

行业信用风险分析总论



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2026 年 8 月



行业信用风险分析总论

一、适用业务类别

本方法主要适用于中国大陆地区的行业信用风险分析¹。企业所处行业的信用风险水平会对企业个体信用风险产生影响，在企业信用评级过程中，联合资信会将行业信用风险分析结果纳入考量。此外，本方法同样适用于其他与行业信用风险相关的评估与研究。

二、行业信用风险分析的概念和意义

行业信用风险是指由行业固有特性与外部不确定性因素共同作用，通过影响行业需求结构、生产经营稳定性及盈利能力的波动性，最终反映在不同行业间债务履约能力的差异性风险。联合资信认为，行业信用风险既包括行业在较长时间跨度内，因结构性、趋势性因素的演变而导致的系统性偿债能力弱化风险，也包括行业在较短时间内因外部冲击或流动性压力导致的即时性债务履约风险。

行业信用风险分析是对特定行业信用风险水平高低的评估，其实质是基于行业特征、外部环境及财务指标，评估行业内企业整体履行债务义务的能力及意愿，以判断该行业整体的信用状况及潜在违约风险。在控制其他变量的条件下，行业信用风险水平与行业内企业主体的债务偿付能力存在显著的负相关关系。基于此，行业信用风险分析具有双重价值：一是为建立差异化的主体评级标准提供行业基准，有效提升跨行业信用评级的可比性和一致性；二是通过监测行业信用风险的动态变化，可前瞻性把握行业发展趋势，为预判企业个体信用风险演变提供领先指标。

三、行业信用风险分析的核心要素

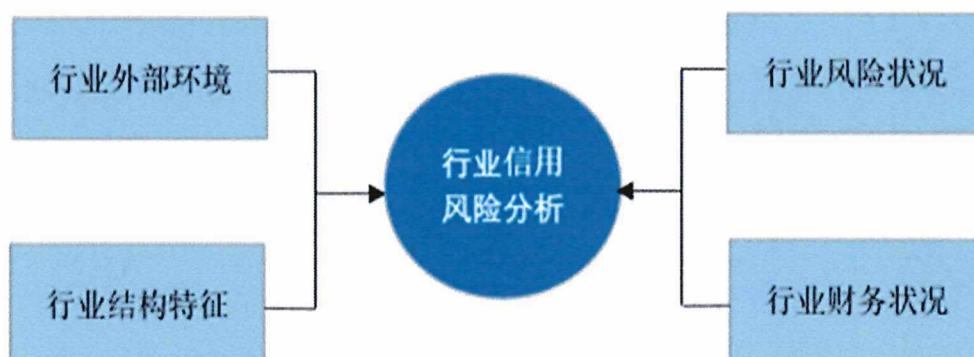
联合资信认为，行业信用风险主要可以通过四个维度来考量，一是行业外部环境，涵盖宏观经济环境、行业政策与监管环境等因素；二是行业结构特征因素，

¹ 考虑到城投行业的特殊性，本方法不适用于城投行业信用风险分析。

主要聚焦行业内部的固有属性与竞争生态，如行业准入壁垒、行业竞争格局等；三是行业风险状况，侧重外部因素和 ESG 因素对行业的扰动强度，如替代品威胁、ESG 风险等；四是行业财务状况，衡量行业在中短期内的财务风险水平，包括行业的增长性、盈利水平、杠杆水平、偿债水平等。

其中，行业外部环境是行业信用风险形成的基础性外部驱动因素，行业财务状况主要是衡量行业现阶段的状态，而行业结构特征和行业风险状况代表的则是行业的基本特征和内在本质，是影响未来行业发展至关重要的因素。因此，行业信用风险分析会更侧重于行业结构特征和行业风险状况的评价结果。具体开展行业信用风险分析时，各业务板块可在行业信用风险分析核心要素的基础上结合所属行业特征，选取最能揭示该行业信用风险特征的关键指标，并赋予相应权重，以体现指标对不同板块行业信用风险影响程度。

图 1 联合资信行业信用风险分析要素



四、行业信用风险分析的主要指标

（一）行业外部环境

行业外部环境是指行业内企业中不受自身控制但对其运营发展具有显著影响的外部条件集合，主要考察行业外部环境对行业经营产生的影响，涵盖宏观经济环境、行业政策与监管环境等外部因素。

1.宏观经济环境

宏观经济环境分析主要包括对宏观经济增长和宏观经济政策的分析。每个产业、每个企业都处于一定的宏观经济环境之中，一个国家（地区）整体经济发展快慢及其稳定性对每个行业和企业造成程度不一的影响。通常，在宏观经济快速

发展阶段，行业内企业也能够获得较好的发展机会。反之，在宏观经济剧烈波动或衰退时，行业内企业会面临较大的风险，宏观经济分析的重要性将进一步提高。宏观经济环境主要风险来自经济增长放缓，下行压力增大，引起经济中总需求率先收缩，导致行业总产出下降，收入减少，经营现金流趋于紧张，增加企业及行业的流动性压力。此外，政府实施的货币政策、财政政策、税收政策、投资政策等与相关行业的资金供给、市场需求、原料价格、盈利水平等密切相关，从而对行业内企业的经营状况产生重大影响。

对于工商企业而言，宏观经济环境的变化是影响其信用风险的重要因素。在经济增长放缓时，企业面临市场需求下降、产品滞销等问题，导致经营现金流紧张，偿债能力减弱，信用风险上升。此外，高通胀或通缩也会削弱企业的盈利能力，进一步加剧信用风险。公用企业通常具有一定的垄断性和稳定性，其信用风险受宏观经济环境的直接影响相对较小。金融企业的信用风险与宏观经济环境高度相关。经济衰退时，企业和个人的偿债能力下降，金融机构面临的不良资产风险增加。

2. 行业政策与监管环境

行业政策与监管环境即由政府根据行业发展规律的客观要求，综合运用经济手段、法律手段以及行政手段，制定的用于干预和调整行业市场结构和市场行为，调整产业布局、行业内企业间关系等内容的政策。与政府的宏观调整政策相比，行业政策与监管环境作用于不同行业，对具体行业调整的直接成分较高，并且是一种短期内难以改变的中长期政策。行业政策与监管环境的分析，包含行业监管政策、行业准入与退出政策、环保政策和地方重点政策等。

行业政策与监管环境对工商企业的影响体现在政策导向和监管力度上。例如，环保政策趋严可能导致高污染、高耗能企业面临更高的转型成本和经营压力，进而增加信用风险。公用企业受行业政策与监管环境影响更为显著。例如，政府对公用事业的定价政策、服务质量监管等，直接关系到企业的收入和运营成本。金融监管政策的变化，如资本充足率要求的提高、信贷政策的调整等，直接影响金融机构的经营策略和风险水平。

（二）行业结构特征

行业结构特征包括行业准入壁垒、行业竞争格局、行业地位三个二级指标。其中，行业竞争格局和行业准入壁垒更具有行业代表性，能够反映行业的内在本质，行业地位可能会受到这两个方面的驱动影响。比如行业竞争越激烈，集中度越低，相应的定价能力也会比较低，这就是竞争格局对行业地位产生的影响。所以在分析中，要相应的赋予行业竞争格局和行业准入壁垒更高的权重。整体来看，行业结构特征各要素体现了行业风险的长期趋势。

1. 行业准入壁垒

行业准入壁垒包括行业的资金壁垒、技术壁垒、资源壁垒等等。同时，还需要了解分析行政管制方面的政策措施及其对行业产生的影响。行业准入壁垒较高，进入行业的成本较高，可有效地限制竞争者数量，使得行业的竞争力较强，行业整体的风险也较低。

工商企业的信用风险与行业准入壁垒紧密相关，较高的准入壁垒能够限制新企业的进入，稳固市场地位、保障盈利，降低风险；低壁垒行业（如普通消费品）则因竞争激烈、经营压力大而风险偏高。公用行业凭借自然垄断属性（规模经济、技术垄断、特许经营）维持稳定收益，信用风险可控，行业准入壁垒对其信用风险影响程度较小。金融机构普遍拥有较高的行业准入壁垒（资本要求、牌照限制），各子行业根据其主营业务的不同呈现不同的发展趋势。

2. 行业竞争格局

行业竞争格局反映了行业内企业竞争的激烈程度，会对整个行业的利润水平和发展产生影响。主要考察行业现有的竞争态势，包括行业集中度、行业内企业数量及单位规模、产品同质化程度等。行业竞争格局一般可以划分为完全垄断、寡头垄断、地区垄断、垄断竞争、完全竞争等。行业集中度越低，竞争越激烈，行业的信用风险也越高。

工商企业信用风险与行业竞争强度直接关联，高竞争行业（如普通制造业）为了争夺市场份额，需持续投入研发及营销，导致成本攀升、利润承压，激进策略（如过度扩张/低价竞争）也会削弱财务稳健性，进而推升信用风险。行业竞争格局对公用企业的信用风险影响较为有限。由于公用行业的垄断性特征，市场竞争程度相对较低，企业之间的竞争主要体现在服务质量、运营效率等方面。金融

业受竞争影响显著，行业集中度低催生恶性竞争（降低信贷标准/高风险投资），叠加行业整合与洗牌压力（弱势机构出清），系统性信用风险被放大。

3.行业地位

行业地位包含两个维度的分析，一方面是对上游供应商的议价能力，一方面是对下游客户的议价能力。一个行业的议价能力通常受到以下因素的影响：即相对于上下游行业的竞争格局、采购或销货量、买卖双方选择的替代产品数量、买卖双方选择替代产品的成本、买卖双方逆向合并的威胁等。行业越是处于产业链中心，行业地位越高，行业的信用风险越低。

工商企业的信用风险受其在产业链中的议价能力影响较大，公用企业由于其服务的公共性和垄断性，信用风险相对较低，而金融企业的信用风险则与其在金融市场中的定价权和竞争地位密切相关。

（三）行业风险状况

行业风险状况从行业周期性、替代品风险和行业 ESG 风险这三个二级指标入手分析，反映行业面临的外部市场环境波动以及 ESG 风险。整体来看，行业风险状况各要素体现了行业风险的长期趋势。

1.行业周期性

行业周期性是指行业和宏观经济波动的相关程度。周期性行业的运行状态与宏观经济周期密切相关，而非周期性行业的运行状态在宏观经济扩张和收缩阶段都很稳定。因此，行业周期性越强，行业的波动越大，总体行业信用风险就越高。

工商行业企业的信用风险与经济周期高度相关，强周期行业在繁荣期需求旺盛、盈利增长，现金流充裕且信用风险低；衰退期则面临需求萎缩、产品滞销、利润下滑等问题，偿债能力承压，信用风险显著上升。公用行业整体抗周期性较强，具体业务所处细分行业的周期性不同。金融行业风险与经济周期直接关联，经济扩张期资产质量优、违约率低，衰退期则不良贷款激增，信用风险急剧攀升。

2.替代品风险

一个行业是否有竞争力，重要的一个方面是其是否会被其他行业替代掉。技术的进步与创新可能会促使行业替代品出现，这将会对行业的整体发展产生重大的影响，行业会受制于替代品行业的发展情况。在考察替代品风险时，主要从行

业产品的可替代程度以及转换成本的高低进行分析。替代品的威胁越大，行业的信用风险也越高。

对于工商企业和金融企业而言，替代品风险是影响其信用风险的关键因素之一。随着科技的不断进步和市场竞争的加剧，新兴的金融技术和业务模式不断涌现，导致企业的产品或服务失去市场份额，进而影响其收入和盈利能力，信用风险也会随之上升。公用企业通常受到替代品风险的影响较小。由于其提供的服务具有不可替代性，需求相对稳定。

3.行业 ESG 风险

行业环境风险是行业 ESG 风险的重要因素之一，行业环境风险主要考察行业造成的环境污染与生态环境破坏程度。随着我国环保处罚和激励政策的逐步完善，环境风险对于行业信用风险的影响越来越大。行业环境风险的评估可参考我国环保部和各行业排放物和污染物的相关资料（包括大气污染、水土污染、资源消耗和事故灾害等），可结合实地调查和样本企业排放物和污染物数据和安全事故情况等进行分析。环保政策的收紧可能对高排放行业企业造成冲击，增加其合规成本和经营压力，进而提高信用风险。此外，行业 ESG 风险还应关注该行业在社会、公司治理方面的风险。

（四）行业财务状况

行业财务状况主要考虑行业增长性、行业盈利能力、行业杠杆水平、行业偿债能力这四个方面。从债券分析的角度来看，偿债能力与杠杆水平对信用风险评价更为重要。在计算权重时，通过量化方法初步得出权重之后，还要结合定性调整，赋予杠杆水平和偿债能力更大的权重，和指标实际的重要程度相匹配。整体来看，行业运行表现各要素体现了行业风险的中短期趋势。

1.行业增长性

行业增长性越高，行业发展越快，行业信用风险越小。增长性高的行业，收入和利润处于高速增长期，需求和价格维持较高的水平，预期增长率较快；增长性较低的行业，行业内企业的营业收入和营业利润增速较低，甚至行业内企业出现大规模亏损，需求增长缓慢或出现负增长，价格下降。

对于工商企业而言，处于高增长行业的工商企业通常具有更好的市场前景和

扩张机会，能够通过增加市场份额和提高销售额来提升盈利能力，从而降低信用风险。然而，如果行业增长放缓甚至出现衰退，企业可能会由于需求减少、产能过剩等原因，导致收入下降和现金流紧张，进而增加信用风险。公用企业的信用风险受到行业增长性的影响相对较小。由于公用企业通常提供的是基本公共服务，这些服务的需求相对稳定，行业增长性相对平稳。金融行业增长性直接影响金融机构的业务规模和盈利能力。

2.行业盈利水平

盈利是主体生存发展及偿还债务的根本，盈利状况直接决定行业的偿债资源情况，因此，行业整体的盈利是评价行业表现的重要因素。由于在增长性中考察了利润的增长率，本部分盈利水平主要考察利润占营业收入和资产的比重，反映行业以单位资源获取利润的能力。

行业盈利水平直接影响工商企业的财务健康状况。高盈利水平意味着企业有足够的利润来覆盖成本、偿还债务并进行再投资，从而降低信用风险。相反，低盈利水平或亏损状态可能导致企业资金链紧张，偿债能力下降，信用风险上升。公用企业具有“自然垄断性+公共服务属性+强政府干预”的复合特征，行业信用风险与盈利水平关联度相对较低，因此评估公用行业信用风险时应弱化对行业盈利水平的分析。在经济繁荣时期，金融行业增长迅速，金融机构的盈利水平较高，信用风险较低。然而，在经济衰退时期，行业增长放缓甚至出现负增长，金融机构的盈利水平下降，信用风险上升。

3.行业杠杆水平

行业杠杆水平指行业债务资本和权益资本的关系，杠杆水平在一定程度上决定了行业偿债风险、再融资需求、以及资金来源的持续性和稳定性，能够比较直观地反映行业信用风险。如果行业债务资本比例过高，行业债务还本付息压力较大，叠加行业经营环境恶化状况下息税前整体利润下降的影响，行业债务偿付压力将快速上升，行业信用风险较高。

行业杠杆水平反映了企业债务融资的使用程度。适度的杠杆可以放大企业的收益，但如果杠杆过高，企业将面临较大的债务偿还压力，尤其是在经济下行或行业不景气时，过高的杠杆可能导致企业现金流断裂，信用风险大幅上升。公用企业通常需要大量的资本投入来建设和维护基础设施，因此杠杆水平较高。金融

企业通常具有较高的杠杆水平，通过债务融资来扩大业务规模。然而，过高的杠杆可能导致金融机构在市场波动时面临较大的风险，尤其是在资产质量下降或流动性紧张的情况下，信用风险可能会显著上升。

4.行业偿债能力

偿债指标是指主体在使用资产和经营过程中创造的收益用于偿还债务的能力，包括偿还短期债务和长期债务的能力。短期偿债能力是指偿付日常短期到期债务的能力，重点衡量当前财务能力，特别是流动资产变现能力。长期偿债能力是指偿还长期负债的能力，长期负债主要有长期借款、应付债券。

行业偿债能力直接关系到工商企业和金融企业能否按时足额偿还债务。公用企业自身偿债能力与其主营业务的运营有很大关系，同时其偿债能力也与相关地方政府的支持可能性及支持能力密切相关。

五、行业信用风险分析方法的局限性

联合资信对行业信用风险分析的判断以该行业的历史状况为基础，但由于行业的发展及偿债能力的内外因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本方法对行业信用风险分析不能保证完全准确的预测其未来实际的信用风险。

打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评价过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素评估，但始终存在主观判断成分。

打分表所使用的数据来源于行业内企业公开披露的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

样本的选择方面，联合资信选择的发债与上市企业样本未必能够反映全行业整体的表现，发债上市企业整体质量较好，对定量结果有一定影响。

行业的分类方面，虽然行业划分越细致，得到的结果会越精确，但是细分的行业样本数量较少，不具有代表性。而部分包含范围较广的综合类行业内部也存在表现差距较大的问题，对于这类行业进行部分定性判断较为困难。

联合资信重视打分表在行业信用风险分析中的参考作用，但不会完全依赖打分表结果确定行业信用风险分析结果。在参考打分表结果的基础上，联合资信还

将考虑影响行业信用风险的其他考量因素，由公司信用评级委员会投票确定行业信用风险分析结果。