

2026 年 07 月 01 日

4-5 月的经济放缓趋势或基本结束

固定收益研究团队

——2026 年 6 月 PMI 数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

王帅中（联系人）

wangshuaizhong@kysec.cn

证书编号：S0790125070016

事件：国家统计局公布 2026 年 6 月 PMI 数据，制造业 PMI 超预期回升至 50.3%。

● 制造业景气度较 2025 年有所改善

2024 年 9 月以来，PMI 大致可以分为三段：第一段，2024 年四季度-2025 年一季度整体在 50%以上；第二段，2025 年 4 月-2026 年 2 月整体在 50%以下；@第三段，2026 年 3 月以来 PMI 整体在 50%以上。2026 年 4-5 月 PMI 确实回落，但是与 2025 年回落期相比，特别是 2025 年 4 月、2025 年 10 月，均回踩 49%，本次回落的底部明显抬升。从整体制造业看景气程度较 2025 年是改善而不是恶化。

● 4-5 月的 PMI 回落或与三方面因素有关

(1) 季节性规律。一季度特别是 3 月份较高，4-5 月回落，可能因为政府、企业等一季度追求开门红，二季度便相对有所放缓。(2) 一季度 GDP 到达 GDP 目标上限，可能导致二季度政策节奏放缓。随着 4-5 月经济明显放缓、二季度 GDP 增速或落于 GDP 目标下限附近，政策节奏或已重新加速，对应 6 月 PMI 触底回升。(3) 原油价格冲击。从航空执行航班看，5 月大幅回落，表明原油价格还是对需求端产生了阶段性冲击。随着油价有所回落，以及市场的适应性提高，最新的航班情况已经基本恢复正常，表明原油冲击或已基本结束。此外消费同比数据近期回落，存在高基数的问题。总体上看，2025 年两次经济数据回落，一次是 4-5 月，一次是 10-11 月。事后看均是债券出售机会。底层逻辑是当前政策思路是区间调控、L 型调控、逆周期调节，因此基本面阶段性回落之后往往触发政策节奏的加快，导致经济重新回升。

● 转债市场：5 月中旬开始的蓝筹、小市值股下跌或接近尾声

美国蓝筹股近期表现很强，欧洲蓝筹股表现也不差，越南蓝筹股领涨；仅在中、日、韩，出现了明显的“AI 涨、蓝筹跌”的情况。因此我们认为，所谓“K 型分化”，更多的中、日、韩的资金行为，而不是基本面的问题。再看 A 股业绩好的蓝筹股，5 月之后依旧下跌，与业绩差的蓝筹股差异不大。参考 2013 年底-2014 年初、创业板上涨，大市值股下跌，还有 2020 年底-2021 年初、大市值股上涨，小市值股下跌，“跷跷板”行情（一个风格大涨、其他风格大跌）持续时间大约为 2 个月，5 月中旬开始的本轮“跷跷板”行情或将接近尾声。此外近期宽基 ETF、特定行业的出售，或将接近尾声，因为宽基 ETF 规模已经接近回到起点。叠加 4-5 月的经济回落或将结束，只需要经济有见底迹象（不需要明显上行），蓝筹股处于“历史极低估值+极高股息率+机构极低仓位”，我们仅从绝对收益角度认为蓝筹股已经值得关注，关注相关转债的机会。

● 债市观点：当前存在资金面、基本面和拥挤度三重影响

2026 年以来的债市“资产荒”，实际是资金面+基本面+拥挤度，三重利多共振。首先，资金面方面。(1) 2026 年初以来确认 DR001 较 2025 年下半年下降，存单利率开始下行，是本轮“资产荒”下行最早的品种，之后短端品种陆续跟进。

(2) 2026 年 4 月 DR001 大幅下行至 1.2%，更多投资者关注到资金宽松，特别是 PPI 超预期，央行宽松态度，打消债市疑虑，中长端在 4 月开始大幅下行。其次，基本面方面。4-5 月基本面数据确实回落。最后，拥挤度方面。我们重点关注非银，特别是债基的拥挤度。债市现在往后看，则面临资金面超预期收紧+基本面边际回升+拥挤度已经历史高位三重因素。(1) 资金面或超市场预期。当前市场主流预期 DR001 回落至 1.3%左右，我们认为可能落空。2023 年上半年之前，DR007 围绕 7 天 OMO，2023 年下半年之后，DR001 围绕 7 天 OMO。(2) 基本面边际回升，如果 4-5 月基本面回落告一段落，6 月开始边际回升，以及消费告别高基数触底，那么基本面同样或将推动收益率上行。(3) 拥挤度已经处于历史高位。债基拥挤度或已经达到 2025 年 7 月高峰，在债市没有趋势性行情的情况下（区别于：1.2022-2024 年债市有趋势行情，因为央行每年降息；2.当前 AI 有趋势行情，因为新产业趋势；这两种情况，拥挤度相对次要），收益率最好的情况是区间震荡。我们提示需要警惕债市调整风险。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《当 AAA 滤镜褪去，城投“沉睡资产”亟待唤醒——固收专题》-2026.7.1

《工业企业利润延续高位增长——2026 年 5 月工业企业利润点评》-2026.6.29

《对隔夜 OMO 利率的讨论——事件点评》-2026.6.26

目 录

1、制造业景气度较 2025 年有所改善	3
2、4-5 月的 PMI 回落或与三方面因素有关	3
3、转债市场：5 月中旬开始的蓝筹、小市值股下跌或接近尾声	4
4、债市观点：当前存在资金面、基本面和拥挤度三重影响	5
4.1、2026 年以来的债市“资产荒”，实际是资金面+基本面+拥挤度，三重利多共振	5
4.2、债市现在往后看，则面临资金面超预期收紧+基本面边际回升+拥挤度已经历史高位三重影响	5
5、风险提示	7

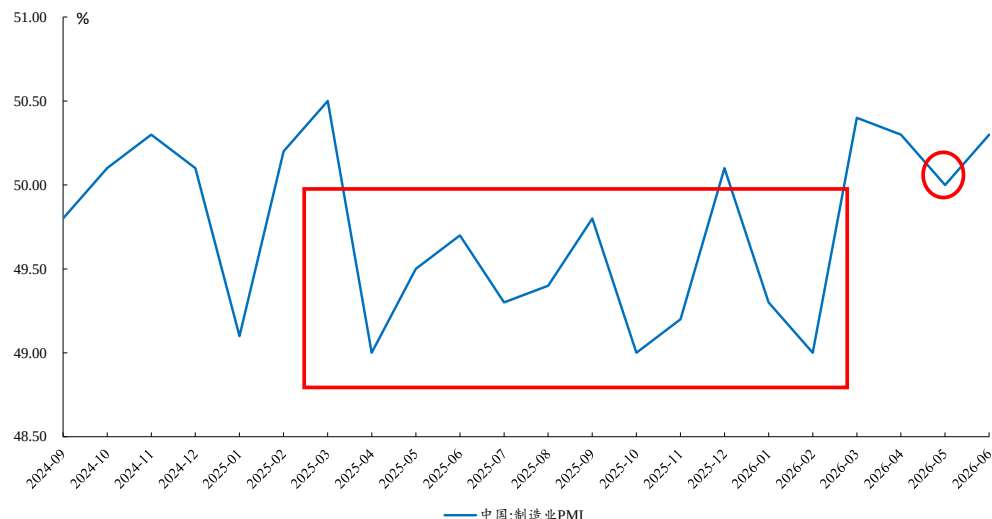
图表目录

图 1：2026 年 4-5 月 PMI 确实回落，但是回落底部有所抬升	3
图 2：航空执行航班 5 月大幅回落	4
图 3：2025 年 6 月后消费开始明显回落	4
图 4：2026 年初以来，DR001 较 2025 年下半年下行	5
图 5：2023 年上半年之前，DR007 围绕 7 天 OMO 利率	6
图 6：2023 年下半年之后，DR001 围绕 7 天 OMO 利率	6

1、制造业景气度较 2025 年有所改善

2024 年 9 月以来，PMI 大致可以分为三段：第一段，2024 年四季度-2025 年一季度，整体在 50%以上；第二段，2025 年 4 月-2026 年 2 月，整体在 50%以下；第三段，2026 年 3 月以来 PMI 整体在 50%以上。

图1：2026 年 4-5 月 PMI 确实回落，但是回落底部有所抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

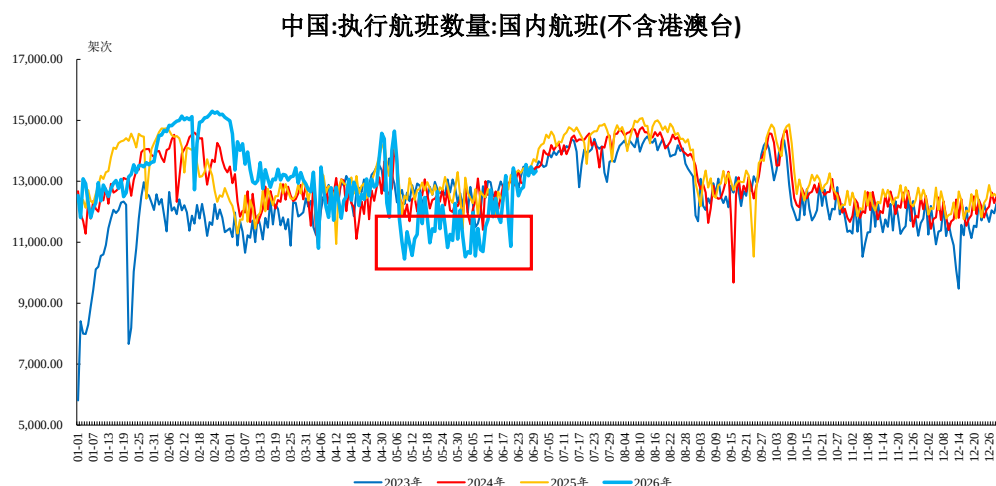
2026 年 4-5 月 PMI 确实回落,但是与 2025 年回落期相比,特别是 2025 年 4 月、2025 年 10 月,均回踩 49%,本次回落的底部明显抬升。这表明,从整体制造业看,景气程度较 2025 年是改善而不是恶化。

2、4-5 月的 PMI 回落或与三方面因素有关

(1) 季节性规律。一季度特别是 3 月份较高,4-5 月回落,可能因为政府、企业等一季度追求开门红,二季度便相对有所放缓。

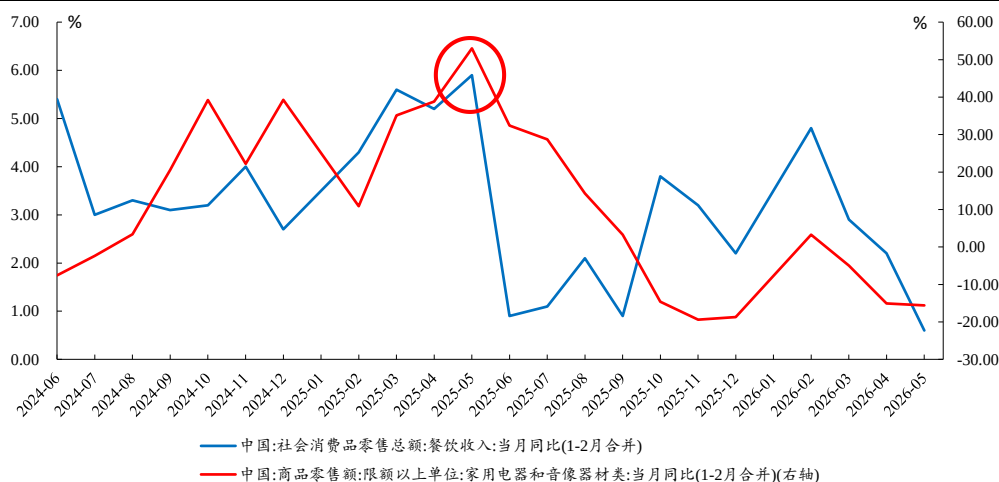
(2) 一季度 GDP 到达 GDP 目标上限,可能导致二季度政策节奏放缓。2026 年 GDP 目标 4.5-5.0%,一季度达到 5.0%的上边界,因此二季度适度放缓。例如,4 月地方债发行进度明显减慢、8000 亿政策性金融工具落地时间推迟、4-5 月财政支出力度大幅下降等等。另一方面也可能与正确政绩观的表述相关。但从 6 月地方债发行进度重新提速等看,随着 4-5 月经济明显放缓、二季度 GDP 增速或落于 GDP 目标下限附近,政策节奏可能已经重新加速,对应 6 月 PMI 触底回升。

(3) 原油价格冲击。从航空执行航班看,5 月大幅回落,表明原油价格还是对需求端产生了阶段性冲击。随着油价有所回落,以及市场的适应性提高,最新的航班情况已经基本恢复正常,表明原油冲击或已基本结束。

图2：航空执行航班5月大幅回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

此外消费同比数据近期回落，存在高基数的问題。2025 年的消费高峰出现在 4-5 月，而 6 月之后，一方面消费补贴逐渐退坡，另一方面八项规定学习教育开始实质性落地，2025 年 6 月之后消费开始明显回落。关注 2026 年 6 月开始消费同比数据能否开始见底回升。

图3：2025 年 6 月后消费开始明显回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

总体上看，2025 年两次经济数据回落，一次是 4-5 月，一次是 10-11 月。事后看均是债券出售机会。底层逻辑是当前政策思路是区间调控、L 型调控、逆周期调节，因此基本面阶段性回落之后往往触发政策节奏的加快，导致经济重新回升。

3、转债市场：5 月中旬开始的蓝筹、小市值股下跌或接近尾声

美国蓝筹股近期表现很强，欧洲蓝筹股表现也不差，越南蓝筹股领涨；仅在中、日、韩，出现了明显的“AI 涨、蓝筹跌”的情况。因此我们认为，所谓“K 型分化”，更多的中、日、韩的资金行为，而不是基本面的问题。再看 A 股业绩好的蓝筹股，5 月之后依旧下跌，与业绩差的蓝筹股差异不大。参考 2013 年底-2014 年初、创业板

上涨，大市值股下跌，还有 2020 年底-2021 年初、大市值股上涨，小市值股下跌，“跷跷板”行情（一个风格大涨、其他风格大跌）持续时间大约为 2 个月，5 月中旬开始的本轮“跷跷板”行情或将接近尾声。

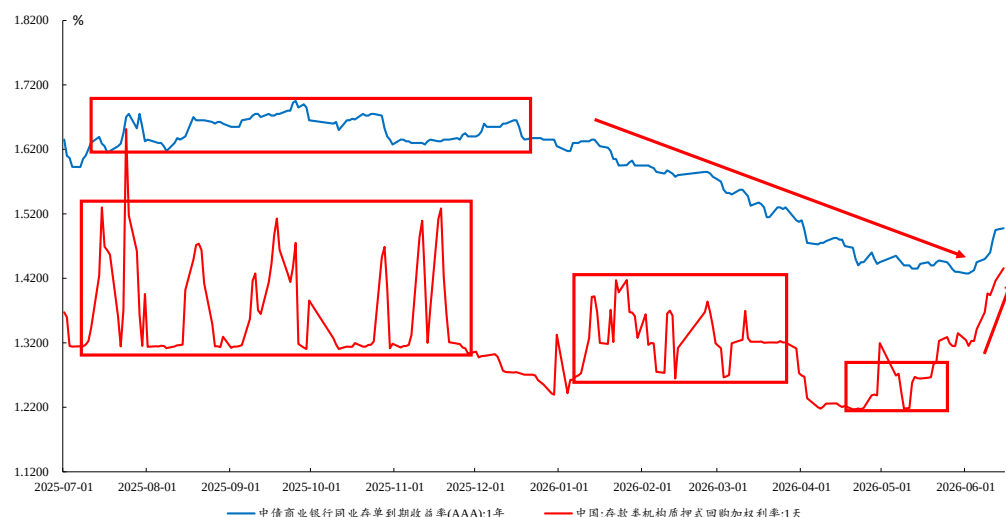
此外近期宽基 ETF、特定行业的出售，或将接近尾声，因为宽基 ETF 规模已经接近回到起点。叠加 4-5 月的经济回落或将结束，只需要经济有见底迹象（不需要明显上行），蓝筹股处于“历史极低估值+极高股息率+机构极低仓位”，我们仅从绝对收益角度认为蓝筹股已经值得关注，关注相关转债的机会。

4、债市观点：当前存在资金面、基本面和拥挤度三重影响

4.1、2026 年以来的债市“资产荒”，实际是资金面+基本面+拥挤度，三重利多共振

首先，资金面方面。（1）2026 年初以来确认 DR001 较 2025 年下半年下降，存单利率开始下行，是本轮“资产荒”下行最早的品种，之后短端品种陆续跟进。（2）2026 年 4 月 DR001 大幅下行至 1.2%，更多投资者关注到资金宽松，特别是 PPI 超预期，央行宽松态度，打消债市疑虑，中长端在 4 月开始大幅下行。

图4：2026 年初以来，DR001 较 2025 年下半年下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

其次，基本面方面。4-5 月基本面数据确实回落。

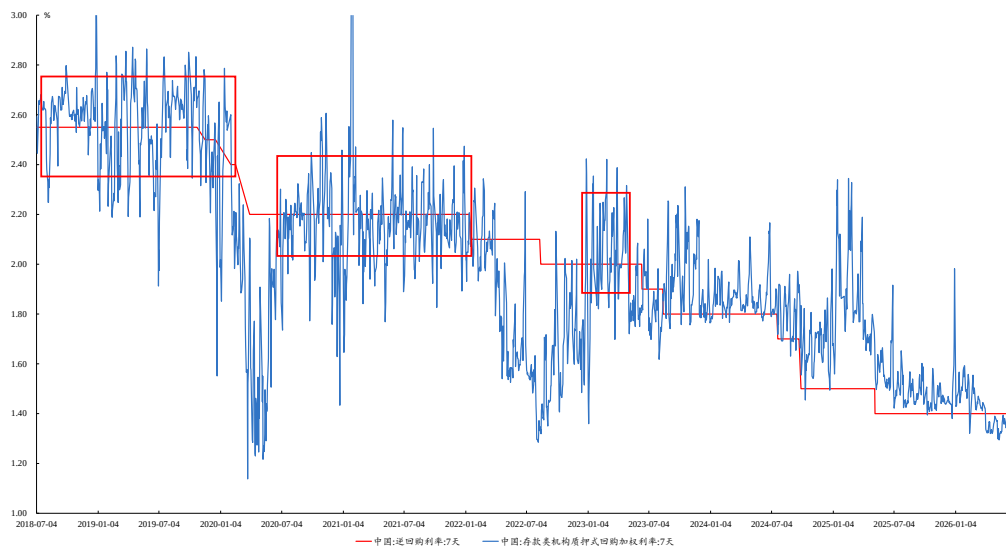
最后，拥挤度方面。我们重点关注非银，特别是债基的拥挤度。在 2026 年初，市场普遍担忧 Δ EVE、发行压力等，3 月市场又普遍担忧输入性通胀，结果是债基久期在 3 月达到近些年低位。与此类似的是银行理财，一季度普遍赎回债基。4 月之后，一方面债基开始加久期，另一方面银行理财开始申购债基，结果是拥挤度的快速提升，当前或已达到 2025 年 7 月的历史高点。需要注意的是，债市“资产荒”，与“贷款难投放”关系不大。2023 年以来，贷款增速有所下降，但是不妨碍 2025 年下半年，贷款增速下行的同时，债券收益率上行。近期买债的主力，是非银机构而不是银行自营。

4.2、债市现在往后看，则面临资金面超预期收紧+基本面边际回升+拥挤度已经历史高位三重影响

(1) 资金面或超市场预期。我们重点关注 DR001 的区间和中枢。尽管隔夜 OMO 利率低于我们预期，但由于并未公开利率，表明政策锚应该依然是 7 天 OMO 利率，后期 DR001 的中枢或在 1.4% 左右，详见报告《DR001 应该围绕而非低于 7 天 OMO 利率运行》。

2023 年上半年之前，DR007 围绕 7 天 OMO 利率。

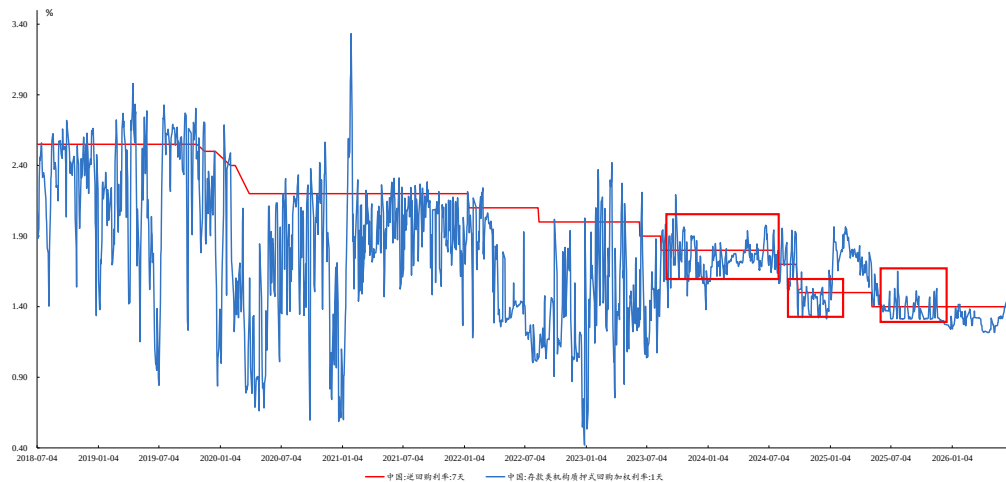
图5：2023 年上半年之前，DR007 围绕 7 天 OMO 利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年下半年之后，DR001 围绕 7 天 OMO 利率。

图6：2023 年下半年之后，DR001 围绕 7 天 OMO 利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 基本面边际回升，如果 4-5 月基本面回落告一段落，6 月开始边际回升，以及消费告别高基数触底，那么基本面同样或将推动收益率上行。

(3) 拥挤度已经处于历史高位。债基拥挤度或已经达到 2025 年 7 月高峰，在债市没有趋势性行情的情况下（区别于：1.2022-2024 年债市有趋势行情，因为央行每年降息；2.当前 AI 有趋势行情，因为新产业趋势；这两种情况，拥挤度相对次要），

收益率运行最好的情况是区间震荡。

因此我们提示，需要警惕债市调整风险。

5、风险提示

政策变化超预期；经济变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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；投资者买入或者出售证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn