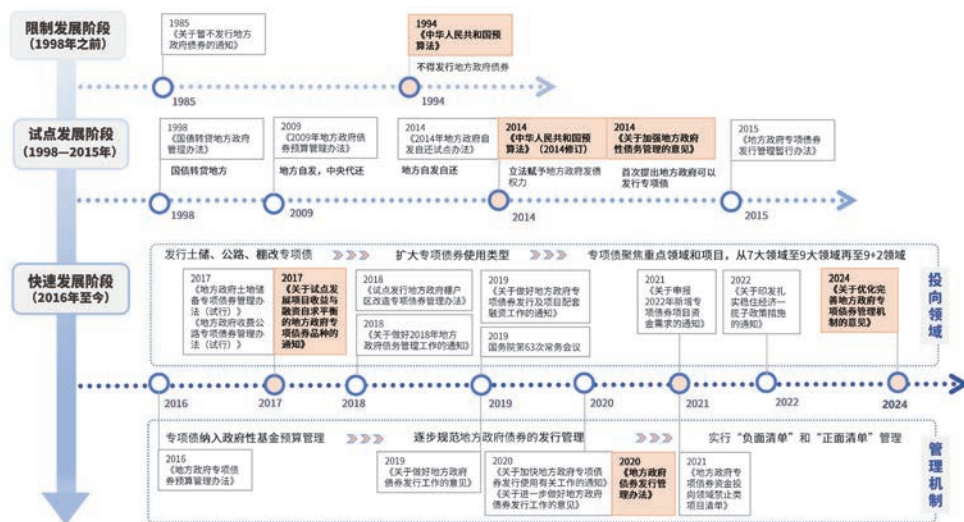


图1 我国专项债券相关政策历程梳理
Fig.1 A review of the policy evolution of special bonds in China

资料来源:笔者整理。

注释: ①《地方政府专项债券发行管理办法》(财库〔2020〕43号)。

② 财政部《国债转贷地方政府管理办法》(财预字〔1998〕267号)。

③《中华人民共和国预算法》(2014修正)。

④《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)。

⑤ 财政部《地方政府专项债务预算管理办法》(财预〔2016〕155号)。

⑥ 财政部《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)。

⑦数据来源:根据“中国地方政府债券信息公开平台”公布的“全国地方政府债务限额”(https://www.celma.org.cn/ndsi/index.jhtml)[2025-12-24]统计。

益的硬约束要求。根据财务部2017年的政策文件规定,“分类发行专项债券建设的项目,能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流入,且现金流入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模”^⑧。衡量的主要标准为本息覆盖倍数及资金平衡状况^⑨。

1.2.2 投向领域受到严格的政策管控,实行正负面清单双向管理

专项债券不计入财政赤字,但纳入政府债务限额管理,其投向领域受到国家严格的政策管控。自2019年国务院第63次常务会议提出专项债券重点领域之后,国家的相关政策持续调整,力求投向结构不断优化,保证服务于国家发展的战略目标,逐步形成了专项债券投向的“9+2”重点领域导向,以及专项债券投向领域“负面清单”和专项债券用作项目资本金范围“正面清单”(见表2)。

2 城中村综合整治中的“专项债券”应用与评析

城中村综合整治是城市更新的重头任务,深圳市尤其如此。下文以深圳市城中村综合整治项目为例,阐述专项债券的应用,并对其绩效和可持续性作评析。

2.1 深圳市城中村综合整治项目专项债券发行概况

根据中国地方政府债券信息公开平台数据整理,截至2023年底深圳已发行的政府专项债券中,与城中村综合整治相关的主要涉及保障性安居工程、能源和社会事业等3个投向领域。这3个领域均属于国家引导专项债券投向的“9+2”重点领域。投向保障性安居工程领域的主要为城镇老旧小区改造专项债券,建设内容较综合,包括城中村市政设施改造、城中村综合整治建设等;投向能源领域的债券的

建设内容主要为城中村电力设施、管道天然气改造工程等;投向社会事业领域的债券的建设内容主要为特色文化街区建设^⑩。

从专项债券发行金额看,保障性安居工程领域发行规模最大。以2020年新增专项债券发行为例,与城中村综合整治相关的债券发行金额共计34.6亿元。其中:保障性安居工程领域24.6亿元,占比71.1%;能源领域7.0亿元,占比20.2%;社会事业领域3.0亿元,占比8.7%^⑪。

考察各项实际情况,专项债券的发行可谓十分灵活:在对应项目上,有单一项目发行,也有多个项目集合发行的情况;在发行分期上,有单期发行、多期发行等不同类型,还有采

用续发还本的方式,通过发行新的专项债券来筹集资金以偿还到期的旧专项债券本金;在发行期限上,从5年期、7年期、10年期到15年期不等。

2.2 专项债券应用的案例分析

根据中国债券信息网的专项债券信息披露文件,针对保障性安居工程、能源和社会事业3个主要投向领域,各选取一个实践案例展开分析。

2.2.1 案例一:城镇老旧小区改造专项债券项目——福田区老旧小区改造
福田区老旧小区改造^⑫涉及上沙村电力

表1 专项债券与一般债券的比较
Tab.1 A comparison between special bonds and general bonds

比较内容	专项债券	一般债券
定义	为有一定收益的公益性项目发行,以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券	为没有收益的公益性项目发行,主要以一般公共预算收入作为还本付息资金来源的政府债券
发行主体	省、自治区、直辖市和经省级人民政府批准自办债券发行的计划单列市人民政府	
使用方向	应当用于公益性资本支出,不得用于经常性支出	
预算管理	专项债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理	一般债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入一般公共预算管理
还款来源	专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还; 专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还,不得通过发行专项债券偿还	一般债务本金通过一般公共预算收入(包含调入预算稳定调节基金和其他预算资金)、发行一般债券等偿还; 一般债务利息通过一般公共预算收入(包含调入预算稳定调节基金和其他预算资金)等偿还,不得通过发行一般债券偿还

资料来源:笔者根据《地方政府债券发行管理办法》(财库〔2020〕43号)、《地方政府专项债务预算管理办法》(财预〔2016〕155号)、《地方政府一般债务预算管理办法》(财预〔2016〕154号)整理制作。

表2 专项债券的投向领域管控
Tab.2 Regulation of investment directions for special bonds

专项债券投向的“9+2”重点领域	专项债券投向领域“负面清单”	专项债券用作项目资本金范围“正面清单”
交通基础设施,能源,农林水利,生态环保,社会事业,城乡冷链等物流基础设施(含粮食仓储物流设施),市政和产业园区基础设施,国家重大战略项目,保障性安居工程,新型基础设施,新能源项目	完全无收益的项目,楼堂馆所,形象工程和政绩工程,除保障性住房、土地储备以外的房地产开发,主题公园、仿古城(镇、村、街)等商业设施和一般竞争性产业项目	信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等新兴产业基础设施,算力设备及辅助设备基础设施,高速公路、机场等传统基础设施安全性、智能化改造,以及卫生健康、养老托育、省级产业园区基础设施等

资料来源:笔者根据《关于申报2022年新增专项债券项目资金需求的通知》(财预〔2021〕209号)、《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》(国办发〔2024〕52号)整理制作。

注释: ⑧ 财政部《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)。
⑨ 根据《地方政府专项债券实施方案编制指南》(T/CNAEC 0204-2023),本息覆盖倍数的计算公式为:本息覆盖倍数=(息税折旧摊销前利润-所得税+政府性基金预算收入)/专项债券还本付息合计。一般要求本息覆盖倍数在1.2以上,资金平衡情况要在“总体可还”的基础上确保“分年不崩”,避免项目在运营过程中出现现金流缺口等问题。
⑩ 前两个领域的专项债券存在项目建设内容类似现象,这是因为部分综合整治项目的具体工程会并入部门专项行动,因而出现债券用途归属领域的差异。
⑪ 数据来源:根据“中国地方政府债券信息公开平台”的“综合查询”功能(<https://www.celma.org.cn/zqxx/index.jhtml>) [2025-12-24]查询2020年深圳市专项债券数据整理而成。
⑫ 本案例所涉资金数据均来源于“中国债券信息网”公布的“2020年深圳市政府专项债券(二十七期至五十六期)信息披露文件”(https://www.chinabond.com.cn/xxpl/ywzc_fxyfxdh/fxyfxdh_zqzl/zqzl_dfzfz/dfzfz_fxwj/202307/t0230716_853221824.html) [2025-12-24]中的“2020年深圳市(福田区)城镇老旧小区改造专项债券(一期)—2020年深圳市政府专项债券(三十三期)实施方案”。

设施综合整治工程等27个子项目,主要建设内容为片区内部分城中村电力设施综合整治工程、管道燃气及环境综合整治工程等,建设期从2019年至2022年。项目发行专项债券资金21 600万元,占全部投资总额的15.59%。债券实施主体为福田区住房和建设局。债券利率2.93%,期限10年。还本付息计划为每年付息,2022年开始偿还本金。

该项目所涉及的多为收益较低的市政基础设施项目,由此产生的电费、气费等无法直接满足专项债券的资金平衡与还本付息要求,因此需要依赖间接收益作为偿债来源。根据该债券项目实施方案,项目存续期内,安排项目改造范围内的深圳文化创意园一定比例的出租收入作为该专项债券还本付息的资金来源。该创意园总建筑面积近20万 m^2 ,公共营收稳定,2019年的租金收入为4 561万元,以此作为收入基数测算,后续每年租金考虑上浮3%,2021—2030年总收入合计约36 808万元,将2021—2022年50%的租金收入、2023—2027年65%的租金收入,以及2028—2030年100%的租金收入用于专项债券还本付息,预计项目收益对债券本息的覆盖率为1.47倍。

2.2.2 案例二:能源专项债券项目——宝安区“双宜小村”建设工程

该项目针对2018年和2019年宝安区“双宜小村”建设工程^⑬,主要建设内容为城中村管道燃气入户工程。项目发行专项债券资金70 000万元,占全部投资总额的36.27%。专项债券拟分两期发行,首期发行10年期债券52 000万元,第二期发行10年期债券18 000万元。债券实施主体为项目所在辖区的街道办事处。首期债券利率2.93%,还本付息计划为每年付息,2023年开始偿还本金,2030年完成全部债券本金偿还。

该项目建设本身并无直接经济收益,但项目通过对管道天然气入户的全面推进,会大幅改善宝安区城中村居民的生活环境,并提升宝安区的人才引进吸引力,对于促进能源结构

调整、改善环境质量也有着重要的意义,因而对宝安区整体投资价值将带来较大的积极影响。根据该债券项目实施方案,在债券存续期内,安排项目所在街道涉及的部分保障房租金收入作为项目的还本付息来源。基于对用于项目债券还本付息涉及的保障房租金收入测算,预计债券本息资金覆盖率为1.38倍。

2.2.3 案例三:社会事业专项债券项目——南山区南头古城特色文化街区建设

南山区南头古城特色文化街区建设项目^⑭建设用地面积约28万 m^2 ,总建筑面积约35万 m^2 。项目主要建设内容包括特色街区风貌整治、文物保护及利用、基础设施综合治理3大内容。项目发行专项债券30 000万元,占全部投资总额的35.06%。债券实施主体为南山区建筑工务署。债券利率2.6%,期限7年。还本付息计划为每年付息,最后5年等额还本,每年偿还本金20%。

南头古城更新改造采取的是政府与开发运营商、城中村股份公司等多方合作进行“统一租赁+更新整治+管理运营”的综合治理模式^[5]。项目由南山区政府牵头成立古城保护与利用工作领导小组推进更新改造工作,开发运营商在政府的指导下搭建运营管理平台,与区属国企、村股份有限公司合资成立运营公司统筹南头古城的运营工作。虽然该项目运营期间会带来一定的直接运营收益,但由于运营主体为非国有独资企业,因此无法将古城的运营收益纳入专项债券的还款来源。除了运营收益之外,项目的间接收益体现为通过综合治理方式对南头古城内部的空间形态、文化内容、文化设施及产业链条等进行统一规划与升级,不仅全面提升古城的居住环境,也全面提升当地出租物业的综合品质与价值,并对于城市文化产业的发展有着积极的作用。为此,根据该债券项目实施方案,在债券存续期内,安排项目所在区域附近的南头街道、南山街道和西丽街道的部分公共物业管理收入作为债

券还本付息期内的主要来源,涉及的物业面积共计约17万 m^2 ,公共物业管理用于还本付息的收入51 103万元,预计债券本息资金覆盖率为1.55倍。

2.3 专项债券应用的绩效和可持续性评析

专项债券应用于城中村综合整治实践符合国家关于专项债券投向领域的管控要求。3个案例中,虽然地方财政仍然是主要的资金筹措来源,但专项债券融资已成为财政投入资金之外的重要补充,对于改善城中村市政基础设施建设和提升城中村环境品质起到了积极的推动作用(见表3)。

同时也需要看到,专项债券项目的实施也存在着一些问题,最突出的就是城中村综合整治的特殊性导致了其直接收益很难达到专项债券项目所要求的项目融资和收益相平衡的硬性要求。3个案例中,涉及的消防、环境卫生、公共空间环境美化等整治内容基本为无直接收益的项目。其中:供用电、燃气和供水等治理类项目可转化为电费、气费和水费等收入,形成少量的直接收益,但远不能达到本息覆盖倍数要求;部分商业运营虽然有收益,但由于收益权归属问题而无法转化为政府性基金收入或专项收入来用作专项债券的偿债来源。这使得3个案例的预期偿债来源均高度依赖物业出租收入、物业管理收入等间接收益。

由于这些间接收益与项目的直接关联较弱,收益的实现和有效归集存在不确定性,在项目推进的过程中,不可避免地出现了一些项目的实际收益不及预期、还本付息不能保障和不得不进行债券再融资的现象,形成了所谓的“收不抵支、以债养债”状况^[6]。据查证,案例一的专项债券项目中,2023年深圳文化创意园被列入城市更新单元并拟拆迁,偿债无法按照预期的项目实施方案完成。2023年,深圳市政府发行总额10.0344亿元的“2023年深圳市政府再融资专项债券(一期)”,用于归还已

注释: ⑬ 本案例所涉资金数据均来源于“中国债券信息网”公布的“2020年深圳市政府专项债券(二十七期至五十六期)信息披露文件”(https://www.chinabond.com.cn/xxpl/ywzc_fxyfxdh/fxyfxdh_zqzl/zqzl_dfzfdzfxwj/202307/t20230716_853221824.html)[2025-12-24]中的“2020年深圳市(宝安区)能源专项债券(一期)—2020年深圳市政府专项债券(三十二期)实施方案”。

⑭ 本案例所涉资金数据均来源于“中国债券信息网”公布的“2020年深圳市政府专项债券(二十七期至五十六期)信息披露文件”(https://www.chinabond.com.cn/xxpl/ywzc_fxyfxdh/fxyfxdh_zqzl/zqzl_dfzfdzfxwj/202307/t20230716_853221824.html)[2025-12-24]中的“2020年深圳市(南山区)社会事业专项债券(一期)—2020年深圳市政府专项债券(四十二期)实施方案”。

发行的深圳市政府专项债券，债券利率2.61%，债券期限5年。其中，有一部分金额用于归还案例一中的专项债券2023年应付本金3 240万元^⑤。同样，案例二中的专项债券项目也出现了通过再融资专项债券偿还本金的情况。2023年深圳市政府发行的19.5882亿元的“2023年深圳市政府再融资专项债券（三期）”中，有6 500万元用于归还案例二中的专项债券2023年到期本金^⑥。这种借新还旧的安排在短期内保障了专项债券的按时足额偿付，但并没有从根本上消除融资本息偿还缺口，从长期来看可能进一步积累更大的系统性债务风险。

显然，保障专项债券项目的收益能力、探索专项债券收益与融资自求平衡的实际解决路径将是未来在城市更新中合理应用专项债券的关键，其不仅关乎项目本身的成功实施，也关系到地方财政的稳定和全局的可持续发展。

3 面向城市更新与契合财政政策的规划策略探讨

城市更新离不开规划引导，更离不开资金支持，包括专项债券在内的财政政策和投融资工具不可或缺。专项债券的应用能够有效缓解城市更新的资金与财政压力，也符合专项债券面向准公益项目的政策导向，但项目往往面临直接收益不足以覆盖成本与偿债能力较弱的现实困难。为此，一方面需要通过严格的财政

管理来防范债务风险，另一方面则需要探索契合财政政策和投融资工具的规划策略。对此，学界已经有不少研究。对于前者，提出的策略包括建立覆盖“借、用、管、还”全生命周期的绩效管理机制；在举借环节要加强审核，避免收益测算虚高与不实包装，推行“项目收益承诺制”；在管理环节加强债务的审计与监管；在偿还环节强化金融市场的硬约束，减少对借新还旧的依赖等^[7-8]。对于后者，则是要在城市规划中融入经济思维，在考虑财政约束与投资收益的基础上，通过富有创意的规划设计与空间统筹等手段，提升空间开发的经济社会效益。具体探讨如下。

3.1 关注城市更新中空间规划的经济收益挖潜，拓宽收益渠道

根据有关政策，专项债券的偿债来源主要是项目对应的政府性基金收入与专项收入，其中政府性基金收入主要来源于土地出让收入。在深圳已发行的城市更新专项债券项目中，土地出让收入是重要的偿债来源之一。比如在坪山区城中村综合治理项目中，发行了多期旧城区改造专项债券。在其偿债来源上，一方面安排部分管道燃气改造费、通信管道一次性连接费、生活垃圾处理费收入等运营收入；另一方面，安排将坪山区坑梓街道聚龙山地区某地块的土地出让收入，在一定期限内全额返还坪

山区，以作为该专项债券的主要偿债来源。

但随着中国经济下行压力加大和土地财政模式转型，以土地出让为核心的偿债模式将难以维系^[9]，挖潜和提高项目对应的专项收入将变得更为重要。在城市更新中，需要关注空间规划的经济收益挖潜，例如考虑在市政基础设施改造提升的基础上，适当增加停车场、充电桩等配套设施，并加强对商业租赁、广告和物业的管理，从而拓宽收益渠道和增加偿债能力。

3.2 以片区整体规划及开发来平衡城市更新项目的投资和收益

城市更新专项债券项目的收益性不仅体现在项目本身的直接经济效益，还体现为项目带来的多方面间接溢出效应，包括改善人居环境、保障职住平衡、增加文旅消费、提升土地价值和推动区域经济发展等。因此，学界普遍认为将专项债券项目的间接收益作为偿债来源具有合理性^[10-12]。本文的3个案例的实施方案将公共物业出租收入、物业管理收入等作为偿债来源也主要是基于这一依据，但由于未能形成基于项目的独立清晰的建账与核算，使得偿债方案流于纸面测算，并未能转译为真正意义的财务平衡。

事实上，从片区整体规划的角度，完全有条件也有必要对城市更新项目的内部收益和外溢效应作综合评价。有些项目其本身不具盈

表3 3个城中村综合整治案例的专项债券应用、来源与偿债分析
Tab.3 Application, sources, and debt repayment analysis of special bonds in the comprehensive improvement cases of three urban villages

分析内容	福田区老旧小区改造	宝安区“双宜小村”建设工程	南山区南头古城特色文化街区建设
债券名称	2020年深圳市(福田区)城镇老旧小区改造专项债券(一期)—2020年深圳市政府专项债券(三十三期)	2020年深圳市(宝安区)能源专项债券(一期)—2020年深圳市政府专项债券(三十二期)	2020年深圳市(南山区)社会事业专项债券(一期)—2020年深圳市政府专项债券(四十二期)
专项债券投向领域	保障性安居工程之城镇老旧小区改造	能源	社会事业
具体内容	城中村电力设施综合整治工程、管道燃气及环境综合整治工程	城中村管道燃气入户工程	特色文化街区建设、文物保护、基础设施综合治理工程
专项债券资金占比	财政资金111 946万元(占80.77%); 其他资金5 048万元(占3.64%); 专项债券资金21 600万元(占15.59%)	财政资金79 677万元(占41.28%); 其他资金43 335万元(占22.45%); 专项债券资金70 000万元(占36.27%)	财政资金55 561万元(占64.94%); 专项债券资金 30 000万元(占35.06%)
专项债券发行	单期发行	多期发行	单期发行
债券期限	10年	10年	7年
预期偿债来源	项目改造范围内的深圳文化创意园一定比例的出租收入	项目所在街道的部分保障房租金收入	项目所在区域附近的南头街道、南山街道和西丽街道的部分公共物业管理收入

资料来源:笔者根据中国债券信息网“2020年深圳市政府专项债券(二十七期至五十六期)信息披露文件”整理制作(https://www.chinabond.com.cn/xxpl/ywzc_fxyfxdh/fxyfxdh_zqzl/zqzl_dfzfx/dfzfx_fxwj/202307/t20230716_853221824.html[2025-12-24])。

注释: ⑤ 数据来源:“深圳市财政局”网站公布的“2023年深圳市政府再融资一般债券(一期)和专项债券(一至三期)信息披露文件”(https://szfb.sz.gov.cn/gkmlpt/content/11/11006/post_11006323.html#4454) [2025-12-24]。

⑥ 数据来源:同注释⑤。

利性,或是存在资金缺口,就需要通过规划辨析其社会效益或外溢效益,进而可将其与周边盈利较好的项目纳入一个盘子进行更新效益核算。对于诸如河湖生态环境治理、产业园区开发、特色文旅街区打造等更新项目,均需要进行整体规划和捆绑开发,以片区整体为单元对城市更新的绩效作评价并进行整体的投资—收益平衡考虑。总之,用一般商业项目的高收益来弥补某些专项债券项目的偿债资金缺口,既能保证专项债券偿债来源的可靠性,也符合城市更新增值收益公共还原的基本原则。

3.3 以城市整体为视野,做好不同更新类型项目的规划统筹

城市更新的层次和内涵十分丰富,在实践中基本形成了保护控制、综合整治、功能提升、拆除再造等城市更新类别和相应的模式^[13]。不同模式的更新强度和-content不同,收益也大相径庭。因此,需要以城市整体为视野,做好城市更新的规划统筹和系统谋划。其中的关键是推进城市更新相关资金的整合和统筹使用。

例如,将无收益或收益较低的综合整治类项目与具有较好盈利性的拆除再造类项目进行统筹,以拆除再造类更新形成的土地出让收入、保障性租赁住房租金收入及其他公共物业出租收入作为综合整治类更新专项债券还本付息的来源。相应的,在城市更新计划编制阶段,就需要通盘考虑不同更新类型项目的短期收益与长远利益,并统一制定融资方案、资金平衡方案和实施运营方案,使其契合专项债券对于融资与收益自平衡的刚性政策要求。

4 结语

地方政府专项债券是政府拉动投资的重要财政—金融工具之一。在城市更新中应用专项债券,可以有效缓解城市更新的资金困难。与一般政府债券相比,专项债券强调项目的收益性,具有明确的融资与收益自求平衡要求。深圳市在城中村综合整治中积极探索专项债券的运用,并实践以公共物业出租收入、物业管理收入、国有土地使用权出让收入、专项运

营收入等间接收益作为偿债来源,为多渠道筹措城市更新资金做出了有益的尝试。同时,项目收益性不足、偿债困难等问题也较为凸显。在未来的发展中,保障专项债券项目的收益能力、防范债务风险将是在城市更新中应用专项债券融资的关键,这不仅需要加强对于专项债券“借、用、管、还”各个环节的约束管理,同时对城市更新规划中的财务思维也提出了较高的要求。面向城市更新的规划工作,需要有新的思路,尤其需要契合财政政策,包括着力考虑收益来源的拓展,并积极探索片区统筹、项目统筹等多种资金平衡方式,从而提升城市更新项目的规划实施绩效。

(感谢同济大学建筑与城市规划学院赵民教授对本文提出宝贵修改意见。)

参考文献 References

- [1] 新华社. 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[EB/OL]. (2025-05-20) [2025-12-24]. https://www.gov.cn/zhengce/202505/content_7023880.htm.
Xinhua Net. Opinions of the General Office of the Communist Party of China Central Committee and the General Office of the State Council on continuously promoting urban generation actions[EB/OL]. (2025-05-20) [2025-12-24]. https://www.gov.cn/zhengce/202505/content_7023880.htm.
- [2] 杨辉. 地方政府专项债在城市更新领域的运用研究[J]. 中国工程咨询, 2024 (1): 89-96.
YANG Hui. Research on the application of local government special bonds in urban renewal[J]. China Engineering Consulting, 2024(1): 89-96.
- [3] 史锦华, 范佳雯. 减税降费背景下我国专项债券的政策效应与治理效能[J]. 经济发展研究, 2024 (1): 37-48.
SHI Jinhua, FAN Jiawen. Policy effects and governance efficacy of China's special bonds in the context of tax and fee reductions[J]. Economic Development Research, 2024(1): 37-48.
- [4] 温来成, 张庆澳. 深化我国地方政府专项债券制度改革研究[J]. 中央财经大学学报, 2025 (10): 26-36.
WEN Laicheng, ZHANG Qing'ao. Research on deepening the reform of local government special bond system in China[J]. Journal of Central University of Finance and Economics, 2025(10): 26-36.
- [5] 张宇星, 杨晓春, 王建明, 等. 城市治理视角的南头古城微更新: 面向可持续运营的“南头实验”[J]. 时代建筑, 2023 (4): 23-29.

- ZHANG Yuxing, YANG Xiaochun, WANG Jianming, et al. Micro-upgrading of the Nantou Old Town from the perspective of urban governance experiment in pursuit of sustainable operations[J]. Time Architecture, 2023(4): 23-29.
- [6] 韩文琰. 我国地方政府专项债风险形成的三重逻辑与治理出路——基于财政属性视角[J]. 金融发展研究, 2024 (4): 64-69.
HAN Wenyao. The triple logic of risk formation in China's local government special bonds and governance paths: a perspective based on fiscal attributes[J]. Financial Development Research, 2024(4): 64-69.
- [7] 缪小林, 陈垠瑞. 金融市场约束与地方政府专项债收益能力[J]. 当代财经, 2025 (10): 57-70.
MIAO Xiaolin, CHEN Yinrui. Financial market constraints and the earnings capacity of local government special bonds[J]. Contemporary Finance & Economics, 2025(10): 57-70.
- [8] 童伟, 杨德馨. 地方政府专项债绩效管理: 制度创新与实践路径——基于2024年新政的再思考[J]. 财政监督, 2025 (14): 5-11.
TONG Wei, YANG Dexin. Performance management of local government special bonds: institutional innovation and practical paths—a reconsideration based on the 2024 new policy[J]. Financial Supervision, 2025(14): 5-11.
- [9] 梁斯, 魏炫丞. 更好发挥专项债作用的建议[J]. 清华金融评论, 2025 (5): 59-60.
LIANG Si, WEI Xuancheng. Suggestions for better utilizing the role of special bonds[J]. Tsinghua Financial Review, 2025(5): 59-60.
- [10] 崔文涛. 地方政府专项债: 三重属性、三项不足及其治理[J]. 南方金融, 2024 (4): 77-88.
CUI Wentao. Local government special bonds: triple attributes, three deficiencies, and their governance[J]. Southern Finance, 2024(4): 77-88.
- [11] 许恋天. 地方政府专项债券的金融风险: 生成机制与规制路径[J]. 北京行政学院学报, 2024 (3): 116-128.
XU Liantian. Financial risks of local government special bonds: formation mechanism and regulatory path[J]. Journal of Beijing Administrative College, 2024(3): 116-128.
- [12] 马光荣, 卢子石. 地方政府专项债管理制度: 现状、问题与建议[J]. 河南财经学刊, 2025, 39 (3): 1-8.
MA Guangrong, LU Zishi. Local government special bond management system: current status, problems, and suggestions[J]. Journal of He'nan University of Economics and Law, 2025, 39(3): 1-8.
- [13] 王林, 王康英, 赵民. 城市更新的概念辨析与分类体系建构研究[J]. 城市规划, 2025 (10): 37-44.
WANG Lin, WANG Kangying, ZHAO Min. Research on concept clarification and classification system construction for urban renewal[J]. City Planning Review, 2025(10): 37-44.