

由“债权倒逼”到“股权驱动”：摆脱土地财政路径依赖的城市更新空间生产*

From Debt-Driven to Equity-Oriented: Urban Regeneration and the Production of Space Beyond Land-based Finance Dependency

高煜 张京祥 王雨

GAO Yu, ZHANG Jingxiang, WANG Yu

关键词 城市更新；土地财政；股权驱动；空间生产；可持续发展

Keywords: urban regeneration; land-based public finance; equity-driven; spatial production; sustainable development

提 要 在中国城镇化进程放缓与土地财政模式难以为继的背景下，城市更新成为推动城市空间生产模式转型的重要战略抓手。本研究基于供给侧结构性改革视角，揭示传统土地财政依赖“债权倒逼”的空间扩张逻辑所导致的空间与资本双重过剩困境，并提出城市更新通过构建“股权驱动”的新型空间生产关系，实现从价值生产、流通到分配的全链条重构。研究表明，城市更新以产权人参与为核心重构要素供给方式，依托土地三级市场创新价值流通机制，并通过时空统筹优化资源配置效率，形成与土地财政互补的空间治理路径。这种转型不仅有助于化解城市空间债务风险，更能促进多元主体参与和长期收益共享，为城市可持续发展提供路径方案。本研究为理解城市更新对中国城市转型发展的深层意义提供了新的解释框架。

Abstract: Against the backdrop of a slowing urbanization process in China and the growing unsustainability of the land-based public finance model, urban regeneration has emerged as a critical strategic tool for transforming urban spatial production. From the perspective of supply-side structural reform, this paper reveals how the traditional reliance on land-based public finance characterized by a "debt-driven" logic of spatial expansion has led to a dual crisis of spatial and capital overaccumulation. It argues that urban regeneration fosters a new spatial production mechanism driven by "equity", thereby restructuring the entire chain of value creation, circulation, and distribution. The research indicates that urban regeneration restructures the supply of production factors with a core focus on engaging rights holders (property owners), innovates value circulation mechanisms through the tertiary land market, and enhances resource-allocation efficiency through spatiotemporal coordination. This mechanism forms a spatial governance pathway that complements rather than simply substitutes traditional land-based public finance model. This transition not only helps mitigate debt risks but also fosters multi-stakeholder participation and long-term benefit-sharing, offering a solution toward sustainable urban development. This study offers a novel interpretive framework for understanding the profound significance of urban regeneration in China's ongoing urban transformation.

中图分类号 TU984 文献标志码 A
DOI 10.16361/j.upf.202506010
文章编号 1000-3363(2025)06-0065-08

作者简介

高煜，南京大学建筑与城市规划学院博士后，gaoyu@nju.edu.cn

张京祥，南京大学建筑与城市规划学院教授、博士生导师，中国城市规划学会常务理事，中国城市规划学会城乡治理与政策研究专业委员会主任委员，通信作者，3593786@163.com

王雨，清华大学建筑学院博士研究生

* 国家社会科学基金重大项目“中国城市转型发展的动力与机制研究”（项目编号：24&ZD148）资助成果

国家在2021年颁布的“十四五”规划中首次提出“实施城市更新行动”的战略要求，随后在党的二十大和2025年中央城市工作会议中不断深化了相关政策内容，城市更新成为新时期引导中国城市空间发展转型的重要抓手。在国家战略的驱动之下，近5年来各地涌现出一大批城市更新项目实践的探索案例，形成了区别于传统“大拆大建”的城市空间建设新模式与新路径，例如“自主更新”^[1-4]、“片区更新”^[5-7]、“微更新”^[8-11]、“临时性更新”^[9,12]等。在价值导向上，这些实践探索由以往追求城市空间的单一经济价值，转变为追求经济、文化、环境、功能等多元价值^[13]；在实施方式上由以往的政府、开发商主导，转变为由产权人、投资者、使用者等多方利益主体共同主导；在空间特征上也由以往大规模的拆旧建新，转变为小而精的存量空间功能盘活与品质提升^[10,14-15]等等。这些与西方城市更新既有相似之处，但也体现了新时期中国城市更新的方向：这些城市更新实践开始尝试打破以往所依赖的“土地财政”固有模式与路径，呈现出围绕城市空间多元价值、多元主体重构“空间—资本”之间价值生产与实现关系的行动导向。

中国欲大范围、持续推进城市更新行动，就必须突破一个核心难点——新时期城市发展如何摆脱对土地财政的路径依赖？过去一段较长时期，中国城市地方政府以放量、压价等方式供应工业用地，通过招商引资获得企业税收；又以限量、抬价的方式供应商住用地获得对地租的垄断，形成了工业用地的“全国性买方市场”和各类城市商住用地的“局域型卖方市场”^[16]，由此营造的“土地财政”被认为是中国社会经济与城市快速增长的密钥^[17-20]。但2021年中国城市土地出让金额首次出现拐点并随后快速萎缩，“土地财政难以为继”成为必然的事实，中国城市曾经的“增长奇迹”迅速陷入了动力不足的困境。随即开始实施的城市更新行动，让许多人简单地将两者联系起来，认为实施城市更新行动的目的是通过新一轮的大规模投资建设为城市发展再续动力。但是，大量的城市更新项目实践证明这一假设并不成立：大多数城市更新项目非但不能有效

创造财政收入，往往还需要大量的资金投入，政府的压力和负担更为沉重。那么，实施城市更新行动所要化解的发展困境究竟是什么？如何在“土地财政难以为继”之后持续推动中国的城市更新行动？这是本研究试图思考、回答的关键问题。

1 城市空间生产：从“债权”到“股权”的结构重组

改革开放初期，面对城市建设过程中持续的财政赤字和资本短缺困境，1994年分税制改革倒逼地方政府探索出了一套“土地财政”驱动的城市空间发展与建设模式^[18-19]。通过逐步构建土地出让金、土地与房产使用相关税收、土地抵押与城投债^①三大主要路径，土地财政模式可以完全捕获土地在生产、流通和分配全过程的资本价值。自2003年土地出让制度改革后，“土地财政”常年维持与地方财政（扣除土地相关税收）一般预算收入之间1:1的总量关系，2018—2021年间甚至超过了后者（图1）。可见，“土地财政”当之无愧是这一时期地方政府可自主支配的、投入城市滚动发展的主要财源。

1.1 “债权倒逼”使城市发展陷入双重

过剩陷阱

为应对2008年金融危机引致的严重外需不足问题，中国以“4万亿元”计划为代表开启了持续的内需刺激周期，由于城市发展形成了对土地财政模式的路径依赖，大量投资仍然聚焦在城市物质空间的扩张与改造。大量的金融资本进入“土地财政”模式，促使城市发展进入新一轮空间扩张，诸如棚户区改造、新城新区建设等政策性项目开始大规模地加速推进^[21-24]。在“4万亿元”计划中，通过财政性投入1.15万亿元的保障性住房建设资金，共撬动了地方政府约25万亿元的城市建设资金^[6]。2008—2018年10年间全国新增了1.85万km²的房地产新开工面积，如果按照当前城乡人均住房面积42m²计算，扣除这10年间中国城镇常住人口增加约2.4亿人^②，粗略估计相当于多建设了约1.4亿人所需的住房空间。

地方政府对于土地财政的路径依赖，造就了短时间大规模的空间建设，使得中国城市发展在面对内外需求持续不足的情况下陷入了“空间—资本”双重过剩的债务陷阱。首先，是空间要素的过剩。2015年中国城镇化增速开始下降，这一时期大规模扩张建设进一步加重了城市空间的过剩^③。其次，是由此引致的资本要素的过剩。大量过剩的空间要素背后捆绑的是愈加沉重的金融债务，在

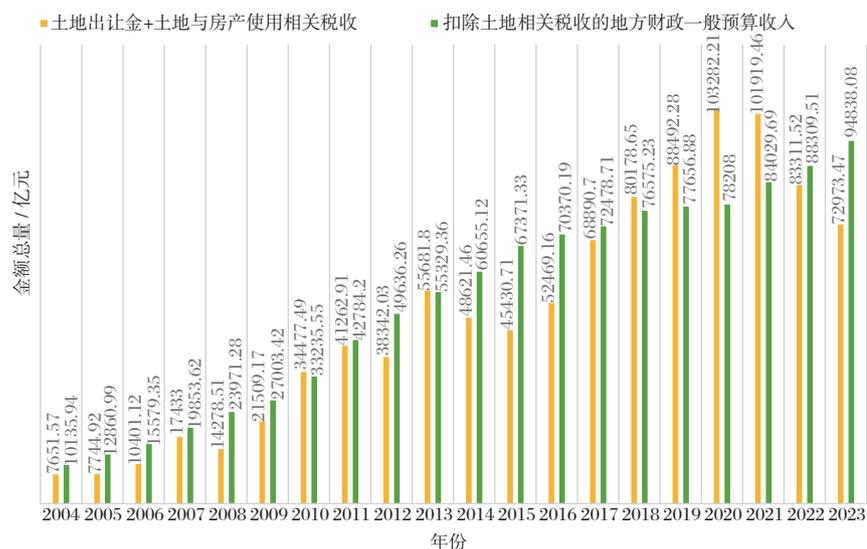


图1 中国土地财政与地方财政一般预算收入的总量统计（2004—2023）

Fig.1 Statistics on land-based fiscal revenue and local government general budgetary revenue in China (2004—2023)
数据来源：土地出让金数据来源于自然资源部《中国土地资源公报》，地方财政一般预算收入来源于国家统计局

土地财政的路径依赖之下，城市空间建设不得不采取提高地价与房价等方式来保持投资回报的总量平衡，全国国有建设用地出让平均地价由2008年约600万元/hm²快速增长到2020年约2550万元/hm²^④，增长超过近3倍。由此带来的是城市债务高企，2023年全国各省平均存贷比都超过75%红线，有些省份甚至超过了100%^[25]；同时，居民部门、实体经济部门等杠杆率也快速增长^⑤并进入了高位僵持阶段，事实上中国城市已经到达了债务总量的极限^[26]。

2008年全球金融危机以来的中国城市土地财政已经演变为“负债融资—征地出让—增值还债”的“土地金融”^[27-28]，因为其中绝大部分收入来源于国有建设用地的土地出让金，形成了城市空间生产与金融债务的深度捆绑（图2），由此也造就了中国进行宏观经济调控的两个重要政策抓手：“地根”和“银根”。在一个需求稳定、结构合理的理想投资环境中，当城市发展动力不足时，通过增加土地供应量等地根宽松政策，或者是降低首付比例、房贷利息等银根宽松政策，能够有效地刺激经济、带来发展的新动力^[29]。但是，由于前期过度依赖债权驱动的土地财政模式打破了这一理想的理想投资环境，此时再使用地根与银根手段来调控城市发展时就出现了失效，反而因“债权倒逼”使中国城市发展迅速陷入了“空间—资本”双重过剩的困境。

1.2 以城市更新探索城市空间生产的“股权模式”

中国的土地财政驱动了超快速、超大规模的城市空间生产，是面向“债权”属性构建的“空间—资本”生产结构，为了服务土地财政的快速回流、驱动城市空间的快速扩张，形成了高速循环的滚动发展模式^[30]。但是，在面对城镇化动力下降、内需不足等经济增速趋缓阶段，基于“债权”逻辑构建的土地财政模式必然导致空间与资本趋于过剩^[31]，并使得城市发展动力不断减弱。

当前，在经济增速和城镇化趋缓、空间与资本要素极大过剩、城市发展动力不足环境下，理解为何要实施城市更新行动，应当将其置于近10年来中国持续推进的“供给侧结构性改革”总体语境下予以解读，其核心是以城市更新探索城市空间生产的“股权”模式，重构“空间—资本”要素的生产关系，摆脱城市发展对于土地财政的“债权”路径依赖，通过“三去一降一补”空间供给侧结构性改革来应对上述的双重过剩困境：一是以城市更新驱动城市空间生产的去产能。通过严防大拆大建、鼓励产权人参与等方式，严控为债务而新增大量闲置空间。二是以城市更新驱动城市空间去库存。通过对老旧小区和社区的产权归集实现人口的适度疏解，消耗一部分过剩的空间库存。三是以城市更新驱动空间建设主体的去杠杆。通过债务置换（发行长期债券）、财政资金专项统筹、

社会资本参与（产权人、运营商、建设方等）等多元资金搭配重组，化解地方政府与开发商等空间建设主体的高杠杆问题，同时避免因资本金不足可能出现的加杠杆行为。四是以城市更新驱动空间建设项目的降成本。通过鼓励原始产权人自主更新、创新土地供给制度，降低土地征收、拆迁补偿、土地出让等项目前期的巨大成本投入。五是以城市更新驱动城市发展的补短板。首先，通过空间改造与功能完善，补齐快速城镇化过程中城市发展不平衡的空间短板；其次，通过存量资产盘活、低效用地整治，补齐城市发展过度依赖土地出让金、经营性税收不足的资本短板；最后，通过地方政府、国企、社会与市场等共同参与的形式，补齐城市空间供给侧结构转型中的众多政策与制度短板。

从供给侧的角度来看，传统土地财政模式中空间生产过度依赖“债权”逻辑，而新发展环境中的城市更新行动正在以“股权”逻辑重构城市发展的空间与资本关系（图3）。一方面，通过“股权”方式做大做强资产端价值，从而稀释与化解空间与资本过剩所引致负债端过高的金融风险；另一方面，通过“股权”方式探索形成城市空间生产新机制，从而摆脱由土地财政路径依赖所必然引致的空间—资本双重过剩困境。

2 基于“股权模式”的城市更新空间生产新路径

分别在股权、债权逻辑之下开展的城市更新空间生产，两者有很大的区别。从本质上来讲：股权的底层逻辑是所有权思维，讲求的是共同投资、收益分红、风险共担；而债权的底层逻辑是债权人思维，讲求的是按期放贷、还本付息、风险规避^[32]。两种逻辑引致城市更新中空间生产行为与管控制度的种种差异：在债权逻辑之下，债主虽然不参与具体项目开发，但在尽可能规避风险的导向下，就形成了对开发主体相对简单、项目周期相对较短、项目稳定收益等一系列的放贷要求，这助长了城市更新采取大拆大建、快速滚动发展的路径。但是在股权逻辑之下，投资者开始参与到具体项目的开发建设过程，开发主体的需

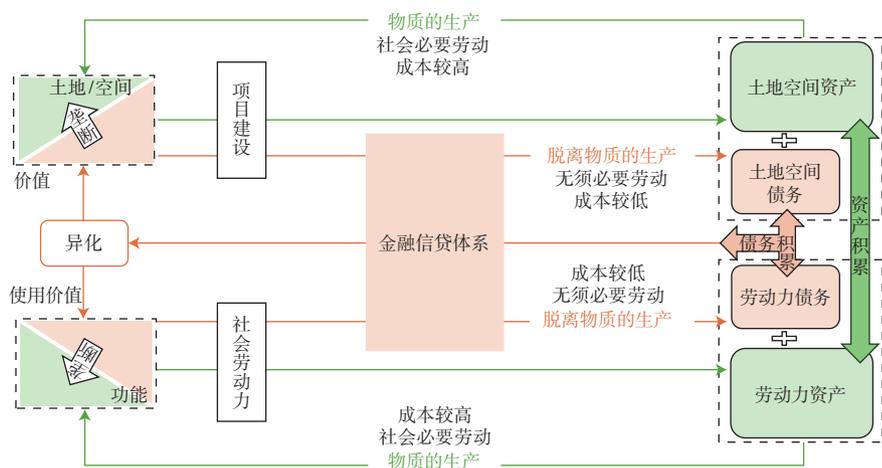


图2 土地财政模式中金融债务倒逼的城市空间生产路径
Fig.2 The dynamics of urban spatial production driven by debt in the land-based public finance model

求变得复杂多元, 收益方式由还债走向分红, 项目周期拉长、项目收益更为不稳定, 继而对项目底层资产和开发经营的权益结构提出了新的要求。总之, 基于股权逻辑的城市更新在空间价值生产、流通和分配方面均重构了城市的空间生产方式(表1)。

2.1 价值生产: 面向产权人重构资源要素供给

在土地财政模式中, 城市空间开发采取净地(无原始产权人)出让方式, 开发商通过“招拍挂”获得土地使用权, 成为地块开发过程中的单一“产权人”。在这种空间生产模式中, 城市政府对于建设项目采用划定总量、统一标准的刚

性规则管控。开发商往往是可以白手起家, 向银行借本金、向政府借指标、向老百姓借产权。这种基于“债权”逻辑、按照规划图纸“自上而下”推进的城市空间生产, 其资源要素供给方式是面向开发商需求、服务土地财政快速回流, 主动推动城市空间快速扩张。

在当前的城市更新行动探索中, 城市空间生产不能再依赖开发商的单一行为, 而需要有关产权人参与到存量空间的更新改造。城市空间生产由净地开发转向了“毛地”改造, 更新地块上不仅有既有的建筑, 还保留着原始产权关系。因此, 需要面向诸多产权人的真实需求重构资源要素的供给, 采用划定底线、弹性规则设计等方式, 让更多的“股东”参与到城市空间的更新改造之中。

2.2 价值流通: 面向三级市场拓宽资源要素流动

在土地财政模式中, 城市空间的价值流通依托的是一、二级土地市场, 政府通过垄断土地一级市场获得土地出让金, 开发商通过占有土地二级市场获得空间开发收益。在强劲的城镇化人口红利的驱动下, 土地一、二级市场与金融借贷市场的联动, 撬动了大量资金进入城市空间生产, 带来了空间价值的持续增值与资源要素的快速流动。在当前城市发展遭遇空间与资本严重过剩的困境之下, 土地一、二级市场的饱和(债权的饱和)难以支撑城市更新的持续大规模实施。

当前城市更新大量的实践探索仍然聚焦在空间价值的生产领域, 很多看似精彩的案例并不足以支撑城市更新路径的可持续、可复制。导致这种矛盾的核心是城市更新空间生产尚未形成适应其“股权”模式的市场化路径, 也就是空间价值在流通领域的市场营造与规则制定。在城市更新的地方实践中, 开始鼓励产业园区类更新由产权人自主更新; 而居住类更新则对原始产权人回迁、拆建比例等具有一定的硬性要求, 因此各地都不再依赖大规模征迁补偿的方式推进。对于那部分不具备更新需求的、对更新项目产生阻碍作用的产权, 政府、国有建设平台或者市场开发商会通过交易、让渡、资产重组等方式以市场价回购

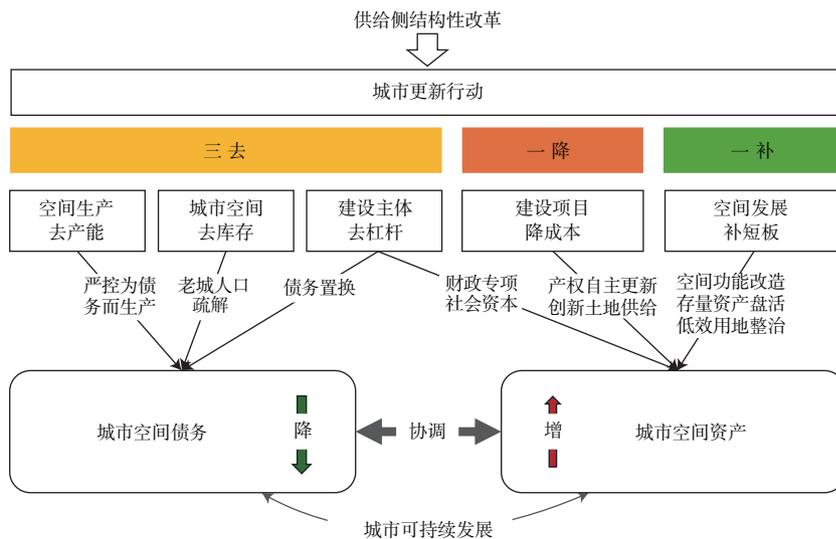


图3 供给侧视角下城市更新股权模式化解空间—资本过剩困境的作用机制
Fig.3 Mechanism of equity-driven urban regeneration for addressing spatial-capital overaccumulation from a supply-side perspective

表1 土地财政与城市更新模式中的城市空间生产路径比较

Tab.1 A comparative analysis of urban spatial production pathways in land finance and urban regeneration models

比较项目	土地财政模式(基于债权逻辑)	城市更新模式(基于股权逻辑)
核心逻辑	债权人思维;按期放贷、还本付息、风险规避	股权人思维;共同投资、收益分红、风险共担
参与主体	政府、开发商(作为单一“产权人”)、银行	多元产权人(业主、开发商、运营商、政府等)、社会资本
价值生产	供给方式: 面向开发商,“净地”出让,统一标准,刚性规则 实施路径: 政府“招拍挂”→开发商主导→大拆大建、快速滚动开发	供给方式: 面向多元产权人,“毛地”改造,多元标准,弹性规则 实施路径: 深入城市体检→多元主体合作(收购、入股等)→渐进式更新改造
价值流通	核心市场: 依赖土地一、二级市场 流通特征: • 政府垄断一级市场获土地出让金 • 开发商垄断二级市场获开发收益 • 与金融借贷市场联动,快速流动	核心市场: 依托土地三级市场(存量房交易与租赁) 流通特征: • 项目前后产权收购、资产经营均在三级市场 • 需制定针对性政策(如交易税费、租金补贴) 拓宽流动
价值分配	分配机制:“空间换时间” • 预支未来收益投入当前建设,实现快速增长 • 拉动相关产业,增加政府收入 困境:资源过剩后,失去时空统筹作用	分配机制:“时空统筹” • 空间统筹:平衡增量与存量、经营与非经营类项目 • 时间统筹:搭配长短周期项目,平衡现金流 • 时空统筹:通过产业基金、REITs、政府税费调节等构建长期可持续的资产权益分配模式
最终目标	实现城市空间快速扩张和土地财政资金快速回流	实现产权人权益增值和城市长期高质量可持续运营

(并非“拆迁补偿”),再与其他产权人一同参与到后续的更新改造。因此,城市更新的空间生产并不大量涉及土地一、二级市场,无论是项目开展前的产权归集与整理,还是项目竣工后的资产经营(交易、租赁、运营等),均面向土地三级市场。

然而,当前城市更新与土地三级市场的有效联动仍不充分。一方面是城市更新与二手房市场的联动。相较于市场上老旧的二手房,经过更新的商品房具备“准新房”的品质优势,而相较于新房又具备了成本价格优势。因此,需要围绕城市更新房屋的比较优势,重新制定针对性的二手房交易规则,例如调整更新类二手房交易年限、分阶段制定差异化的交易税费(更新前中后)、适当降低更新类二手房的贷款利息等。另一方面是城市更新与租赁市场的联动。同样,要围绕城市更新房屋的比较优势,制定针对城市更新空间租赁的优惠政策,例如对实施更新的经营性产权主体给予一定期限经营税费的减免、分阶段制定差异化的租金补贴等,提升更新资产的整体出租率。总之,需要围绕城市更新空间生产所指向的土地三级市场,通过制定更为积极的刺激政策,拓宽与加快城市更新资源要素的流动,从而形成市场化的空间生产动力。

2.3 价值分配:面向时空间统筹资源要素配置

在城市快速扩张时期,土地财政不仅仅是城市空间价值生产与流通的重要路径,同时也是城市对土地等资源要素再配置的主要工具。通过土地财政模式中的土地征收与出让、商品房建设与交易等方式,预支城市未来几十年的社会生产资本,迅速拉动了城市房地产业、制造业、消费业等发展,并显著增加了城市政府的财政收入。可以认为,土地财政模式通过引入“债权”机制,营造了“空间换时间”快速增长模式。但是,当空间等资源要素不再富裕、债权扩张无法拉动经济快速增长,土地财政模式也就失去了对城市发展资源要素的价值分配作用。

当前城市更新以产权人主导的空间生产方式,在源头上就摆脱了土地财政

的路径模式,因此,需要探索出一套适应其资源要素投入与产出特征的时空统筹平衡新机制。城市更新对空间价值的捕获是一种基于长期投资的、权益分红的收益模式。一方面,由于土地出让与不动产交易的减少,投资城市更新项目并不能产生短期大额回报,居住类、公共类项目甚至可能是“零”收益,这使得大量的城市更新项目难以实施;另一方面,产权人等“股东”性质的主体大量参与城市更新项目投资与建设,使得潜在的投资收益必须更多地回流到产权人,因此从城市更新空间价值再分配的角度看,政府或国企必须“上场”成为产权人或者投资者,为城市锚定长期可持续收益的资产“股份”。在此基础上,逐渐构建起城市空间生产价值分配的时空统筹与再配置。

首先是空间价值的空间统筹。通过城市体检与编制城市更新的行动规划,统筹城市发展中增量与存量、民生类与发展类、经营类与非经营类空间价值相互之间的支撑与互补关系。其次是空间价值的时间统筹。需要根据城市更新项目长期收益、渐进推进的实施特征,统筹管理多个项目的推进计划,例如将投资回报周期长的项目搭配投资回报周期短的项目、将成熟收益阶段的项目搭配起步建设阶段的项目等。最后是空间价值的时空间统筹。一是城市更新需要在时间和空间统筹的基础上,形成面向大规模推进实施的重点片区与分阶段实施计划。二是需要形成大规模城市更新项目更为合理的底层资产架构,进一步构建城市资产权益的产业化与市场化分配模式,例如构建城市更新产业基金(IIF)、不动产基金(REITs)等,实现城市资产的多层级运营与可持续收益。三是需要发挥中国政府在城市空间治理上的制度优势,运用更为高效的财税统筹配置机制调节城市更新的项目开展。例如中央对地方的城市更新专项财政补助,或者地方政府对经营性空间更新中入驻企业或资产主体的税费减免等优惠政策设计,都是以财税资金撬动市场和社会资本,更为有力地发挥政府对于城市空间价值的时空间统筹与分配。

3 可持续发展的城市更新与土地财政关系再审视

新发展背景下的城市更新所表征的城市空间生产与土地财政模式在空间价值生产、流通和分配的全过程存在本质差异:通过空间供给侧的结构性调整(从债权到股权的转变),破解城市发展由土地财政路径依赖所引致的债权(空间与资本)过剩困境,从而锚定城市的可持续发展。可以发现,当前我们谈论的城市更新已经与土地财政模式中的城市更新存在诸多本质差异,归根结底正在尝试摆脱土地财政模式中对债权逻辑的路径依赖,探索构建中国城市空间生产围绕“债权”与“股权”两条路径相互支撑、齐头并进的平衡结构。

3.1 资债协调是城市可持续发展的底层逻辑

工业革命以来,城市空间已经从作为原始生产积累的容器转变为社会生产对象^[33],城市空间生产成为实现资本循环与积累的重要过程。哈维(David Harvey)^[34]在1982年出版的《资本的限度》中提出了经典的“资本循环”理论,认为资本为了保持自身循环的流动性,会持续地追逐社会生产的剩余价值。当农业、工业、制造业等产业资本的剩余价值趋于饱和(第一循环),资本会将过剩资本投入城市建成环境、固定资产等空间的建设(第二循环);当第二循环也趋于饱和的时候,资本则会转向对制度环境、劳动力、教育等社会控制领域的投资与再造(第三循环),从而为资本循环提供新的流动性。事实上,在1980年代之后,西方城市就已经遭遇了资本第二循环的过剩危机^[35],2008年美国次贷危机的爆发,本质上就是西方社会生产中资本第二循环的过剩困境未能得到有效化解。哈维^[36]在2001年出版的《新帝国主义》中进一步揭示资本通过“时空修复”(time-space fix)的两类路径:空间扩张的尺度跃迁和时间延迟的债务重组,借助金融信贷体系以危机转移作为主要方式化解西方社会过剩资本,以此开启了新自由主义与金融全球化。

2008年国际金融危机之后,广大学界开始聚焦“金融化”作用下价值生产

与实现的新矛盾关系。如果回归政治经济学本源的社会生产理论，马克思^[37]在《资本论》中对于社会生产过程中产业资本与生息资本之间关系的阐释，就能很好地揭露这一矛盾关系的本质与应对之策。在一个有限资源的社会生产关系中，产业资本生产剩余价值，生息资本分配剩余价值，呈现出生息资本依附产业资本的作用关系。简而言之，无论是企业经营还是城市发展，都需要将自身的资产与负债控制在一定的自主可控范围内(图4)，这也是赵燕菁等^[38-39]认为在存量时期城市可持续发展需要建立“城市资产—负债表”的底层逻辑。基于此，大量研究认为1980年代以来西方应对资本过剩危机所进行的“时空修复”，仅仅是借助金融信贷体系的全球垄断[®]在表面上延迟了危机的爆发，并未切实化解西方社会生产过度依赖“债权”的本质矛盾。实际上，哈维在西方社会观察到的“资本”更多是偏向“金融资本”，而非马克思《资本论》中的资本，这也反映出西方社会在被金融裹挟后的转型发展困境。可以认为在新自由主义的导向之下，西方社会并未在真正意义上实现对社会控制领域的投资与再造(也就是所谓的资本第三循环)，事实证明这种债权无限扩大的资本逻辑必然会导致危机的爆发，以此逻辑构建的城市发展也是难以持

续的。

3.2 城市更新作为迈向可持续发展的重要抓手

2020年以前，中国城市发展中出现“债权倒逼土地财政”的模式，其路径在本质上与1980年代西方资本“时空修复”逻辑相似，皆是以空间置换时间，借助金融化手段缓解内需不足。然而，在应对由此引发的资本过剩问题时，中国并未如西方般受制于金融信贷的反向压力，而是凭借国家层面的战略调整，从供给侧结构性改革入手，力图突破土地财政下城市空间建设依赖融资扩债的困局。城市更新正是这一转型过程中的关键抓手。

从资本结构看，城市更新尝试以股权思维重构城市资产权益配置，目的是化解、重组和调节既有空间债务。长期对土地财政的路径依赖，使得中国城市在政策、制度与治理层面未充分预留股权化空间生产的条件。城市更新不仅肩负物质空间衰败整治的短期任务，更承担着长远使命——通过全社会共同参与的社会再生产，为中国城市构建一条超越“土地金融”(土地财政+债权融资)的空间生产“第二路径”，从根本上摆脱“债权倒逼”所导致的不可持续发展模式。从动力结构看，城市更新通过调节

空间债务，引导资本、人力等要素向改革、科技、文化等新动能集聚，支撑城市与国家的高质量发展转型。土地财政模式下，空间生产推高城市债务，迫使城市依靠地价房价上涨偿债，大量资源沉淀于不动产领域，挤压了科技创新、产业升级与消费提升的空间。因此，当前各类城市更新项目(包括产业、居住与公共设施等)，纷纷探索以资产可持续运营为导向的股权型更新路径，取代传统的“融资—还债”逻辑，促使要素资源向真正引领高质量发展的生产与再生产领域集中。从治理结构看，城市更新实质是对城市空间负债与资产进行权属重构，助力地方政府锚定更多可运营资产，扭转“收支型”财政的治理困境^[40]。自1994年分税制改革以来，为应对收支失衡，地方政府逐步形成“以空间换时间、以债务换发展”的治理逻辑。但随着土地与人口红利见顶，该模式已难以以为继。城市更新通过地方国企与社会资本间的权益再配置，为城市重构可持续运营的资产基础^[41]，推动地方财政由依赖短期出让收入的“资产收支型”，逐步转向可持续的“资产运营型”。

3.3 发挥城市更新与土地财政的推拉效应

事实上，这种以“股权”模式驱动的城市发展在改革开放初就已经在苏南等东部沿海地区大量存在^[42-43]。当时苏南地区为了快速发展地方经济，乡镇政府往往采取以地入股(划供一体)的方式与地方企业形成合作，企业投产后将收益按约定比例上缴乡镇政府，其中不仅有国家规定的企业税收，还有一部分则是乡镇以地入股的分红。这种模式的优点是在经济发展水平不高的情况下，能够加快企业和地方经济的快速增长；但是在1990年代之后，这种基于股权的“苏南模式”在地方经济增长与空间扩张过程中的贡献开始下降，城市发展逐渐构建起围绕土地财政的模式路径，以及一整套城市空间生产的管控制度。面对当下进入城镇化动力减弱、内在需求不足等新阶段，我们再审视中国城市超快速发展所依赖的土地财政模式，就会发现这种扩债驱动城市空间扩大生产的资本积累优势已经转变为地方经济发展中

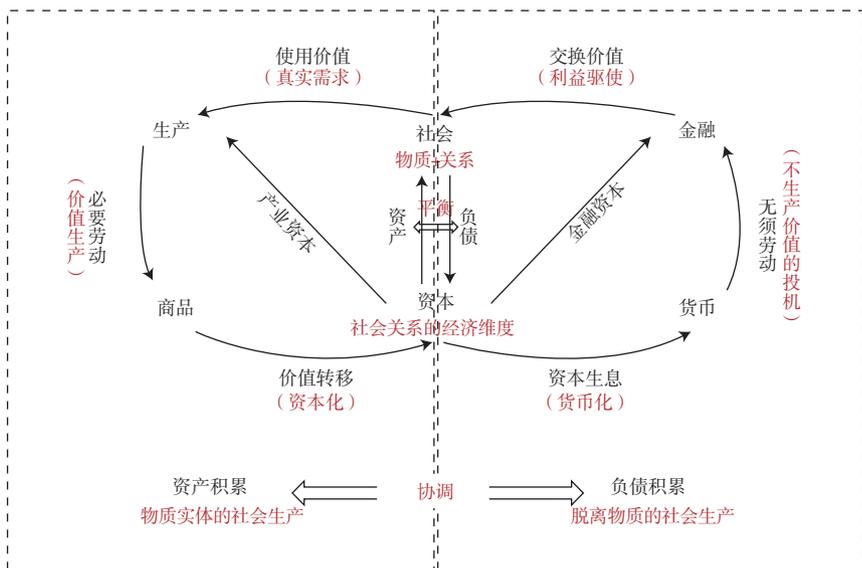


图4 面向可持续发展的城市空间生产底层逻辑

Fig.4 The fundamental rationale of urban spatial production under the imperative of sustainable development

债务过高的劣势。因此，城市空间再生产不得不重新回到曾经的“股权”模式，探索构建摆脱土地财政路径依赖的城市更新空间治理新模式。

从中国城市发展空间与资本关系的历史演化过程来看，城市更新与土地财政并不是相互排斥的矛盾关系。在过去，由于中国城市空间生产缺少了当前城市更新中的股权模式，对于城市空间债务并没有很好的调节手段，只能通过收紧或放松“地根”“银根”的宏观调控，让城市“自我修复”。但是，通过当前城市更新行动的大规模探索，中国城市有望基于城市更新与土地财政两者对于城市发展不同的作用机制，建立起更为精细化的城市空间生产模式。在宏观调控层面，当社会需求旺盛、市场上行时，发挥土地财政模式中债权扩充的路径作用，更为高效地整合社会与市场过剩资源，发挥城市空间增量扩张对社会经济发展的拉动效应；当社会需求不足、市场下行时，发挥城市更新模式中股权重构的路径作用，更为精准地整合社会与市场稀缺资源，发挥城市空间存量提质对社会经济发展的推动效应。在微观规制层面，无论是存量更新还是增量开发，中国城市未来的空间生产都需要走向“股权”与“债权”相融合、相制约的底层资产架构。例如，在新建商品房或工业园区中明确设置一定比例的自持资产仅用于运营（自营或租赁收益），在存量更新改造中也明确设置一定比例的增量资产用以补充土地财政与协调各方利益，这样在面对城市经济发展的上下波动时，就可以结合宏观层面的总体战略，通过更为灵活的比例调整来有效发挥城市更新、土地财政促进城市可持续发展的作用。

4 结论与讨论

面对新时代、新发展环境，我们需要站在更为宏观的城市发展转型层面，理解中国实施城市更新行动的内在动因与目标导向。当前中国城市更新的任务重点除了需要实现存量物质空间的改造，更为重要的是要探索形成应对“空间—资本”双重过剩的城市空间生产新模式，驱动中国城市发展摆脱对土地财政的路

径依赖（也就是对于债务倒逼的路径依赖）。中国实施开展的城市更新正在通过面向产权人重构资源要素供给的价值生产方式、面向三级市场拓宽资源要素流动的价值流通方式、面向时空间统筹资源要素配置的价值分配方式，构建起基于股权驱动的城市空间生产新路径。相比于已经成熟的土地财政模式，当前对于这种面向股权合作的城市空间生产模式的探索才刚刚开始。未来在持续推进的供给侧结构性改革、要素市场化配置改革等长期战略的推动之下，将会有越来越多的股权型、股权—债权融合型等中国城市空间生产新模式与新路径，值得城市研究进一步关注与讨论。

注释

- ① 土地抵押与城投债是地方政府获得城市空间与基础设施建设资金的第三类途径。早期通过成立“土地储备”中心，以“储备土地”作为抵押获得银行贷款。2009年国家“城投债”渠道开放，地方纷纷以“城投公司”为基础成立地方融资平台发行城投债，极大地加快和提升了城市建设项目的融资能力。
- ② 数据来源：国家统计局《人口总量平稳增长 城镇化水平稳步提高》，2019-01-23，https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202302/t20230202_1896140.html。
- ③ 新浪财经报道：2025年6月全国商品房库存量高达6.85亿 m^2 ，平均空置率高达18.7%。
- ④ 根据自然资源部《中国土地资源公报》中历年国有土地出让金成交价款与国有土地出让总面积计算的粗略估计值。
- ⑤ 国家资产负债表研究中心公布的杠杆率数据显示，2008年以来各部门宏观杠杆率持续增高，2024年居民部门杠杆率64%（2008年17.9%）、实体经济部门杠杆率294.8%（2008年141.2%）。
- ⑥ 1944年布雷顿森林体系建立，全球结算与黄金脱钩、与美元挂钩。1970年代之后，西方资本主义国家以更为宽松的货币刺激政策开启了新自由主义引导的经济全球化，开始转移和消耗本国过剩的社会生产力。金融资本通过信贷支配全球生产要素分配，形成对生产和价值的垄断控制。在马克思看来，金融资本中的货币本身没有价值，其价值实现需要依靠社会生产与商品交易；但是，金融信贷体系的建立实现了货币到货币“空转”的价值捕获，摆

脱了金融资本积累对于社会生产（物质生产）的依赖，进而加速形成了资本空转带来的金融风险。

参考文献

- [1] 高煜,张京祥.选择性激励视角下历史地段自主更新集体行动:基于南京市“小西湖”的实证[J].城市规划,2023,47(2):38-48.
- [2] 王笑言,赵雨佳,张佳丽.浙新村村自主更新实践探索与机制研究[J].城市规划,2025,49(6):67-73.
- [3] 邵永威,戚冬瑾.老旧小区自主更新的权利构建与规划机制探究[J].城市规划,2025,49(1):59-68.
- [4] 丁寿颐,胡敏,肖越,等.历史城市的“自主更新”模式:历程回顾、制度障碍和政策框架[J].城市规划学刊,2025(1):78-85.
- [5] 戴小平,许良华,汤子雄,等.政府统筹、连片开发:深圳市片区统筹城市更新规划探索与思路创新[J].城市规划,2021,45(9):62-69.
- [6] 王玮,梁霄.三级功能区体系:武汉市存量更新规划实施探索[J].城市规划学刊,2024(1):91-99.
- [7] 杜雁,胡双梅,王崇烈,等.城市更新规划的统筹与协调[J].城市规划,2022,46(3):15-21.
- [8] 王世福,易智康,张晓阳.中国城市更新转型的反思与展望[J].城市规划学刊,2023(1):20-25.
- [9] 高煜,张京祥.临时性城市更新的实现及其包容性治理:以南京金街更新实践为例[J].城市发展研究,2024,31(11):98-107.
- [10] 赵楠楠.“冲突—共识”:城市更新规划的公众利益实现路径:基于恩宁路二期和碧江社区实证[J].城市规划,2024,48(4):51-58.
- [11] 安建米,郭玲,徐岩,等.微更新视角下老旧小区改造的微利可持续商业模式探讨[J].城市发展研究,2022,29(9):70-76.
- [12] 张京祥,陆昕越,韩碧君.面向长期变革的临时性城市更新与规划应对[J].城市学刊,2024,45(6):1-9.
- [13] 张京祥,赵瑜琳,高煜.面向日常生活文化的城市更新空间生产机制与价值效应:基于南京市小西湖街区的实证[J].城市学刊,2025,46(2):1-8.
- [14] 郭子莹.权利变换与合约选择:物权视角下的城市更新利益协调机制研究[J].城市发展研究,2024,31(3):65-72.

- [15] 周岚, 丁志刚. 面向真实社会需求的城市更新行动规划思考[J]. 城市规划, 2022, 46(10): 39-45.
- [16] 陶然. 人地之间: 中国增长模式下的城乡土地改革[M]. 沈阳: 辽宁人民出版社, 2022.
- [17] 董再平. 地方政府“土地财政”的现状、成因和治理[J]. 理论导刊, 2008(12): 13-15.
- [18] 赵燕菁. 土地财政: 历史、逻辑与抉择[J]. 城市发展研究, 2014, 21(1): 1-13.
- [19] 李郁, 洪国志, 黄亮雄. 中国土地财政增长之谜: 分税制改革、土地财政增长的策略性[J]. 经济学, 2013, 12(4): 1141-1160.
- [20] 杨浩, 张京祥. 土地财政驱动城市空间生产的机制与效应研究: 以南京河西新城为例[J]. 国际城市规划, 2018, 33(5): 68-74.
- [21] WU F L, PAN F H, CHEN J. Financialization under state entrepreneurialism in China[J]. Regional Studies, 2022, 56: 1237-1243.
- [22] FENG Y, WU F L, ZHANG F Z. The development of local government financial vehicles in China: a case study of Jiaying Chengtuo[J]. Land Use Policy, 2022, 112: 104793.
- [23] FENG Y, WU F L, ZHANG F Z. Changing roles of the state in the financialization of urban development through Chengtuo in China[J]. Regional Studies, 2021, 56: 1259-1270.
- [24] WU F L. Planning centrality, market instruments: governing Chinese urban transformation under state entrepreneurialism[J]. Urban Studies, 2017, 55: 1383-1399.
- [25] 刘敏. 衡量金融支持力度: 存贷比还是社会融资规模[J]. 金融经济, 2023(11): 50-55.
- [26] CHEN Z, HE Z, LIU C. The financing of local government in China: stimulus loan wanes and shadow banking waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 137(1): 42-71.
- [27] 赵燕菁. 城市更新中的财务问题[J]. 国际城市规划, 2023, 38(1): 19-27.
- [28] 赵扶扬, 陈斌开, 刘守英. 宏观调控、地方政府与中国经济发展模式转型: 土地供给的视角[J]. 经济研究, 2021, 56(7): 4-23.
- [29] 杨峥. 地方政府债务空间与空间债务: 基于地根经济的区位黏性视角[J]. 经济与管理研究, 2018, 39(10): 111-120.
- [30] 张京祥, 姜克芳. 解析中国当前乡建热潮背后的资本逻辑[J]. 现代城市研究, 2016(10): 2-8.
- [31] 刘辰阳, 彭震伟. “城市空间债务过载”假说: 我国地方政府债务与城市空间关系的理论演绎和地理格局分析[J]. 城市发展研究, 2024, 31(11): 47-55.
- [32] 黄奇帆. 分析与思考: 黄奇帆的复旦经济课[M]. 上海: 上海人民出版社, 2020.
- [33] 列斐伏尔. 空间的生产[M]. 刘怀玉, 等译. 北京: 商务印书馆, 2021.
- [34] 哈维. 资本的限度[M]. 张寅, 译. 北京: 中信出版社, 2017.
- [35] HARVEY D. From managerialism to entrepreneurialism: the transformation in urban governance in late capitalism[J]. Geografiska Annaler: Series B, Human Geography, 1989, 71(1): 3-17.
- [36] 哈维. 新帝国主义[M]. 初立忠, 沈晓雷, 译. 北京: 社会科学文献出版社, 2009.
- [37] 马克思. 资本论: 第1卷[M]. 中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局, 译. 北京: 人民出版社, 2004.
- [38] 赵燕菁, 宋涛. 城市更新的财务平衡分析: 模式与实践[J]. 城市规划, 2021, 45(9): 53-61.
- [39] 赵燕菁, 沈洁. 价值捕获与财富转移: 城市更新的底层财务逻辑[J]. 城市规划学刊, 2023(1): 20-28.
- [40] 赵民, 赵燕菁, 刘志, 等. “城市公共财政可持续的城市更新”学术笔谈[J]. 城市规划学刊, 2024(3): 1-9.
- [41] 严娟, 吴志强, 吴涛, 等. 城市更新公共财政研究的系统综述: 阶段、流派与规划嵌入[J]. 城市规划学刊, 2025(4): 10-18.
- [42] 洪银兴. 苏南模式的演进及其对创新发展模式的启示[J]. 南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学版), 2007(2): 31-38.
- [43] 罗小龙, 张京祥, 殷洁. 制度创新: 苏南城镇化的“第三次突围”[J]. 城市规划, 2011, 35(5): 51-55.

修回: 2025-11