

相关研究

《联储加息几次？影响有多大？——美元流动性研究系列一》2022.01.09

《经济增速：底部或已过去》2022.01.03

《“就业”知多少？》2021.12.29

兔年春节：错峰“返乡”，集中“返城”

投资要点：

- 尽管疫情影响阶段性减弱，但和疫情之前相比，今年的春节数据仍然有一定的特殊性。春节期间，大家普遍会比较关注人口流动和消费的情况，所以我们重点谈下这两个方面数据的特殊性。**对于人口流动数据**，今年春运之前疫情爆发，部分人口提前返乡，所以除夕前的人口流动数据相比疫情前明显偏低，但并不表示人口返乡少，而是返乡人口平滑到了更长的时间维度上；除夕过后，春运数据快速拉升，尤其是铁路、高速公路客流数据恢复明显，体现出了分散“返乡”、集中“返城”的特点。但中长期来看，仍然要观察疫情对劳动力供给、劳动力行业和城市选择的影响，可能会是影响经济和通胀的重要变量。
- **对于消费数据**，今年春节期间结构性的亮点确实比较多，例如电影票房、部分旅游景点数据，但总量的消费可能还没有那么强劲。超额储蓄是疫后消费复苏的重要保障，我们测算了过去三年我国居民积累的超额储蓄量，其实远没有存款数据显示的那么高。而且参考其它经济体的经验，例如美国、日本，超额储蓄的存量主要集中在中高收入群体，中低收入群体并没有太多超额储蓄，甚至在消耗疫情前的储蓄。所以接下来消费恢复的结构分化也会比较大，结构亮点会比较多，总量还要看居民就业和收入的提升速度。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@haitong.com

证书:S0850522080004

目 录

1. 春运：分散“返乡”，集中“返城”.....	4
2. 消费恢复：总量弱修复，结构亮点多	6
3. 地产：整体偏弱，城市分化.....	8
4. 生产：节前疲弱，节后或加快	9

图目录

图 1	全国旅客发送量：整体（日度，万人次）	4
图 2	春运客运量（亿人次）	4
图 3	全国旅客发送量：铁路（日度，万人次）	5
图 4	高速公路：车流量（日度，万辆）	5
图 5	全国旅客发送量：民航（日度，万人次）	5
图 6	我国航班执行情况（架次）	5
图 7	全国迁徙指数（日度）	5
图 8	百城拥堵指数（日度）	6
图 9	百城拥堵指数：一线城市（日度）	6
图 10	地铁客流量：上海（万人次）	6
图 11	地铁客流量：石家庄（万人次）	6
图 12	农历初一至初五：电影票房和平均票价	7
图 13	农历初一至初五：电影票房（亿元）	7
图 14	上海春节假期前三天：市内交通客运量情况（%）	7
图 15	四川春节假期前六天：A 级旅游景区情况（%）	7
图 16	假期全国国内旅游：出游人次和旅游收入恢复程度（%）	8
图 17	30 大中城市商品房日均成交面积（万平方米）	8
图 18	30 大中城市商品房日均成交面积：一线（万平方米）	8
图 19	30 大中城市商品房日均成交面积：二线（万平方米）	8
图 20	30 大中城市商品房日均成交面积：三线（万平方米）	8
图 21	全国平均水泥出货率（周度，%）	9
图 22	建筑用钢成交量（周度，万吨）	9
图 23	汽车轮胎半钢胎开工率（周度，%）	9
图 24	247 家钢铁企业：高炉开工率（周度，%）	9
图 25	Mysteel 样本钢厂钢材产量（周度，万吨）	9
图 26	沿海八省日均耗煤量（日度，万吨）	9

尽管疫情影响阶段性减弱，但和疫情之前相比，今年的春节数据仍然有一定的特殊性。春节期间，大家普遍会比较关注人口流动和消费的情况，所以我们重点谈下这两个方面数据的特殊性。**对于人口流动数据**，今年春运之前疫情爆发，部分人口提前返乡，所以除夕前的人口流动数据相比疫情前明显偏低，但并不表示人口返乡少，而是返乡人口平滑到了更长的时间维度上；除夕过后，春运数据快速拉升，尤其是铁路、高速公路客流数据恢复明显，体现出了分散“返乡”、集中“返城”的特点。但中长期来看，仍然要观察疫情对劳动力供给、劳动力行业和城市选择的影响，可能会是影响经济和通胀的重要变量。

对于消费数据，今年春节期间结构性的亮点确实比较多，例如电影票房、部分旅游景点数据，但总量的消费可能还没有那么强劲。超额储蓄是疫后消费复苏的重要保障，我们测算了过去三年我国居民积累的超额储蓄量，其实远没有存款数据显示的那么高。而且参考其它经济体的经验，例如美国、日本，超额储蓄的存量主要集中在中高收入群体，中低收入群体并没有太多超额储蓄，甚至在消耗疫情前的储蓄。所以接下来消费恢复的结构分化也会比较大，结构亮点会比较多，总量还要看居民就业和收入的提升速度。

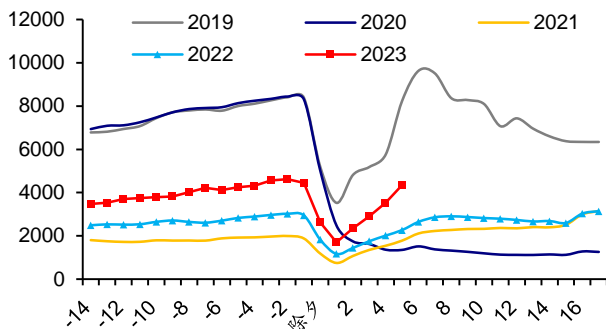
1. 春运：分散“返乡”，集中“返城”

春运客流节前不及疫情前，节后明显提速。今年春运前 20 天，旅客发送量约 7.4 亿人次，同比增加 52.8%，但是相比 2019 年同期下降 47.1%。值得关注的是，作为主要的交通方式，铁路、公路的客流在春节前走势平稳，与疫情之前差距较大，但是在春节后客流增加的斜率明显高于过去两年，接近、甚至部分超过了 2019 年的同期水平。

1 月 26 日（春运第 20 天），全国铁路发送旅客 1028.8 万人次，比 2022 年同期增长 54.3%，比 2019 年同期下降 8.2%，降幅大幅收窄。全国高速公路总流量 5629.5 万辆次。其中小客车流量 5443.8 万辆次，环比增长 10.8%，比 2019 年同期增长 23.7%，比 2022 年同期增长 33.3%。

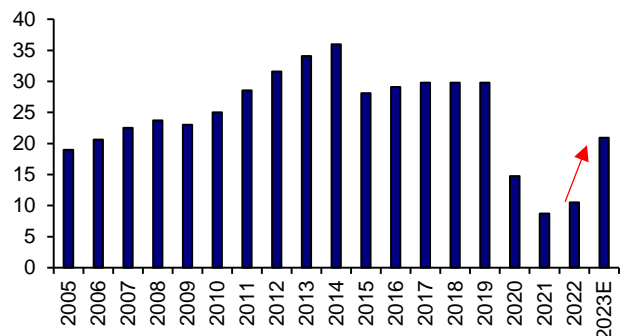
从背后的原因来看，春运之前疫情爆发，学生、农民工等群体或提前返乡，相当于把春运返乡总量平滑到更长时间维度消化，这可能是春节前春运客流量偏低的重要原因。但春节过后，疫情影响减小，返乡人口规模性“返城”，推动春运数据快速攀升，弥合和疫情之前的缺口。从返城方式来看，高速客流量明显超过疫情前，说明“返城”方式可能更多向私家车出行集中。

图1 全国旅客发送量：整体（日度，万人次）



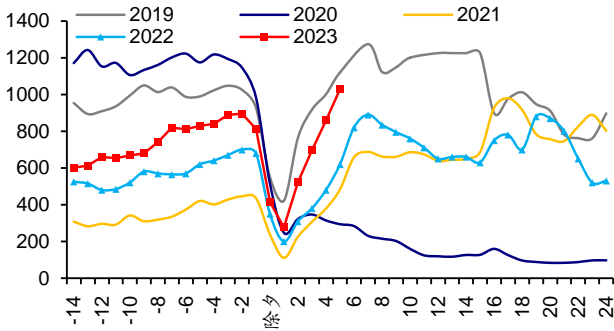
资料来源：Ceic，海通证券研究所

图2 春运客运量（亿人次）



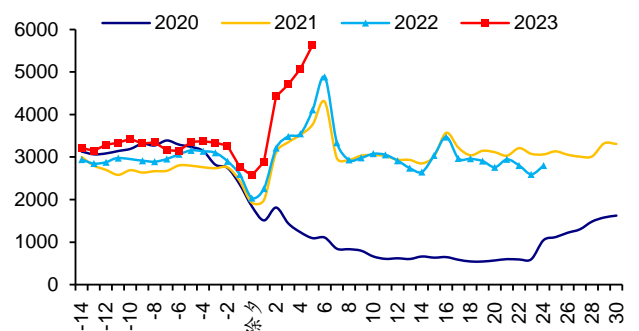
资料来源：Wind，中国政府网，海通证券研究所

图3 全国旅客发送量：铁路（日度，万人次）



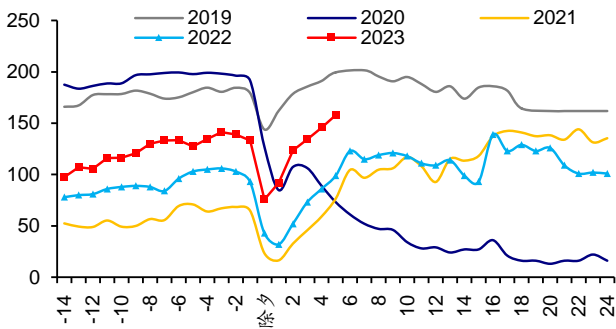
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 高速公路：车流量（日度，万辆）



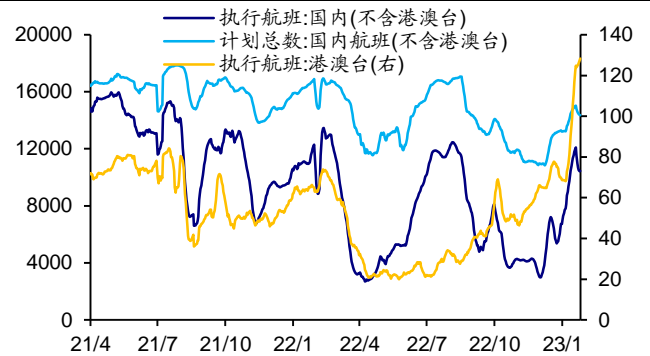
资料来源：Ceic，海通证券研究所

图5 全国旅客发送量：民航（日度，万人次）



资料来源：Ceic，海通证券研究所

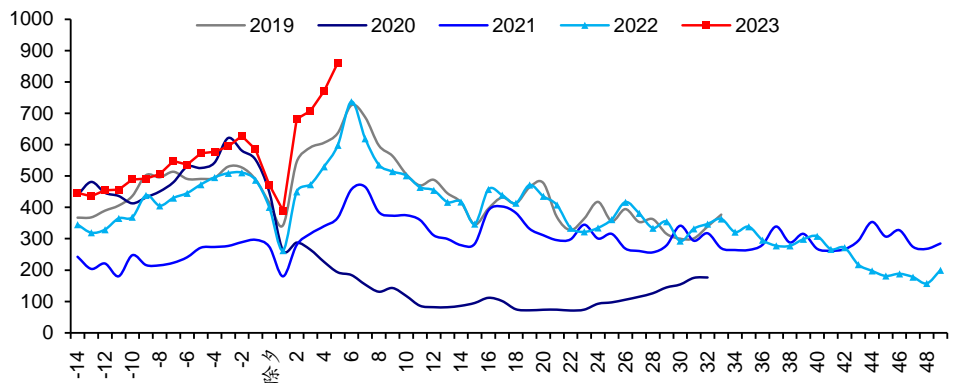
图6 我国航班执行情况（架次）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据7日移动平均处理

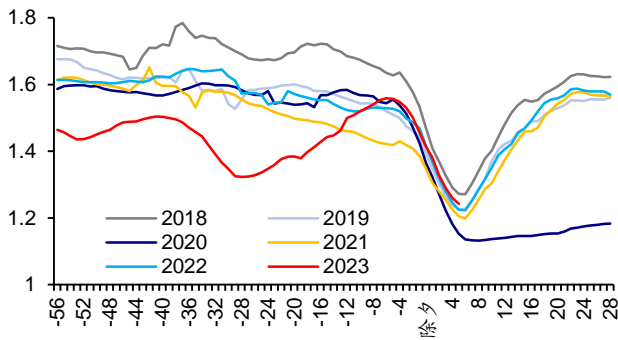
从省际交通看，节后人口流动加快。春节过后，百度迁徙指数明显跃升，涨幅强于过去几年同期，反映了返乡规模迎来高峰。

图7 全国迁徙指数（日度）

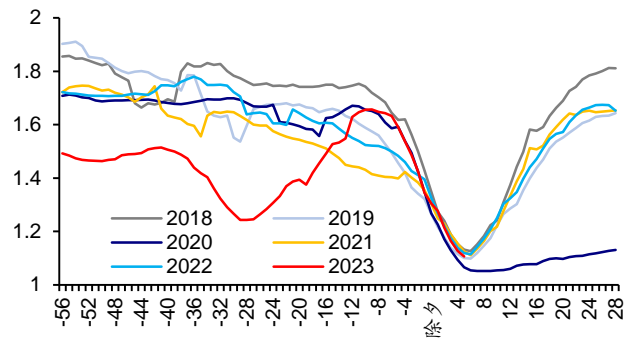


资料来源：百度迁徙，海通证券研究所

从市内交通看，人口流动处于“正常”水平。春节前夕，百城拥堵指数先升后降。主因在于，疫情防控措施优化后，人口出行开始恢复。除夕临近，随着返乡规模扩大，拥堵指数开始季节性回落。尤其是在一线城市，这一趋势更为明显。

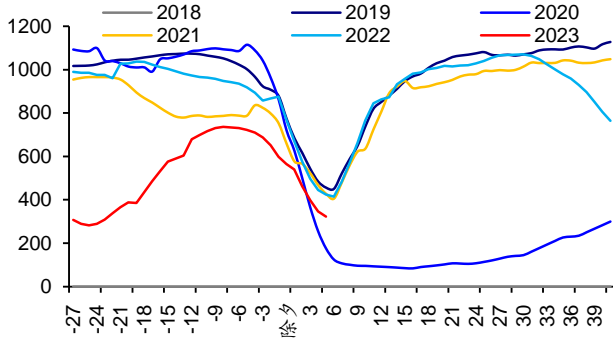
图8 百城拥堵指数（日度）


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据7日移动平均处理

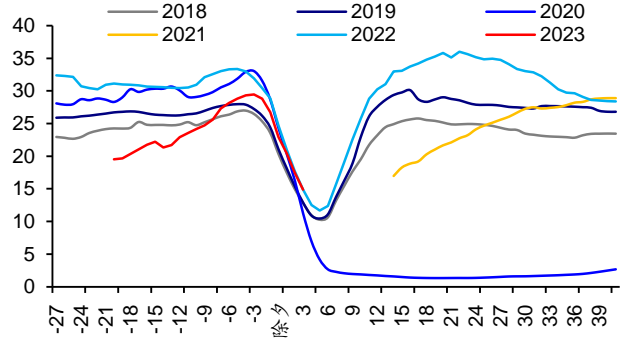
图9 百城拥堵指数：一线城市（日度）


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据7日移动平均处理

考虑到拥堵指数的变化并不是线性的，进一步从地铁客流考察市内交通情况。我们发现，在人口较为集中的上海，春节前夕以及假期期间的地铁客流量不及近年同期水平。究其原因，我们认为或在于：一方面，今年春节返乡较早，规模较大。另一方面，居民出行仍较为谨慎。而在疫情措施调整较快的石家庄，春节前后的地铁客流量接近于往年同期水平。

图10 地铁客流量：上海（万人次）


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据7日移动平均处理

图11 地铁客流量：石家庄（万人次）


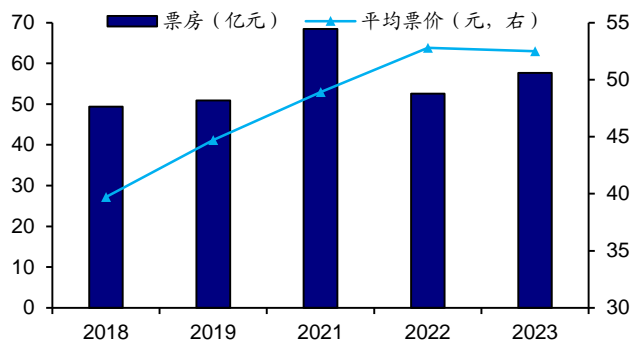
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据7日移动平均处理

中长期来看，我们还需要观察疫情对劳动力供给端带来的持续影响。例如劳动力参与意愿的修复进度，以及居民是否会回到疫情前的城市工作，这些对中长期我国的经济和通胀会产生重要影响。

2. 消费恢复：总量弱修复，结构亮点多

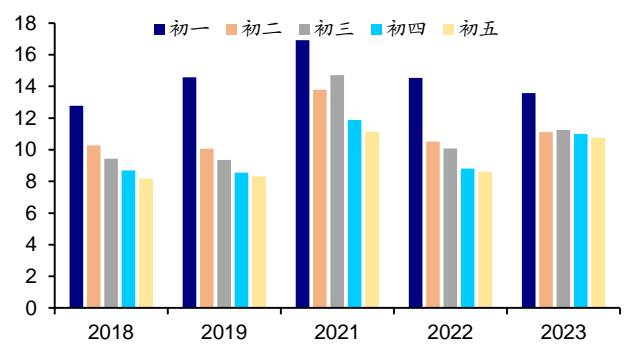
春节档票房收入“逆跌”。根据灯塔专业版数据，今年农历初一到初五，票房实现收入约52.5亿元，虽然低于“留地过年”的2021年，但是已经强于疫情之前。值得一提的是，近年春节假期，随着春节档的影片上映时间延长，票房收入多是逐日回落。但是今年春节档票房出现“逆跌”现象，初三的票房收入高于初二，随后几天的降幅也相对较小。究其原因，或与排片口碑较高有关。但是需要关注的是，疫情之后观影价格明显上升，如果剔除价格影响，观影人次不及疫情前的春节同期水平。

图12 农历初一至初五：电影票房和平均票价



资料来源：灯塔专业版，海通证券研究所

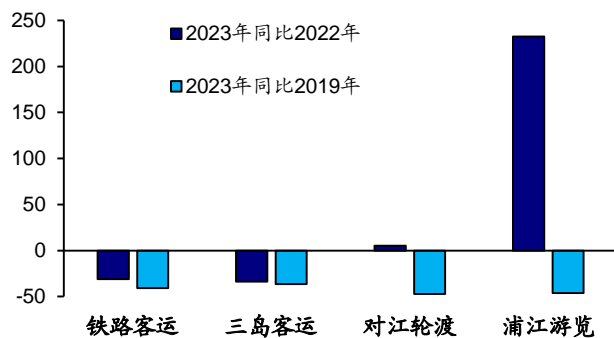
图13 农历初一至初五：电影票房（亿元）



资料来源：灯塔专业版，海通证券研究所

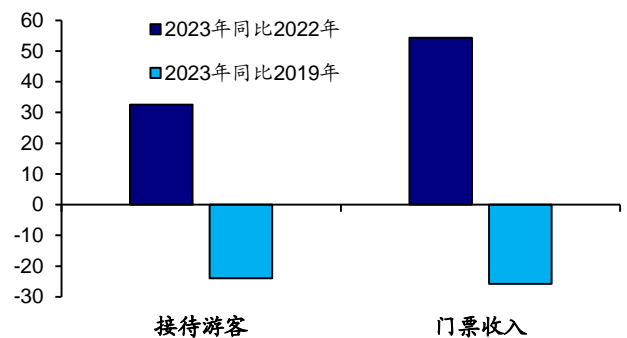
旅游的恢复强于去年，但是收入仍不及疫情前。根据上海交通指挥中心数据，今年春节假期前三天，上海的对江轮渡、浦江游览的客运量分别达到 9.94 万人次、2.36 万人次，相比去年春节同期分别增加 5.3%、232.4%，但是较 2019 年春节同期下降 47.1%、46.1%。根据四川省文化和旅游厅数据，春节假期前六天，四川 A 级景区接待游客 2547.4 万人次，实现门票收入 2.58 万亿元，与去年春节同期相比，分别增长 32.56%和 54.31%，但是与 2019 年春节同期相比，分别恢复到 75.98%和 74.18%。根据海南省商务厅数据，春节假期前五天，海南全省 12 家离岛免税店总销售 16.85 亿，相比 2022 年同期增长 20.03%，并且比 2019 年春节同期增长 325%，不过较高的涨幅或与近年海南离岛免税店数目增多有关。

图14 上海春节假期前三天：市内交通客运量情况 (%)



资料来源：上海交通指挥中心，海通证券研究所

图15 四川春节假期前六天：A级旅游景区情况 (%)



资料来源：四川省文化和旅游厅，海通证券研究所

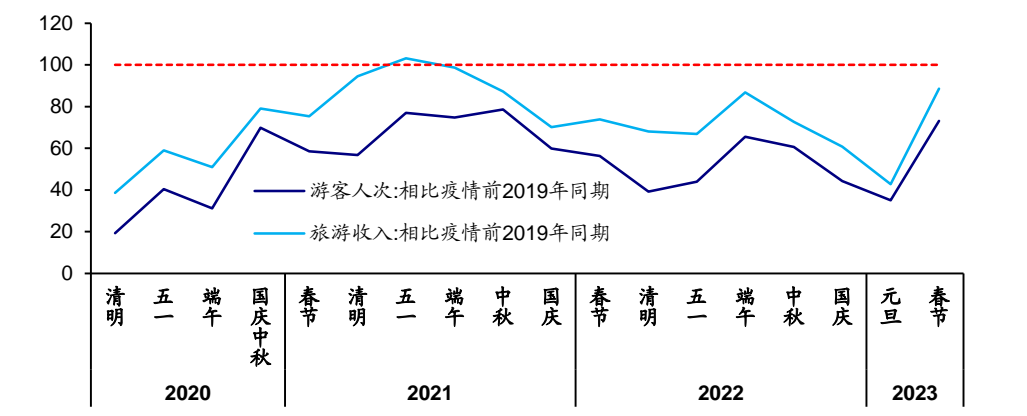
经文旅部测算，今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比分别增长 23.1%、30%，恢复至 2019 年同期的 88.6%和 73.1%。此外，国家移民管理局表示，预计 2023 年春节假期全国口岸出入境人数日均将达到 60 万人次，较去年同期增长约 2 倍，但是仅是 2019 年同期的 32.7%。整体来看，春节旅游的表现明显强于去年同期，但是与疫情前相比仍有差距。不过，随着人口流动半径逐步扩大，旅游的恢复或将加快。

春节旅游结构亮点较多。一是出行半径增加，跨省旅游增多。根据去哪儿平台数据，今年春节期间，该平台上旅客出行平均半径同比扩大超 50%，每位旅客出行距离相较去年同期平均增加了 400 公里。根据携程平台数据，今年春节跨省酒店预订占比近 7 成，预订量反超 2019 年春节。二是热门城市更受游客青睐。去哪儿平台数据显示，截至 1 月 26 日，春节期间，热门城市机票预订量已超过疫情前（2019 年春节），北京、重庆、昆明、西安、长沙、武汉等城市增速明显，整体恢复速度超过行业平均水平。三是出国旅行恢复加快。根据携程发布的《2023 年春节旅游总结报告》，春节期间国内外旅行订单皆迎来三年巅峰，旅游订单整体较虎年（2022 年）春节增长 4 倍。

结构上还需要关注消费恢复的结构分化情况。尤其是疫情期间积累了一部分超额储蓄的群体，可能会在疫情影响减弱后，释放一些被压制的消费需求，尤其是中高端的服

务消费。但对于疫情期间消耗储蓄的群体，疫情影响过后，消费的改善预计是缓慢的。

图16 假期全国国内旅游：出游人次和旅游收入恢复程度（%）

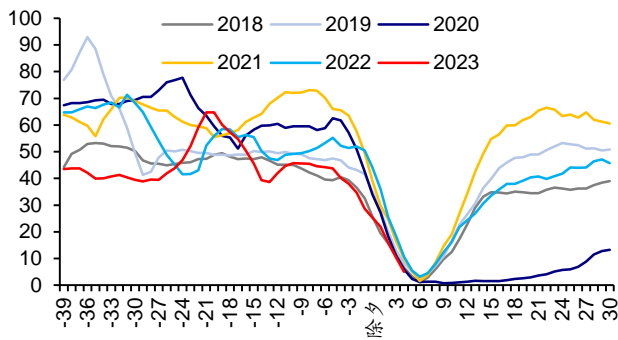


资料来源：文化和旅游部，海通证券研究所

3. 地产：整体偏弱，城市分化

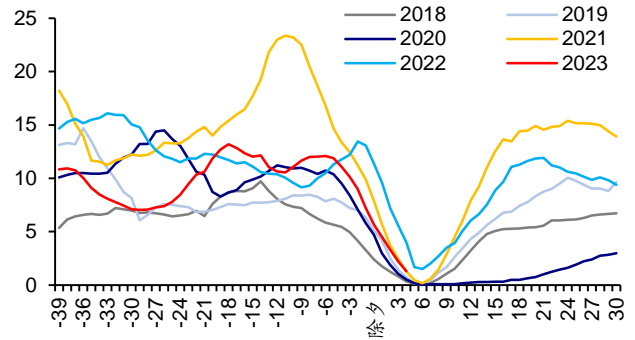
春节前夕，地产整体偏弱，但是城市分化显著。2022 年中央经济工作会议明确，支持刚性和改善性住房需求。今年 1 月，人民银行表示，最近研究推出另外几项结构性货币政策工具，包括保交楼贷款支持计划、住房租赁贷款支持计划等。我们认为，房地产需求降幅或将逐步收窄。从春节前夕和假期看，房地产表现仍然偏弱，但是城市间持续分化：对于需求支撑较强的一线城市，商品房成交已经处于近年同期均值水平。相比之下，三线城市的地产需求仍未出现改善迹象。地产政策的效果释放仍待进一步观察。

图17 30 大中城市商品房日均成交面积（万平方米）



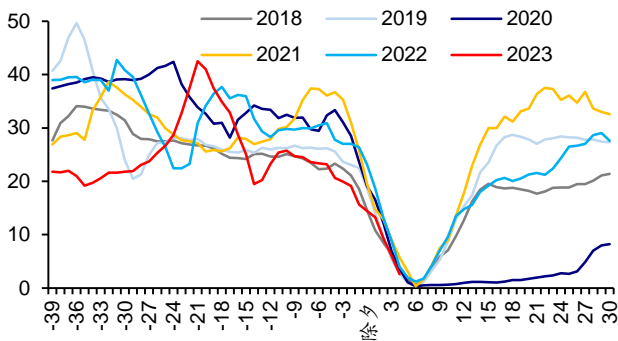
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据 7 日移动平均处理

图18 30 大中城市商品房日均成交面积：一线（万平方米）



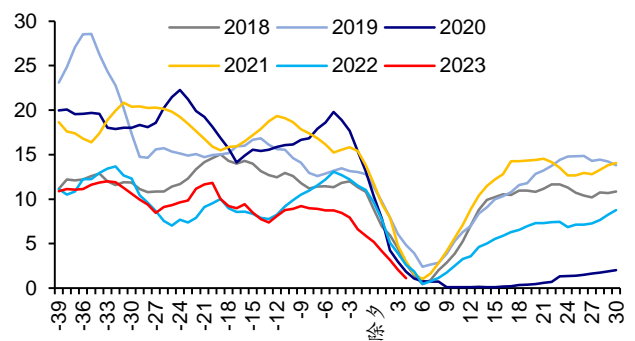
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据 7 日移动平均处理

图19 30 大中城市商品房日均成交面积：二线（万平方米）



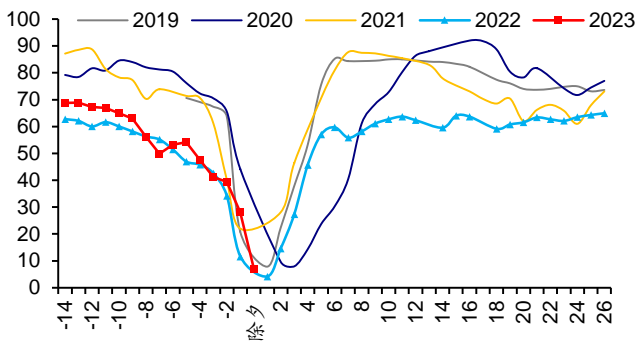
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据 7 日移动平均处理

图20 30 大中城市商品房日均成交面积：三线（万平方米）

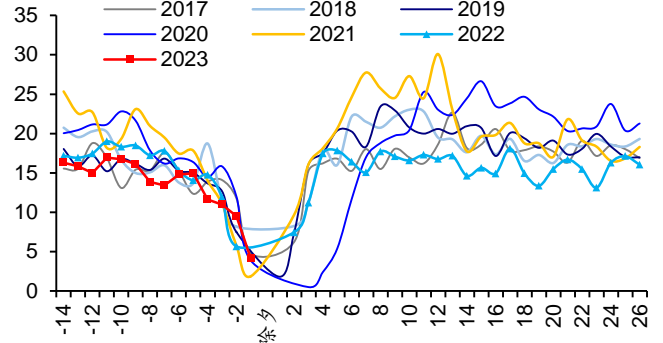


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据 7 日移动平均处理

春节前夕，基建相关投资需求季节性回落，其中水泥出货率、建筑用钢成交量边际回落。我们认为，接下来基建仍是今年稳增长的重要抓手。随着春运返程高峰的到来，基建相关需求的恢复速度或将高于去年同期。

图21 全国平均水泥出货率（周度，%）


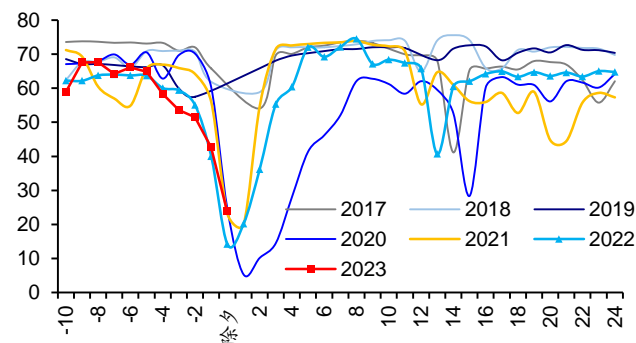
资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 建筑用钢成交量（周度，万吨）


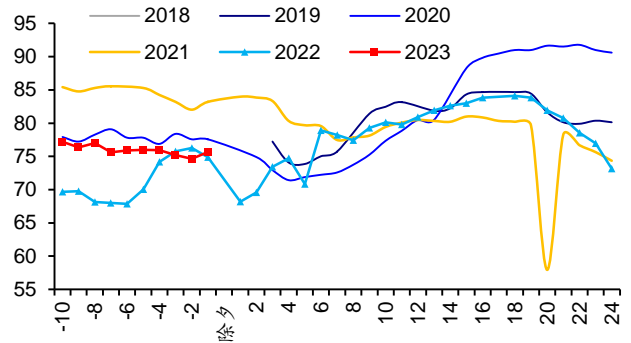
资料来源：Mysteel，海通证券研究所

4. 生产：节前疲弱，节后或加快

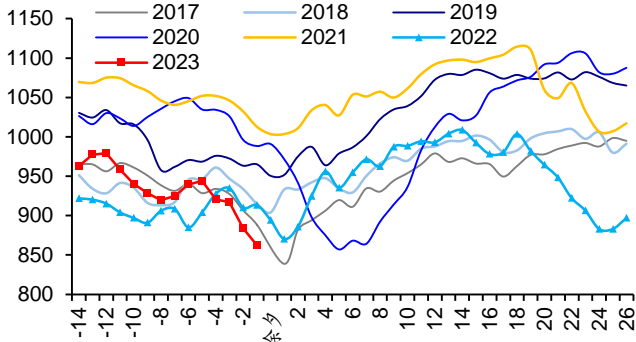
去年四季度，在疫情的扰动下，企业员工到岗率明显不足，生产的修复相对偏慢。今年春运客流规模明显高于去年同期，叠加部分劳动力提前返乡，使得春节前夕的生产表现疲弱。今年节前一周，高炉开工率、样本钢厂钢材产量相比近年同期偏低。考虑到节后返程客流增加斜率高于过去同期，我们预计节后复工或将加快，但关键还是看经济总需求修复的高度。

图23 汽车轮胎半钢胎开工率（周度，%）


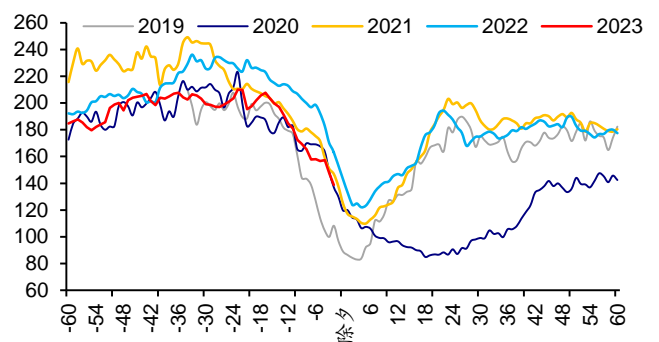
资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 247家钢铁企业：高炉开工率（周度，%）


资料来源：Mysteel，海通证券研究所

图25 Mysteel 样本钢厂钢材产量（周度，万吨）


资料来源：Mysteel，海通证券研究所

图26 沿海八省日均耗煤量（日度，万吨）


资料来源：Cctd，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
侯欢 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。