

四问“投控类”发债主体：谁在新增？特征如何？信用看什么？融资向何方？

2026 年 10 月 13 日

要点

- 数据梳理显示，2025 年 6 月至 2026 年 6 月期间的 800 余家首次发债主体中，约半数主体具有一定投资控股业务属性，几乎全部为国有企业。这些“投控”主体的行政层级普遍下沉，其中江苏、浙江两省的区县级新增平台数量居全国前列。
- 当前，国有投资控股公司在职能定位和业务形态上分化明显，整体以国有股权持有为核心职能，而市场化投资业务多集中于实控人为省级政府以上的高层级主体。
- 近年来，国有投资控股公司所持资产价值总体扩张，职能重心向产业投资方向倾斜。行业债务扩张速度强于资产规模，杠杆水平呈现上升，企业融资主要依赖债券，但债务期限结构偏短。
- 投控企业的信用质量主要来源于股东支持，需重点关注投控企业的资产质量与职能定位，二者是决定外部支持力度的核心。此外，过度加杠杆将制约主体的再融资空间，债务期限结构欠佳则将影响再融资稳定性。
- 我们预计，“投控”、“产投”主体新增发债将面临更为严格的审核。针对城投转型的监管逻辑已由核查形式合规转向看重实质经营能力；仅依靠资产注入、报表美化来包装“产投”的浅层转型，难以获取新增融资支持。

分析师

任映雪

北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

近年来，债券市场上带有“产业投资”、“投资控股”、“国有资产运营”属性的新增发债主体数量逐渐增多，引发市场对于地方通过包装产投平台规避城投融资限制的关注。我们认为，实际上产投、投控平台本质上都属于“投资控股公司”的范畴。这类企业通常不介入实体企业的生产经营，母公司层面无经营性现金流，主要依赖控股和投资实现资产控制，通过退出投资或获取分红回流现金流。无论是已成熟运作、承担国有股权持股和产业基金投资职能的省级国有资产运营平台，还是所谓新包装出来发债的区县产投平台，这类主体的投控业务运作逻辑本质上具有一定共性，信用分析万变不离其宗，也都脱离不开“投资控股公司”的核心框架。本文将围绕 4 个关键问题逐一展开，为读者详细拆解“投控类”主体当前的新增发债情况、业务及财务特征、信用关注要点，以及未来融资监管环境等问题。

问题 1：有多少新增发债主体带有“投控”属性？

数据分析显示，2025 年 6 月至 2026 年 6 月期间的 800 余家首次发债主体中，约半数主体的经营范围带有一定投资控股业务属性。

本次分析中，我们采用分析新增发债主体“工商经营范围”的方法来识别投控主体，通过识别以下投资控股业态相关关键词，判断主体的经营范畴是否带有“投控”业务属性。发债主体经营范围符合的关键词越多，其越有可能是从事投资控股业务的主体。

关键词包括：创业投资、国有资产经营管理、以自有资金从事投资活动、私募证券投资基金管理服务、控股公司服务、股权投资、为创业企业提供创业管理服务、国有资产经营、资本运作、资产管理、企业管理。

我们选取 2025 年 6 月至 2026 年 6 月期间首次发债的约 820 家主体作为分析范围。在这些发债主体中，经营范围覆盖上述“投控”业态关键词两个及以上的企业共有 425 家，占新增发债主体的 52%，几乎全部为国有企业。这些主体的业务可能具有一定投资控股公司的属性。

图1

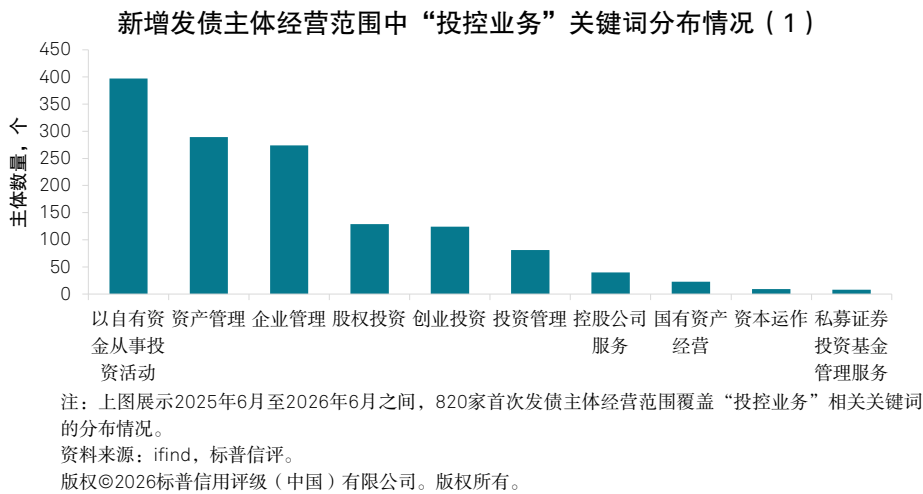
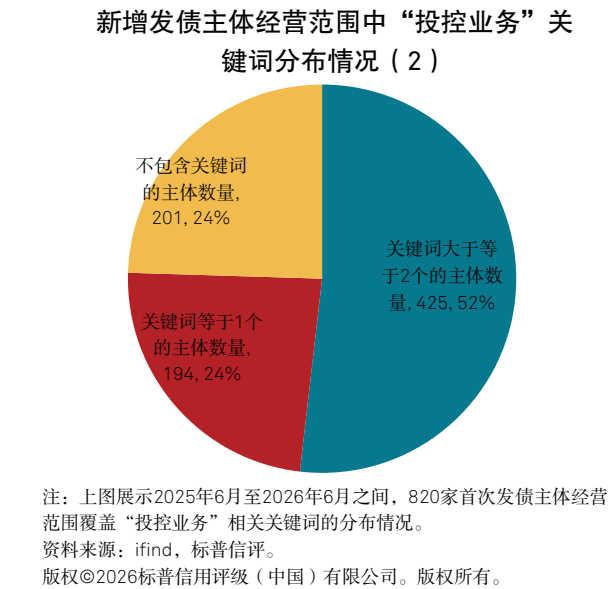


图2



新增“投控类”国有发债主体呈现行政层级下沉的特征，区县级平台占比最高。在上述 425 家业务具备一定投资控股属性的企业中，区县级政府作为实际控制人的主体占比 48%，数量超 200 家；地市级政府控制主体占比 34%，数量约 150 家；省级及中央政府控股的主体数量相对有限。实际上，

区县政府掌握的产业资产与资源较为有限，当前部分新设区县级“投控”主体，并非以地方产业整合、产业投资为核心定位，更多是通过打造产投类平台来规避城投融资约束的载体。

从区域分布看，江苏、浙江两省新增该类区县级发债主体的数量居前，嘉兴、无锡、苏州等地表现尤为突出。此外，成都、武汉、合肥等省会城市下属区县，也新增了一定数量的“投控类”发债主体。

图3

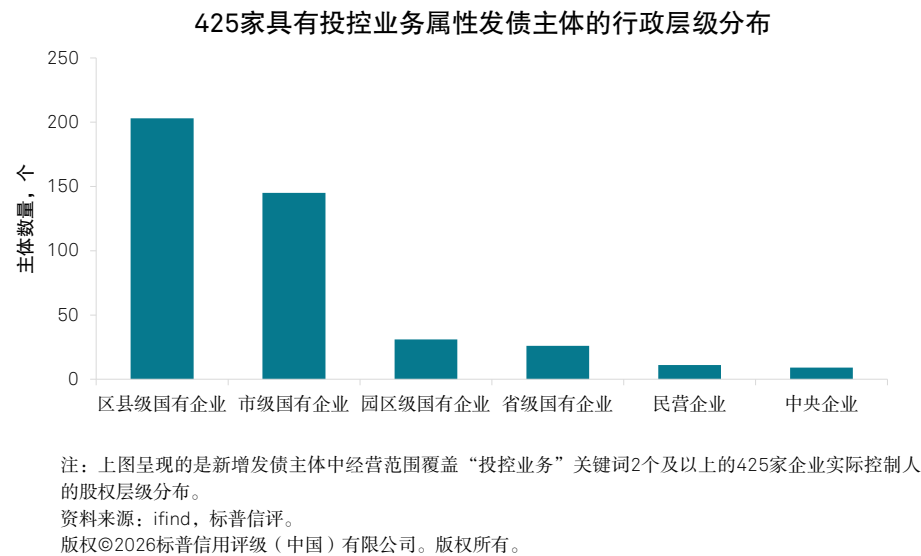
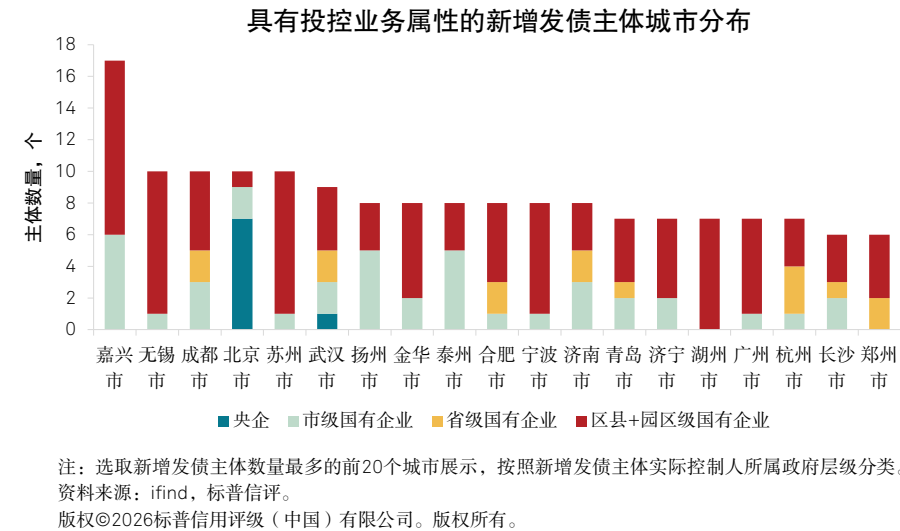


图4



问题 2：国有投控类公司在业务、财务方面集中呈现哪些特征？

上述数据显示，过往一段时间，带有“投控”业态属性的区县级、地市级国有企业确实是全市场新增发债主体的主要组成部分。接下来，我们将视角进一步放大至全市场现有的已成熟运作的国有投资控

股平台，通过具体的数据梳理来得出该类企业当前在职能定位、业务发展、投资运作、债务融资等方面的基本特征。

下文以国内 238 家投资控股公司为研究样本，基本覆盖国内资本市场所有发债融资的投资控股公司。这其中，国有投资控股公司债券发行规模占比超过 9 成，占据绝对主导地位。由于投资控股公司本部通常不介入子公司的经营，也不掌控其现金流，我们对其财务分析主要聚焦于母公司口径。下文相关财务数据均基于 238 家公司本部报表口径，同时受限于资料可得性，本文中对于样本企业的资产价值统一采用账面价值计量，不区分上市与非上市资产。由于当前行业中国有投资控股公司所持资产以非上市资产为主，资产流动性普遍偏弱，上述简化处理不会影响整体趋势判断。

■ 特征 1：国有投控公司以股权持有为主线职能，市场化投资集中于高层级主体

投资控股公司是以对外投资及持有股权为核心业务，旨在获取中长期资本回报，通过筛选标的投资、择机退出并滚动投入新标的来实现循环运作的一类企业。国际上，投资控股公司多指专门从事各类投资的公司，如软银集团、淡马锡。在中国市场环境，国有企业是重要的经济活动参与主体和融资主体，构建了庞大的国有资产，这些资产的持有和保值增值具有重要意义。国有股权投资控股企业正是承担这一职能的主体，也是当前国内该领域最主要的发债主体。市场上，国有股权投资控股企业因其承担职能、发展阶段的不同，呈现多元化态势。国有资产持有仍是这类企业的核心基础职能，目前专业从事主动投资的国有投控平台数量相对较少。

表1

侧重行政性职能 侧重市场化运作					
分项	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5
业务模式	纯行政性的国有股权代持平台	地方国有股权管理平台、部分也承担融资和债务管理职能	地方产业投资平台	国有股权控股+产业引导投资平台	市场化投资机构
业态特征	以推进政企分离为主要功能定位，对国有股权实施名义持有，并履行出资人程序性股东职能	整合地方国有企业股权，同时作为地方金融资源的统筹载体，负责区域城投债务管理及流动性风险防控	对区域内主要产业股权实施控股整合，部分情形下也涵盖城投平台的股权	依托对区域内国有股权的整合控股为基础，开展股权直投及基金引导性投资	专业化投资运作主体，兼顾政策导向要求与市场化回报目标，投资标的范围不受属地限制 多为股权层级较高的省级国企或央企
融资用途	理论上无外部融资需求	融资资金通常以拆借形式注入下属国有企业（城投为主），用于支持其项目建设和流动性需求	融资资金以拆借形式分配给下属子公司，用于支持区域内产业项目、基础设施项目建设，或进行产业基金出资等	融资主要用于股权及基金投资，以及重大资本运作（属地企业孵化上市、股权收购整合、区域战略性项目出资等）。小部分情况下亦以拆借或担保形式支持下属企业，但并不属于主业职能	主要用于股权及基金投资出资
典型企业	山西省国有资本运营有限公司	义乌市国有资本运营有限公司 泸州市兴泸投资集团有限公司 宜宾发展控股集团有限公司		北京国有资本运营管理有限公司 广东恒健投资控股有限公司	深圳市投资控股有限公司 北京亦庄国际投资发展有限公司 国新投资有限公司 广东省粤科金融集团有限公司

资料来源：公开信息，标普信评整理总结。

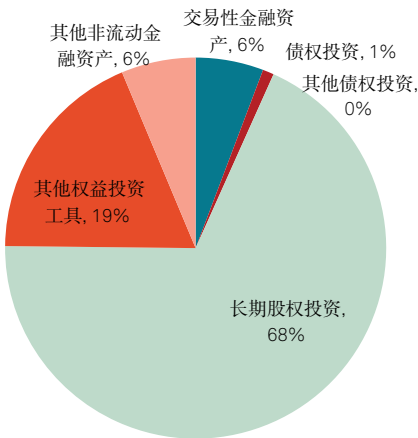
▪ **特征 2：国有投控企业所持资产价值总体扩张，职能重心向产业投资方向延伸，省级平台发挥主导作用**

随着国有投资控股公司在国有资产运营与产业投资引导方面的职能不断强化，其本部所持资产价值持续扩张。本部资产价值扩张主要源于两方面驱动因素：一是各级政府逐步将区域内国有股权划转注入国有投资控股公司；二是该类公司持续加大对产业基金及股权投资的布局力度。

从资产构成来看，样本企业本部持有资产中长期股权投资占主导地位，截至 2026 年 6 月末，长期股权投资资产价值占比达 68%，表明国有股权持有仍是此类公司的核心业务；其次为其他权益工具投资，占比 19%；其他非流动金融资产与交易性金融资产各占 6%，后几类投资性资产更多反映公司在产业投资领域的布局规模。2022 年以前，长期股权投资资产的扩张速度较快；而近两年产业投资类资产的增速持续高于长期股权投资，反映出投资控股平台已逐步完成区域国有股权整合，职能重心正向产业投资方向延伸，投资属性持续增强。

图5

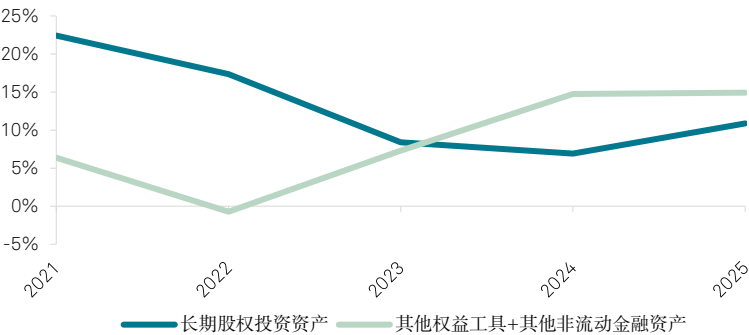
样本投资控股公司所持资产结构分布



注：基于2026年6月末数据计算。
资料来源：ifind，标普信评。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

样本投资控股公司本部持有资产增速情况



注：增速为相关科目余额年度同比增速。
资料来源：ifind，标普信评。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从主体层级来看，国有控股及投资职能主要集中在层级较高的主体。省级国有投资控股企业在国有股权资产与产业投资类资产方面均具备最强增长动能，体现出该类主体获得地方政府更强的资源支持，在地方产业投资中发挥主力军作用。

图7

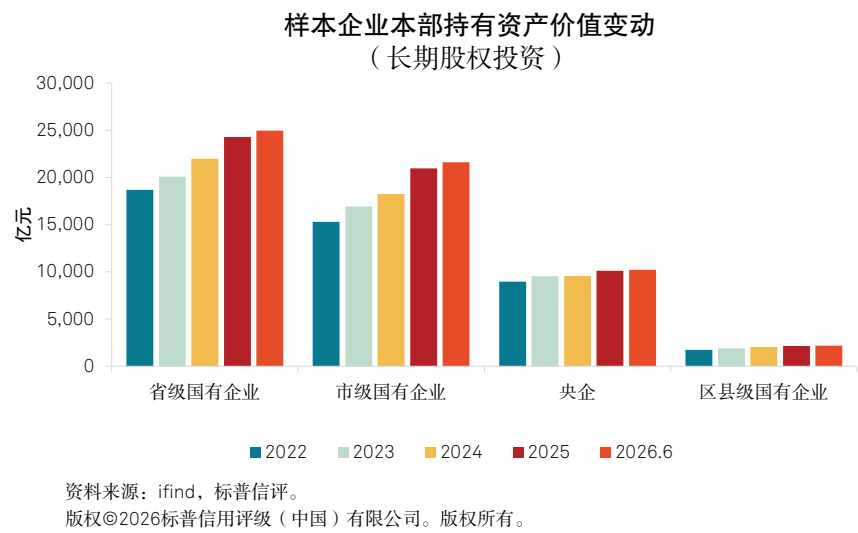
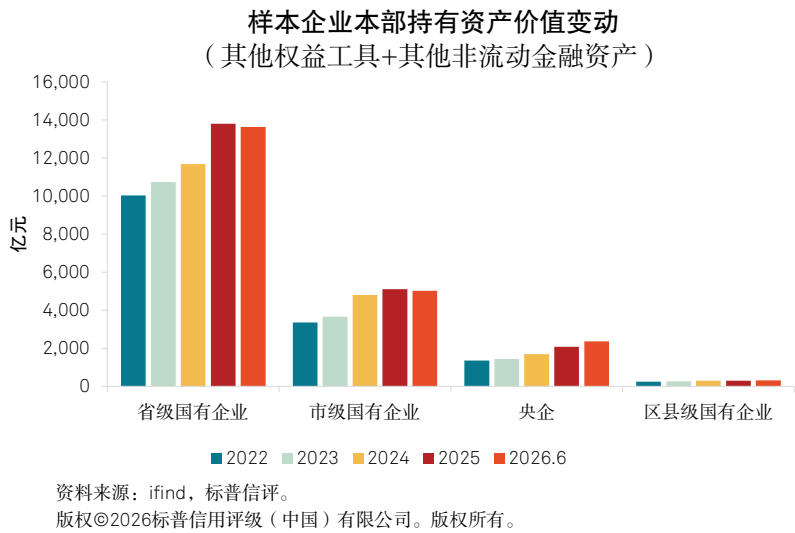


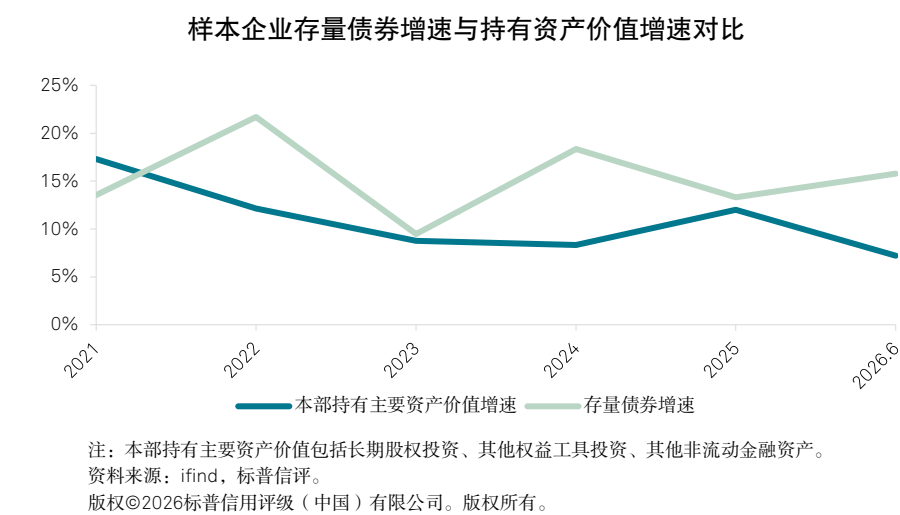
图8



■ **特征 3：行业杠杆水平总体呈上升趋势，市级、区级平台高杠杆主体居多**

随着国有投资控股公司持续加大对基金投资及股权投资的布局，其本部带息债务规模同步扩张。近五年来，样本企业本部债务增速持平或高于所持资产价值增速，以本部经调整总债务/投资价值比率（Loan-To-Value, LTV）衡量的杠杆水平总体呈上升态势。LTV 计算方法说明详见附件。

图9



若将 LTV 比率由低到高划分为 1 至 6 档以衡量样本企业本部杠杆水平，从结构上看，层级较高的中央及省级投资控股公司杠杆水平整体保持稳健，主要集中在 1 至 4 档区间，表明其债务扩张节奏与资产增长保持在相对合理的水平。

处于 5 至 6 档较高杠杆水平的样本企业层级相对下沉，以市级及区县级主体为主。此类企业中相当一部分还承担区域基础设施建设职能，并通过自身融资直接或间接为区域内其他国有企业提供资金支持，具有一定地方融资平台特征，进而推高其本部债务规模与 LTV 水平。

图10

LTV 档位	LTV 阈值	样本企业数量分布			
		央企	省级国有企业	市级国有企业	区县级国有企业
1	<15%	4	8	9	1
2	15-30%	3	20	25	2
3	30-45%	2	10	18	4
4	45-60%	2	8	18	3
5	60-80%	3	10	7	3
6	>80%	2	4	18	13

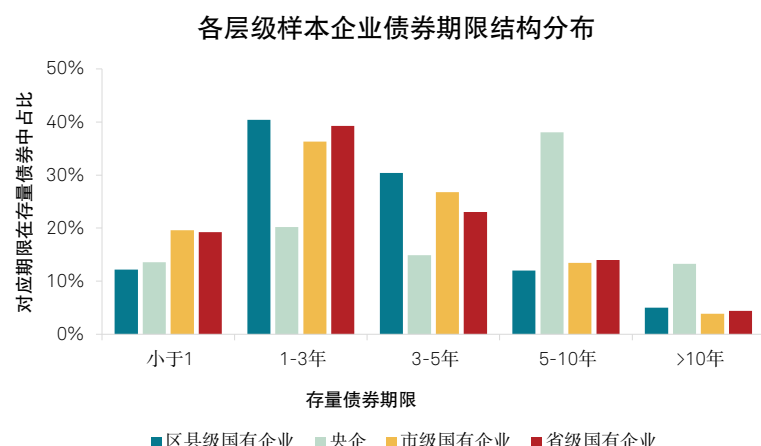
注：1、在总样本中剔除数据不可得的企业。2、为了简化数据处理，此处 LTV 的计算为简单估算值。资产价值根据本部相关资产的账面价值估算，不考虑上市和非上市资产的区别；债务未考虑本部对外担保。3、基于 2026 年 6 月末财务数据计算。
资料来源：ifind，标普信评。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

▪ **特征 4：国有投资控股企业对债券融资依赖度较高，债务期限结构整体偏短**

由于投资控股公司不从事实际生产经营，其从银行获取流动资金贷款或项目融资贷款的难度较一般工商企业更大，债务来源因此相对更依赖债券市场。样本企业中，约六成主体的债券融资占比超 50%，约三成主体甚至超过 75%。近五年来，样本企业存量债券规模年均增速达 16%，发行高峰年份增速超过 20%。

当前央企投资控股公司存续债券的期限总体更长、到期分布更均衡，5 年期以上的债券占比较高；其他层级国企的债券期限多集中于 1 至 3 年，5 年以上长期限债券占比偏低，期限结构存在一定优化空间。

图11



资料来源：ifind，标普信评。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

问题 3：国有投资控股公司信用分析重点应该看什么？

■ 股东支持是国有投资控股公司的重要信用来源，资产质量与职能定位是决定因素

我们认为，国有投资控股公司的核心信用驱动因素为股东支持，重点取决于两方面因素：一是所持资产的质量；二是职能对当地产业及经济增长的重要性。其中，对于以国有股权投资运营为主业的企业，应重点关注其所持资产的质量；对于以产业投资为主业的企业，则应重点关注其职能定位。

国有投资控股企业的经营状况高度取决于底层资产质量，而资产质量又与区域资源禀赋、产业基础及国有资产布局密切相关，因此具有极强的区域个性。这类企业所持股权资产的质量，直接决定了其可撬动的资源规模与职能发挥空间。在区域内持有核心或优质资产的投资控股公司，其投资状况通常较好，对地方政府的重要性水平也相对较高。

我们认为，产业投资职能的关键在于其对地方产业的引导作用，需重点关注该类投资在当地经济产业结构中的定位与战略意义，以及在同区域内承担相似职能企业的投资方向差异，职能是否具有一定专营性。“十五五”规划强调支持科技创新、发展新质生产力，并鼓励国有资本发挥耐心资本作用、履行带动扶持职能，在此背景下，承担区域产业投资引导职能的核心企业重要性有所提升。该类企业通常会具备以下特征：受托管理或持有政策性引导基金，管理基金及投资规模在区域内居于前列，长期出资参与地方重大产业投资项目，持续获得财政拨款等形式的资金支持。此外，无论是为了更好地发挥政策引导职能，还是稳健提升财务性收益，均有赖于股权投资公司构建更为专业化的投资管理能力，战略投资能力的差异对企业市场地位的影响将逐步凸显。需重点关注投资类公司在“募—投—管—退”全流程的专业化能力建设、过往投资收益情况、投资与退出能否形成资金良性循环，以及与区域内其他企业的对比情况。

■ 股权投资扩张加剧资产信用风险，投资状况仍由核心资产质量主导

随着股权投资与产业基金布局的扩大，投资控股公司的资产不透明性及投资组合的信用风险趋于上升。这一趋势对整体资产信用质量的最终影响，取决于投资性资产在总资产组合中的占比、企业的综合投资能力以及区域产业环境等多重因素。

早期阶段的股权投资具有典型的高风险特征，该类资产的信用质量普遍弱于成熟的产业类企业股权。同时，产业基金的结构往往较为复杂，底层投资标的难以穿透评估。例如，若投资控股公司所持资产以难以独立评估的股权投资类资产为主，则我们对其投资状况的评价通常不会太好。在当前市场环境下，此类极端情况相对少见，更多情形是产业基金及股权投资类资产在整体投资组合中占据一定比例。

若国有股权资产价值在投资组合中占据主导地位，股权及基金相关资产占比较低，且区域产业环境良好、企业建立了相对完善的投资体系与决策流程、具备良好的投资纪律与审慎的风控机制、投后管理措施到位、过往未出现重大投资损失记录——则股权及基金相关资产的质量未必会对整体投资状况形成拖累，对投资状况的评价更多仍由占主导地位的国有股权质量所决定。

■ 偿债来源高度依赖再融资，过度加杠杆会制约再融资空间，债务期限结构欠佳影响再融资稳定性

国有投资控股公司的资产主要源于政府划入，资产处置取决于政府决策而非市场化操作，这一特征决定了公司的偿债来源本质上是再融资而非资产变现。因此该类企业维护好融资声誉和再融资空间至关重要，其核心在于将经调整总债务/投资价值比率（LTV）控制在合理水平——在资产无法自由处置的情况下，LTV 的现实意义正是衡量再融资空间及债务承载上限。若杠杆持续攀升、债务超出资产承载能力，其债务滚续将更易受外部冲击，再融资脆弱性显著增强。

此外，股权投资具有高风险、长周期、退出不确定性较高的特征。在政策鼓励耐心资本的背景下，国家及省级引导基金已开始试水拉长投资存续期至 20 年或不设固定存续期，较此前较为主流的“5+2”或“7+2”存续期实现明显突破。未来，股权及基金投资周期逐步拉长将成为主流趋势。资产久期的延长对投控公司的负债管理提出了更高要求，债务久期匹配性与债券到期分散度将共同决定再融资稳定性。

问题 4：如何看待产投、投控类平台未来的融资环境？

在当前城投化债、转型的背景下，市场上出现了一定数量的新包装出来的“产投”、“投控”平台，其运作逻辑实质上沿袭了传统地方政府融资平台的路径，即通过设立控股型平台、注入存量国有资产以包装成市场化主体，核心职能仍是地方债务融资平台，规避对传统城投新增发债的监管限制。

从政策趋势看，对地方“类城投”企业的发债审核已形成“335 标准→224 收紧传闻→三道红线”的梯度收紧格局。今年上半年出台的“三道红线”审核标准，体现出监管不再单纯聚焦城投平台资产结构、财政补贴占比等表层指标，转而通过盈利、现金流、转型行为三类可量化、可穿透的硬性约束，将监管重心从“结构合规”转向“实质经营”，重点核查企业真实经营能力与市场化转型成效。“三道红线”对新增发债企业设置的审核标准为：ROA 大于 1%、最近一个完整会计年度经营活动现金流量净额为正、12 个月内未发生重大资产重组。我们认为，最后一项要求，主要针对通过资产划转整合包装产投、投控类主体的情形。

我们梳理了 2026 年 3 月 1 日至 6 月 1 日期间首次发债的 124 家城投及产投类平台，结果显示，全部满足上述三项条件的发行人仅为 28 家，占比约 23%；同时满足两项的发行人共 61 家，占比 49%；仅满足一项的发行人 29 家，占比 23%；三项均不满足的仅 2 家，占比约 2%。这一分布说明，当前能够真正达到“实质经营”标准、具备市场化转型实质成效的新增主体并不占多数。详见标普信评于 2026 年 6 月 15 日发布的研报《仅两成新发城投达标！三道红线落地，做实经营是唯一出路》

我们预计，随着监管政策的持续深入执行，产投主体将在新增发债方面面临更严格的审核。当前监管政策对城投转型“扶优限劣”的格局进一步清晰：一方面积极鼓励城投企业实施实质性市场化转型，另一方面严格管控“类城投”平台的新增债务，坚决杜绝虚假包装和监管套利。仅仅停留于资产注入或报表优化的表层“转型”，在当前监管框架下难以获得新增融资的“绿灯”。

附录：LTV 计算方法说明

投资控股公司的母公司层面多无实质经营，主要负责投融资，偿债来源为股权出售、子公司分红、股权质押及自身融资等。投资控股公司的财务风险分析以经调整总债务/投资价值比率（Loan-To-Value, LTV）为核心指标，分析范围聚焦母公司及投融资平台公司，债务包含母公司与相关融资平台全部债务。

经调整总债务/投资价值比率为杠杆指标，分子为调整后母公司经调整总债务，不含被投企业债务，投资组合价值中非上市公司股权按账面价值、上市公司股权按市值与持股比例计算。该比率越低，代表投资控股公司的再融资能力与空间越强，财务风险越低。

为便于分析，本文相关财务数据均基于样本投资控股公司本部报表口径，不再考虑融资平台等复杂口径情形；本文中资产价值统一采用账面价值计量，不区分上市与非上市资产。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。