

证券研究报告 • 宏观动态

无需忧虑经济：新出口订单下滑≠出口走弱

核心观点

5月制造业 PMI 录得 50.0%，环比回落 0.3pct，符合工业淡季的季节性特征，但新出口订单指数从 50.3%大幅降至 48.6%，降幅 1.7pct，远超历史同期均值，成为本月 PMI 回落的主要拖累。

新出口订单下滑是否预示着出口将走弱？事实上并非如此。

PMI 新出口订单与出口增速长期存在背离，源于统计口径差异：PMI 反映景气“覆盖面”，度量经营改善企业数量的边际变化；出口增速则由量与价共同决定，度量景气“总量”，少数头部企业足以支撑总量韧性。当前出口结构极致分化也印证了这点判断。

此外，数据的亮点亦值得关注：高技术制造业 PMI 录得 52.9%，连续 16 个月扩张；建筑业 PMI 逆季节性回升至 48.8%，政策“组合拳”加速落地，后续基建的托底效应有望逐步增强。

摘要

5月31日，国家统计局公布，中国 5 月官方制造业 PMI 为 50，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点；非制造业 PMI 为 50.1，比上月上升 0.7 个百分点，非制造业景气水平回升。

宏观经济

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

谢雨心

xieyuxin@csc.com.cn

SAC 编号: S1440525100001

发布日期：2026 年 06 月 01 日

相关研究报告

一、5月制造业 PMI 表现偏平，令人颇感意外的是新出口订单指数的大幅走弱。

5 月份制造业 PMI 录得 50.0%，恰好位于荣枯线的绝对平衡点上，较上月回落 0.3pct，这一回落幅度符合 5 月被视为工业淡季的特征。历史数据显示，2019 年至今 5 月 PMI 环比有 5 次出现回落（例外是 2022 年和 2025 年），且回落区间在 -0.9 至 -0.1 之间，此次 -0.3 的环比降幅属于温和调整。

但令人颇感意外的是新出口订单指数从 4 月的 50.3% 大幅降至 48.6%，重新跌入收缩区间，环比下降 1.7pct，降幅处于历史同期偏高水平，受外需订单下滑拖累，新订单指数跌破荣枯线，由 50.6% 降至 49.9%，成为本次 PMI 回落的主要拖累因素。

二、新出口订单指数明显下滑是否预示着出口走弱？事实上并非如此。

经验规律显示，PMI 新出口订单指数与海关出口增速之间常出现明显背离。2012 年以来，滞后一期的制造业 PMI 新出口订单与出口当月同比的 Spearman 秩相关系数仅为 0.308，这一微弱相关性充分印证了两者难以进行简单的线性映射。

背离的根源在于统计口径的本质差异。PMI 属于景气调查范畴，度量的是经营改善的企业数量占比变化，反映景气的“覆盖面”——只要环比变差的企业数量增多，指数便会下行。而出口增速由出口商品的数量和价格共同决定，度量的是景气的“总量”。这意味着，即使多数中小企业订单萎缩，只要少数头部企业或核心行业贡献了绝大部分增量，整体出口总量依然能保持韧性。

当下出口极致的结构性分化，恰好印证了制造业景气度的不均衡。2026 年 1-4 月出口同比增速达 14.5%，其中机电产品增长 21.1%，集成电路、自动数据处理设备、汽车出口增速更是分别高达 83.7%、31.8%、54.1%。与之形成鲜明反差的是，箱包、鞋靴、玩具、灯具等劳动密集型产品出口增速分别为 -4.0%、-10.3%、-14.1%、-9.3%。这一分化在企业规模层面同样得到印证：5 月大型企业 PMI 录得 51.1%，环比上行 0.9 个百分点，充分受益于 AI 与产业升级红利；小型企业 PMI 则下行 1.6 个百分点至 48.5%，承受订单流失与高成本的双重压力。高频数据同样指向出口高景气仍在延续，韩国 5 月前 20 日出口同比高增 64.8%，其中半导体出口增速达 202.13%。

综合来看，5 月新出口订单指数下滑并不意味着出口“失速”，而是指向出口结构正在经历一轮剧烈的优化与动能转换。我们维持全年出口强势的判断。

三、这份数据背后，有两处结构性亮点值得重点关注。

5月制造业 PMI 虽边际走弱，但结构分化中仍清晰指向两条主线：

其一，中高端制造业景气持续走高，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别录得 52.9%和 52.1%，环比上行 0.7 和 0.3 个百分点，其中高技术制造业已连续 16 个月处于扩张区间，电子通信、航空航天、医药制造等行业均维持 55%以上高景气，新动能引领地位巩固。

其二，建筑业逆季节性回暖，PMI 环比回升 0.8 个百分点至 48.8%，背后是政策“组合拳”加速落地——中央政治局会议将“六张网”纳入“十五五”重大工程核心框架，全年相关投资预计超 7 万亿元，城市更新规划同步出台量化目标，基建托底效应有望逐步强化。

目 录

一、5 月制造业 PMI 表现偏平，令人颇感意外的是新出口订单指数的大幅走弱	1
二、新出口订单指数明显下滑是否预示着出口走弱？事实上并非如此	1
三、这份数据背后，有两处结构性亮点值得重点关注	2
风险分析	5

5月31日，国家统计局公布，中国5月官方制造业PMI为50，比上月下降0.3个百分点，位于临界点；非制造业PMI为50.1，比上月上升0.7个百分点，非制造业景气水平回升。

一、5月制造业PMI表现偏平，令人颇感意外的是新出口订单指数的大幅走弱

5月份制造业PMI录得50.0%，恰好位于荣枯线的绝对平衡点上，较上月回落0.3pct，这一回落幅度符合5月被视为工业淡季的特征。

历史数据显示，2019年至今5月PMI环比有5次出现回落（例外是2022年和2025年），且回落区间在-0.9至-0.1之间，此次-0.3的环比降幅属于温和调整。

5月生产指数为51.2%，虽然小幅回落0.3pct，但仍处扩张区间。0.3pct的回落幅度亦为历史同期平均水平（剔除2022年后2019年至今同期降幅为-0.37pct）。

但令人颇感意外的是新出口订单指数从4月的50.3%大幅降至48.6%，重新跌入收缩区间，环比下降1.7pct，降幅处于历史同期偏高水平，受外需订单下滑拖累，新订单指数跌破荣枯线，由50.6%降至49.9%，成为本次PMI回落的主要拖累因素。

二、新出口订单指数明显下滑是否预示着出口走弱？事实上并非如此

新出口订单指数的大幅下滑是否预示着后续出口将出现实质性走弱？事实上并非如此。

经验规律显示，PMI新出口订单指数与海关总署统计的出口增速之间存在着明显的背离。

2012年至今，滞后1期制造业PMI新出口订单指数与出口当月同比的Spearman秩相关系数为0.308。这种微弱的相关性证实了：两者在多数历史时期都存在着频繁的阶段性背离，无法进行简单的线性映射。

这种背离的根本原因在于两者统计口径的差异：PMI是制造业景气度调查，而出口数据则是由出口商品的数量和价格共同决定的结果。

从指标属性看，PMI属于景气调查范畴，其核心问题在于“是改善、持平还是恶化”，反映的是经营状况好转的企业数量占比的环比变化，测度的是景气的“覆盖面”，只要环比变差的企业数量增多，PMI指数就会下行。而真实的出口表现本质上是由“量”（出口货值与物量）与“价”（出口价格指数）双重决定的绝对值增速，测度的是景气的“总量”，当少数头部企业或核心行业贡献了绝大部分的出口增量时，即使全行业中多数微观小

企业的订单在减少，整体出口总量依然能保持极高韧性。

当下出口的突出特征在于极度显著的结构性分化，恰恰指向了当前中国制造业景气度的不均衡特征。

2026 年 1-4 月出口同比增速为 14.5%，其中机电产品出口同比增速高达 21.1%，集成电路、自动数据处理设备及其零部件、汽车包括底盘的出口同比增速更是分别高达 83.7%、31.8%、54.1%，而与之鲜明对比的是劳动密集型产品出口同比增速普遍处于负增长或低个位数增长区间，例如箱包及类似容器、鞋靴、玩具、灯具出口同比增速分别为-4.0%、-10.3%、-14.1%、-9.3%。

这种出口结构性的“冰火两重天”，在分规模企业 PMI 中也得到了佐证。

5 月大型企业制造业 PMI 录得 51.1%，依然处于扩张区间，且较前值环比增长 0.9pct，这主要是因为大型企业多集中于高端制造、新能源及核心科技链条，能够充分享受 AI 浪潮与产业升级的红利；而小型企业 PMI 则明显下行至 48.5%，环比下降 1.6pct，折射出中下游传统劳动密集型、对成本极其敏感的小微企业正在承受订单流失与高成本的双重夹击。

高频数据显示，AI 资本开支浪潮带动相关出口维持高景气度。

韩国 5 月前 20 日出口同比增速高达 64.8%，较 4 月读数走高 15.4pct，其中半导体出口高达 202.13%。

因此 5 月新出口订单指数大幅下滑，并不意味着出口“失速”，而或指向出口正在经历一场剧烈的结构优化与动能转换。我们维持全年出口强势的判断。

三、这份数据背后，有两处结构性亮点值得重点关注

5 月制造业 PMI 虽边际走弱，但结构分化之下，仍清晰指向经济转型中的两条主线：

其一，中高端制造业景气度持续走高，已成为拉动制造业增长的核心引擎。

5 月高技术制造业和装备制造业 PMI 分别录得 52.9%和 52.1%，较上月上行 0.7 和 0.3 个百分点，双双显著高于制造业总体水平。其中，高技术制造业 PMI 已连续 16 个月位于扩张区间，新动能的引领地位进一步巩固。从细分行业看，电子及通信设备制造、航空航天设备制造、医药制造等行业 PMI 均维持在 55%以上的高景气区间，产业升级逻辑持续兑现。

其二，非制造业 PMI 明显回暖，尤以建筑业逆季节性回升最为亮眼，或预示基建投资的托底效应正逐步强化。

5月非制造业商务活动指数录得50.1%，环比回升0.7个百分点，扭转了此前连续两个月的回落态势，重返扩张区间。建筑业PMI反弹力度更为显著，环比上行0.8个百分点至48.8%，处于历史同期偏高水平。

这一变化的背后，是宏观政策“组合拳”的加速落地。

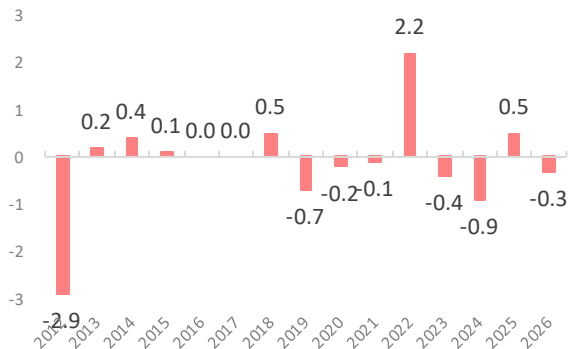
4月28日中央政治局会议顶层定调，正式将“六张网”纳入“十五五”规划109项重大工程的核心框架，预计2026年“六张网”及相关重点领域投资规模将超过7万亿元；5月28日，国务院印发《城市更新“十五五”规划》，对城市更新主要指标设定了明确的量化目标。政策从顶层设计到落地执行节奏加快，建筑业景气改善或仅是序章。

图 1: 5月制造业 PMI 结构

	当月表现 (%)				环比变动 (%)			
	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-05	2025-05	过去五年同期 环比均值	过去10年同期 环比均值
制造业PMI	50.00	50.30	50.40	49.00	-0.30	0.50	-0.27	0.26
新订单	49.90	50.60	51.60	48.60	-0.70	0.60	-0.47	0.70
生产	51.20	51.50	51.40	49.60	-0.30	0.90	-0.60	0.80
从业人员	48.60	48.80	48.60	48.00	-0.20	0.20	-0.03	-0.08
供应商配送时间	49.20	49.50	49.50	49.10	-0.30	-0.20	-0.10	1.10
原材料库存	48.60	49.30	47.70	47.50	-0.70	0.40	-0.07	0.12
新出口订单	48.60	50.30	49.10	45.00	-1.70	2.80	0.03	0.52
在手订单	46.80	46.20	47.10	44.00	0.60	1.60	0.20	-0.18
产成品库存	49.30	47.50	46.70	45.80	1.80	-0.80	-0.70	-0.68
采购量	49.80	51.10	50.90	48.20	-1.30	1.30	0.00	1.02
进口	48.80	50.10	49.80	45.60	-1.30	3.70	0.70	0.92
出厂价格	51.90	55.10	55.40	50.60	-3.20	-0.10	-0.70	-0.74
主要原材料购进价格	60.50	63.70	63.90	54.80	-3.20	-0.10	-0.93	-1.06
生产经营活动预期	53.90	54.50	53.40	53.20	-0.60	0.40	-0.37	-0.12
大型企业	51.10	50.20	51.60	51.50	0.90	1.50	0.87	1.12
中型企业	48.60	50.50	49.00	47.50	-1.90	-1.30	-1.40	-0.30
小型企业	48.50	50.10	49.30	44.80	-1.60	0.60	-1.37	-1.00
高技术制造业	52.90	52.20	52.10	51.50	0.70	-0.60	-0.57	-0.02
装备制造业	52.10	51.80	51.50	49.80	0.30	1.60	0.43	#N/A
消费品行业	49.70	50.70	50.80	48.80	-1.00	0.80	#N/A	#N/A
基础原材料行业	47.10	47.90	48.90	47.80	-0.80	-0.70	#N/A	#N/A
综合PMI	50.10	49.40	50.10	49.50	0.70	-0.10	-0.70	0.82
建筑业PMI	48.80	48.00	49.30	48.20	0.80	-0.90	-2.83	-1.26
新订单	43.50	41.60	43.50	42.20	1.90	3.70	-0.50	0.20
业务活动预期	51.50	50.50	50.50	50.90	1.00	-1.40	-1.07	-0.28
投入品价格	53.70	54.90	52.70	49.10	-1.20	0.50	-0.50	-0.10
销售价格	48.60	49.00	49.30	47.60	-0.40	0.30	-1.10	-0.94
从业人员	41.40	39.60	39.10	42.50	1.80	1.70	-0.30	0.70
服务业PMI	50.30	49.60	50.20	49.70	0.70	0.10	-0.33	1.20
新订单	45.30	44.80	45.30	45.70	0.50	0.70	-1.77	0.62
业务活动预期	55.40	55.40	54.80	55.80	0.00	0.10	-0.83	-0.12
投入品价格	52.00	51.20	52.20	51.20	0.80	0.30	-1.80	-0.74
销售价格	48.90	47.90	50.00	49.00	1.00	0.80	-1.17	-0.16
从业人员	46.40	46.50	46.20	46.60	-0.10	-0.20	-0.27	-0.28

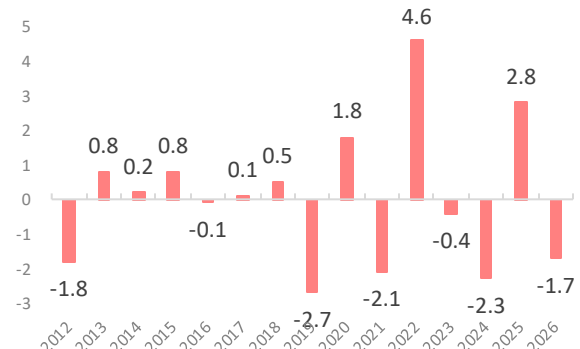
数据来源: wind, 中信建投证券

图 2: 历年 5 月制造业 PMI 环比走势



数据来源: wind, 中信建投证券

图 3: 历年 5 月制造业 PMI 新出口订单指数环比走势



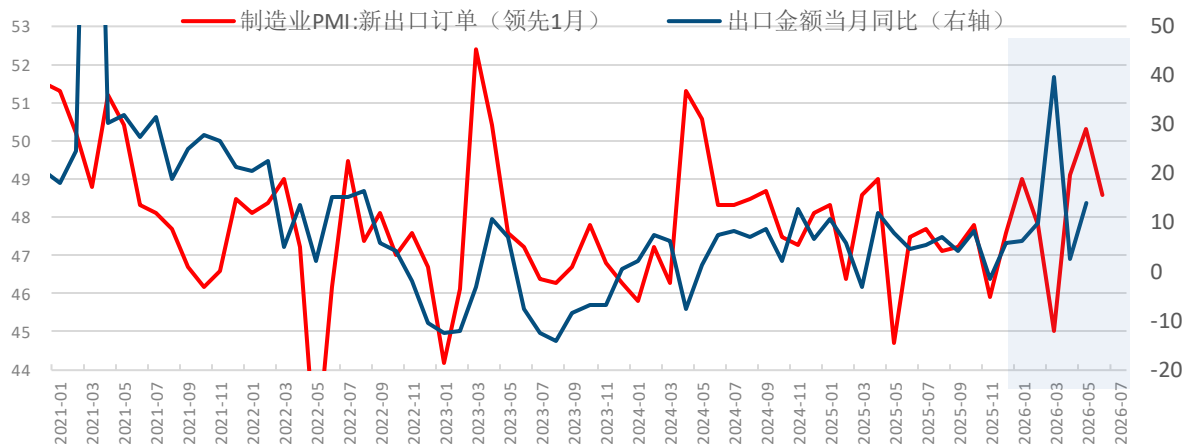
数据来源: wind, 中信建投证券

图 4: 出口情况

单位 (%)	2023年	2024年	2025年	2026年1-4月	走势
出口	-4.7	5.8	5.5	14.5	
农产品	0.9	4.1	1.2	4.9	
成品油	0.4	-13.3	-8.3	4.9	
稀土	-28.3	-36.0	4.6	20.8	
肥料	-13.9	-11.5	57.9	29.1	
塑料制品	-3.9	5.4	-1.3	7.7	
箱包及类似容器	3.9	-3.2	-13.5	-4.0	
纺织纱线、织物及制品	-8.3	5.7	0.5	2.3	
服装及衣着附件	-7.8	0.3	-5.0	-0.9	
鞋靴	-12.6	-4.9	-11.3	-10.3	
陶瓷产品	-15.4	-15.6	-3.2	-10.4	
钢材	-8.3	-1.1	-1.3	-10.1	
未锻轧铝及铝材	-26.1	15.2	-3.3	20.7	
家具及其零件	-5.2	5.8	-6.1	1.2	
玩具	-12.2	-1.7	-12.7	-14.1	
机电产品	-2.4	7.5	8.4	21.1	
通用机械设备	1.8	14.3	6.1	4.2	
自动数据处理设备及其零部件	-20.4	9.9	-1.4	31.8	
手机	-2.7	-3.1	-9.4	-1.3	
家用电器	3.8	14.1	-3.9	3.0	
音视频设备及其零件	-4.4	4.6	5.5	11.8	
集成电路	-10.1	17.4	26.8	83.7	
汽车包括底盘	69.0	15.5	21.4	54.1	
汽车零配件	9.0	6.6	2.5	5.2	
船舶	28.6	57.3	26.7	25.6	
液晶平板显示模组	-2.0	9.0	11.0	10.0	
医疗仪器及器械	-2.9	7.1	6.0	12.4	
灯具照明装置及其零件	-4.6	-0.1	-12.4	-9.3	

数据来源: wind, 中信建投证券

图 5: 新出口订单指数与出口同比增速走势 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

风险分析

消费复苏的持续性仍存不确定性。今年以来，居民消费开始回暖，但恢复水平有限，未来延续低位震荡，还是能继续向常态化增速靠拢，仍需密切跟踪。消费如持续乏力，则经济回升动力受限。

地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。

限于数据可得性存在统计不够完备的风险，存在模型失效导致的测算误差风险及数据统计误差风险。

欧美紧缩货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。

地缘政治冲突仍存不确定性，扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

谢雨心

宏观分析师，西南财经大学经济学博士，美国德州农工大学访问学者。

负责地产、出口和制造业投资等研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk