

# 春节不回家不影响全年宏观节奏

## 核心观点

今年提倡“就地过年”对于春节期间的生产生活造成一定影响，但不影响我们对于全年宏观节奏——“从再通胀到信用收缩”的判断。一方面，短期内供需错配可能导致价格小幅波动，但较难改变全年通胀节奏，我们维持 CPI 和 PPI 先上后下的判断；另一方面，“就地过年”对央行核心关注的几项最终目标影响不大，较难扰动货币政策节奏，紧信用在一季度末即会逐渐清晰。经济增长存在内部对冲，生产法角度二产强、三产弱；支出法角度投资强、消费弱。

### □ 不影响再通胀

“春节不返乡”对价格影响几何？我们认为，由于“就地过年”倡议提出较早，企业和居民对生产和生活的预期比较充分，短期内供需错配可能导致价格小幅波动，但较难改变全年通胀节奏。CPI 方面，食品价格和非食品价格将形成对冲，短期的囤货行为和物流成本上升将支撑食品价格，但线下服务消费修复受阻将拖累非食品价格。PPI 方面，生产资料价格和生活资料价格将形成对冲，短期内企业开工率较高对上游原材料价格形成一定支撑，但终端需求偏弱拖累下游生活资料价格。

### □ 不影响信用收缩

“就地过年”对我们全年第二条宏观主线“信用收缩”也影响较小。我们此前提出，从央行多次预期引导释放信号来看，央行后续大概率从金融稳定视角出发边际收紧货币政策，一季度是紧信用的重要拐点。通过梳理，我们认为“就地过年”对央行核心关注的几项最终目标经济增长、充分就业、物价稳定及国际收支均影响不大，较难扰动货币政策紧信用节奏。对于一季度紧信用的时间点，目前社融增速已经进入确定性下行通道，对于信贷，1 月供、需两旺，且工作日较 2020 年 1 月多，信贷量主要取决于监管环境，但监管力度不一定很强，总体看 1 月信贷同比多增的概率仍然较大。2 月是春节月份一般是信贷小月，“就地过年”存在平滑月度信贷量的可能性，但考虑到今年春节影响全部落在 2 月，信贷超预期大增的概率并不大，结构上看，“就地过年”可能冲击居民短期贷款、但利好企业贷款投放。3 月若疫情逐步得到控制、节后复工复产状况良好，就业和经济均未出现超预期的大幅下行，央行将通过 MPA 考核加窗口指导的方式强化紧信用，叠加房地产信贷调控，预计信贷总量和结构均会出现相应变化，紧信用在一季度末即会逐渐清晰。

### □ 经济增长存在内部对冲

**生产法二产强三产弱。**春节返乡效应主要体现在春节前 2 周至春节后 2 周，影响力度呈“倒 U 型”，与春运返乡和节后复工的节奏较为一致。春节不返乡对第二产业的正面影响较强。据我们估算，春节不返乡情形下的工业生产活跃程度，较春节返乡情形约提高 16.5%。农民工离岗返乡和节后复工的时间会较往年大幅缩短，工作日延长利好建筑业，但对第三产业一季度的增速或有一定拖累作用，部分传统春节消费场景的灭失或使生活性服务业的负面影响大于生产性服务业的利好影响。

**支出法投资强消费弱。**由于防控机制成熟和就业情况良好，“就地过年”对消费总量的冲击较弱，但流动人口不能如期返乡导致的供需错配确实会对消费产生一定的抑制作用。结构上，出行产业链与线下服务消费修复将遇到一定阻力；商品零售方面，分化修复特征加强，受制于“社交距离”且春节消费集中度较高的行业受冲击概率大，如餐饮、纺织服装、金银珠宝、烟酒等行业。从工作日增加的角度，“就地过年”对投资有正面影响，制造业、基建和地产都将边际受益。

**风险提示：疫苗落地不及预期；中美摩擦超预期变化**

**分析师：李超**

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

**分析师：孙欧**

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

**分析师：张迪**

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

**联系人：张浩**

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

## 相关报告

1 《2021 从再通胀到信用收缩》  
2020.12.02

## 正文目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. 不影响再通胀.....                 | 3  |
| 2. 不影响信用收缩.....                | 4  |
| 3. 经济增长存在内部对冲 .....            | 6  |
| 3.1. 生产法：二产强三产弱.....           | 6  |
| 3.2. 支出法：投资强消费弱.....           | 9  |
| 3.2.1. 消费总量或受冲击，结构分化特征加强.....  | 9  |
| 3.2.2. 工作日有所增加对于投资有一定正面影响..... | 13 |
| 3.2.3. 春节不回家对进出口扰动有限 .....     | 14 |

## 图表目录

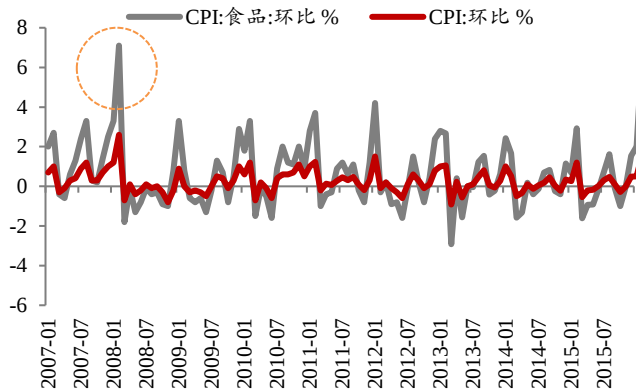
|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 08 年雪灾导致大量居民滞留，CPI 食品环比大幅上升 .....                   | 3  |
| 图 2: 疫情防控趋严不利于核心 CPI 修复.....                             | 3  |
| 图 3: 往年春节期间调查失业率往往走高 .....                               | 4  |
| 图 4: 物价因素受影响较小 .....                                     | 4  |
| 图 5: 预计 M2 增速降至 GDP+CPI 下方 .....                         | 5  |
| 图 6: 春节返乡对工业生产的影响约持续四周 .....                             | 6  |
| 图 7: 春节返乡对高炉开工率影响不显著 .....                               | 7  |
| 图 8: 春节返乡对焦炉生产率影响不显著 .....                               | 7  |
| 图 9: 汽车半钢胎开工率受春节返乡影响较为明显 .....                           | 7  |
| 图 10: 螺纹钢产量受春节返乡影响较为明显 .....                             | 7  |
| 图 11: 春节假期因素使建筑业从业人员和产值具有明显的季节性特征.....                   | 8  |
| 图 12: 春节假期对第三产业的季节性影响较弱，主因在生活性服务业是 Q1 服务业主要支撑.....       | 8  |
| 图 13: 消费对于一季度 GDP 贡献较大 .....                             | 9  |
| 图 14: 疫情发生之前，“春节档”票房逐年升温.....                            | 9  |
| 图 15: 交运仓储、住宿餐饮、文体娱、批发零售等行业增加值将受到一定影响.....               | 9  |
| 图 16: 因消费场景关闭，汽车 4S 店库存被动积压 .....                        | 10 |
| 图 17: 复商复市后，低社交属性消费开始快速修复 .....                          | 10 |
| 图 18: 调查失业率已降至 2019 年同期水平 .....                          | 10 |
| 图 19: 居民可支配收入稳步提升 .....                                  | 10 |
| 图 20: 考虑到供需错配和疫情冲击两个方面，预计餐饮、纺织服装、金银珠宝和烟酒受春节不返乡影响较大 ..... | 11 |
| 图 21: 2020 年限额以上企业表现明显优于整体 .....                         | 12 |
| 图 22: 2020 年实物商品网上零售额占比进一步提升 .....                       | 12 |
| 图 23: 工作时长和强度影响基建投资 .....                                | 13 |
| 图 24: 往年春节期间基建投资环比大幅下滑 .....                             | 13 |
| 图 25: 建筑业施工提升利好房地产开发投资 .....                             | 14 |
| 图 26: 不返乡和加速返工有助于提升施工强度，地产投资受益.....                      | 14 |
| 图 27: 2020 年 Q4 起，集装箱产量持续走高 .....                        | 14 |
| 图 28: 出口强，进口弱，贸易顺差高增 .....                               | 14 |

## 1. 不影响再通胀

“春节不返乡”对价格影响几何？我们认为，由于“就地过年”倡议提出较早，企业和居民对生产和生活的预期比较充分，短期内供需错配可能导致价格小幅波动，但较难改变全年通胀节奏。

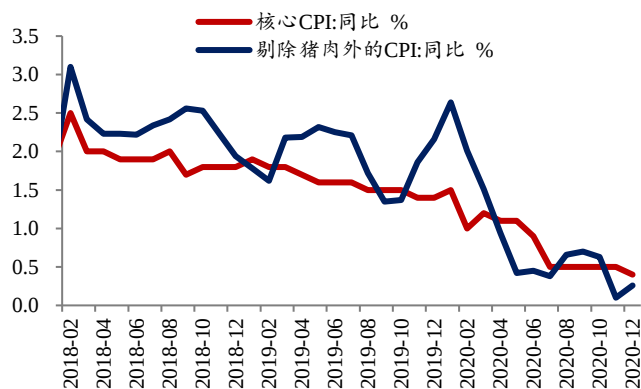
CPI 方面，食品价格和非食品价格将形成对冲，短期的囤货行为和物流成本上升将支撑食品价格，但线下服务消费修复受阻将拖累非食品价格。食品方面，疫情防控升级将使得粮油食品等必需品囤货需求增加，叠加物流成本上升，春节期间 CPI 食品项环比有一定上涨动力。非食品方面，春节原本是出行旺季，而“就地过年”倡议将使得居民返乡和外出旅游行为显著减少，出行产业链（航空、酒店、旅游等）价格受到较大冲击。公开信息显示，春节期间往返热门旅游城市三亚、成都、西安、昆明机票价格大幅下降，部分机票一折起售，酒店价格亦明显下探。除了出行产业链之外，受制于“社交距离”且春节期间消费较为集中的行业，如餐饮、纺服、金银珠宝等，需求偏弱也将拖累价格修复。

图 1：08 年雪灾导致大量居民滞留，CPI 食品环比大幅上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：疫情防控趋严不利于核心 CPI 修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

PPI 方面，生产资料价格和生活资料价格将形成对冲，短期内企业开工率较高对上游原材料价格形成一定支撑，但终端需求偏弱拖累下游生活资料价格。而且我们认为，国内供需的短期扰动不是工业品价格的决定性因素，PPI 阶段性上行主要源于全球范围内的供需缺口。百年未有之大放水下，全球需求保持韧性，但疫情仍在快速蔓延，供给能力恢复较慢，供需缺口仍显著存在，因此在供需缺口弥合之前工业品价格有持续上涨动力。随着北半球天气回暖、疫苗加速落地，疫情正在逐渐改善，原油需求有望快速提振，供给保持稳定的情形下，一季度油价仍有上冲动力，带动 PPI 加速回升。

综上，我们维持全年通胀节奏的判断。CPI 一季度触底回升，6 月达到同比增速高点+2.5%，但在猪周期下行的大背景下，同比增速难以破 3%，之后逐渐回落；PPI 一季度继续上行，5 月高点或突破+4%，随着海外供给能力修复，供需缺口弥合，下半年 PPI 逐渐回落。

## 2. 不影响信用收缩

“就地过年”对我们全年第二条宏观主线“信用收缩”也影响较小。我们此前提出，从央行多次预期引导释放信号来看，随着经济修复，央行将更加关注金融稳定问题及保持宏观杠杆率稳定，从金融稳定视角出发边际收紧货币政策，信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程。2021年一季度信贷需求旺盛，央行除了通过MPA考核（如调整其中个别参数）压低各银行广义信贷增速，可能还会增加月度窗口指导。叠加广义赤字也会收缩，预计社融增速也将出现回落，这将是2021年货币政策调控主基调。

“就地过年”对央行核心关注的几项最终目标均影响不大。

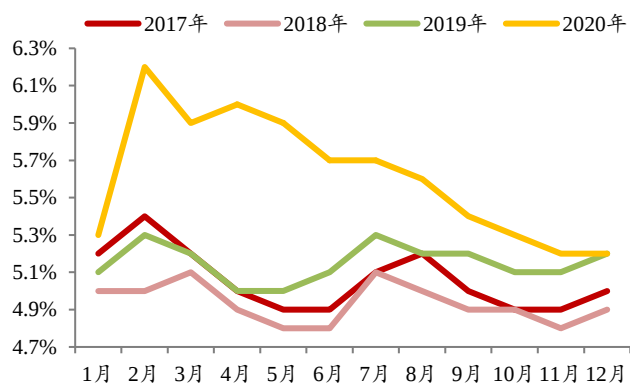
首先，就业方面。“就地过年”号召下，预计企业生产活动较往年同期更加平稳，用工需求更加稳定；与此同时，政府也在积极号召务工人员留在就业地安心过年，并引导企业科学安排生产计划、根据实际情况调度增加一季度产量安排。我们认为，“不返乡过年”整体上有利于平滑春节期间的摩擦性失业，一季度就业形势将保持稳中向好，因此就业问题大概率也不会扰动货币政策紧信用节奏。

其次，经济增长方面。“就地过年”对消费将有一定负面冲击，尤其是交通运输、住宿餐饮、文体娱乐及批发零售等环节，但也可能增加网上消费，进而带动网上零售、电子商务、信息传输软件行业等第三产业增加值的提高；“就地过年”提高企业生产及固定资产投资建设时间，对工业、建筑业及房地产业等多个典型行业增加值有明显的提升作用。从生产法GDP核算的角度，第二产业及第三产业，第三产业内部不同行业间均存在跷跷板效应，我们认为反映到对GDP的综合影响不会太大，即“就地过年”不会使得经济增长大幅波动并成为扰动货币政策紧信用节奏的核心因素。即使第三产业受到的负面冲击大于第二产业生产提升的正面影响，GDP较预期值出现一定回落，但显著在目标值以上，只要失业压力没有明显提升，就不会冲击政策节奏。

第三，上文已经分析，“就地过年”对于物价可能造成短期小幅扰动，但较难改变全年通胀节奏。

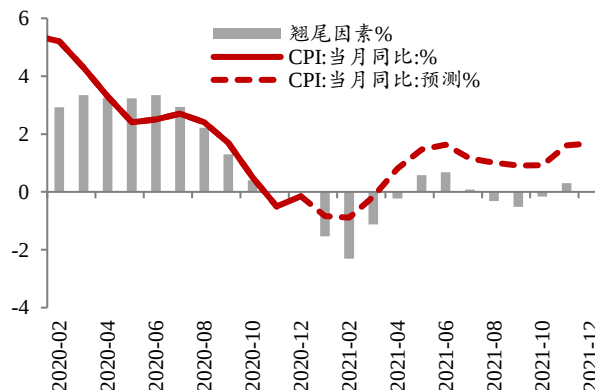
第四，国际收支受“就地过年”影响较小，即使“就地过年”对净出口大概率有正面影响，支撑实体部门结汇规模，但从央行2020年的外汇占款走势看，央行并不希望通过回收外币进而投放基础货币释放大量流动性，因此国际收支问题受影响不大，但人民币汇率将延续升值趋势。

图 3：往年春节期间调查失业率往往走高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：物价因素受影响较小

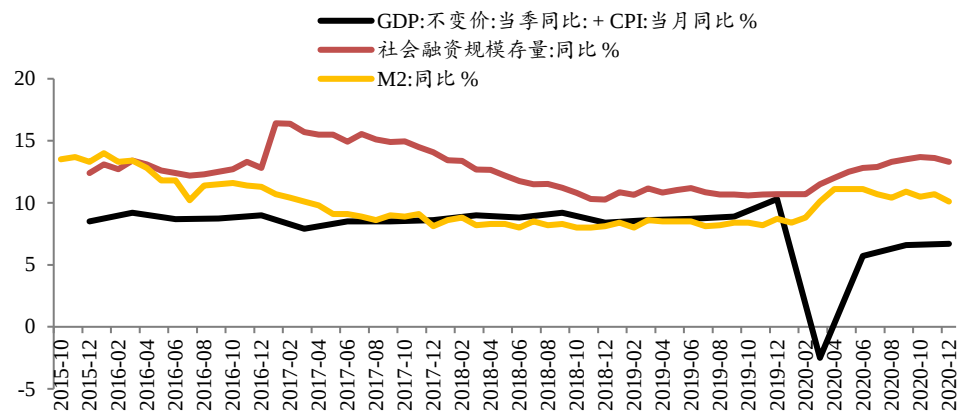


资料来源：Wind，浙商证券研究所

对于一季度紧信用的时间点，目前社融增速已经进入确定性下行通道，核心在于信贷投放节奏。2021年1月信贷供、需两旺，且工作日较2020年1月多，信贷量主要取决于监管环境，我们此前指出，央行紧信用的方式可能是MPA考核搭配窗口指导，其中1月末可能采取一定窗口指导限制银行信贷过量投放，但力度不一定很强，总体看，1月信贷投放规模同比去年多增的概率仍然较大。每年的春节月份往往是信贷小月，今年2月同样如此，“就地过年”存在平滑月度间信贷的可能性，但考虑到今年春节的影响全部落在2月，信贷超预期大增的概率不大，结构上看，“就地过年”可能冲击居民短期贷款、但利好企业贷款投放。3月若疫情逐步得到控制、节后复工复产状况良好，就业和经济均未出现超预期的大幅下行，央行将通过MPA考核加窗口指导的方式强化紧信用，叠加房地产信贷调控，预计信贷总量和结构均会出现相应变化，紧信用在一季度末即会逐渐清晰。我们维持预测：2021年M2增速回落至9.5%-10%左右，人民币信贷增速回落至11%左右，社融增速回落至10.9%左右，与之相对应的信贷、社融全年新增量分别为19和31万亿元。

对于货币政策工具，只要就业和经济未受到超预期的负面扰动，我们认为较难出现降准、降息等宽松操作，今年稳定宏观杠杆率的政策环境下，预计总量性宽松政策难以出现，央行将主要通过结构性货币政策进行定向支持，精准滴灌。

图 5：预计 M2 增速降至 GDP+CPI 下方



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 经济增长存在内部对冲

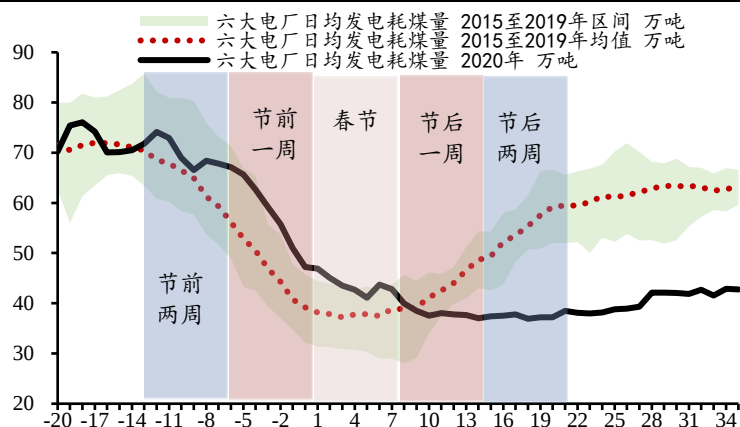
#### 3.1. 生产法：二产强三产弱

对工业生产而言，春节返乡效应主要体现在春节前2周至春节后2周，影响力度呈“倒U型”，与春运返乡和节后复工的节奏较为一致。六大电厂日均发电耗煤量一定程度上能反映工业生产活跃程度或开工水平，从历史数据上看，春节前两周，随着返乡人数的逐渐增多，工业生产开始逐步放缓，六大电厂日均发电耗煤量逐步下降，至春节当周降至最低，春节后两周随着复工人员返岗逐步恢复。其中，春节前第2周的日均发电耗煤量约为春节返乡前正常水平的92%，春节前第1周的日均发电耗煤量约为春节返乡前正常水平的66%；春节后第1周的日均发电耗煤量约为春节后正常水平的70%，春节后第2周的日均发电耗煤量约为春节后正常水平的90%，春节后第3周基本恢复正常水平。

在春节不返乡的情形下，由于工人返乡离岗的数量较往年锐减，春节前2周至春节后2周（共4周）的工业生产总体活跃程度有望保持强劲。据我们测算，在其他条件不变的情况下，工业生产活跃程度较春节返乡情形提高约16.5%，再叠加去年同期的低基数因素，1至2月的工业增加值增速或达32.9%。

春节返乡效应基本在3月初结束，对3月的工业生产影响较弱。根据我们测算，在春节不返乡情形下，一季度工业增加值增速约为26%，较春节返乡情形提升约2.5个百分点。

图 6：春节返乡对工业生产的影响约持续四周

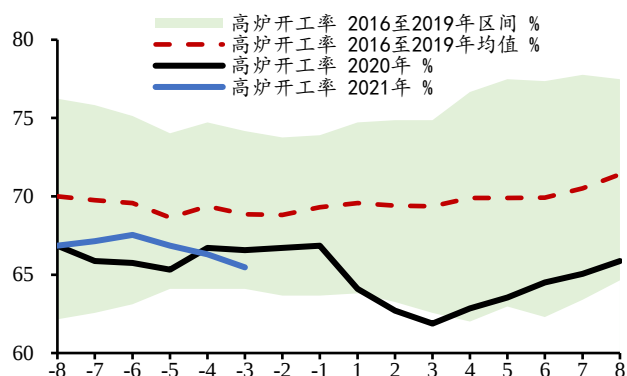


资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：横轴为春节前后天数，春节假期记为1至7，春节前为负数，春节后为正数

春节返乡效应具有较明显的行业结构特征，春节不返乡对于停复工灵活的行业正面影响较大。对于开工率调整成本较大的工业企业，在历年的春节假期前后亦保持较稳定的开工率，因此，春节工人的返乡与否对其影响较小，例如从高炉开工率、焦炉生产率的高频数据来看，春节前后以及春节假期期间亦保持较稳定的开工率。对于开工率调整相对较灵活的工业企业，春节工人的返乡对其影响较大，例如汽车半钢胎开工率、螺纹钢产量在春节前后下降明显。

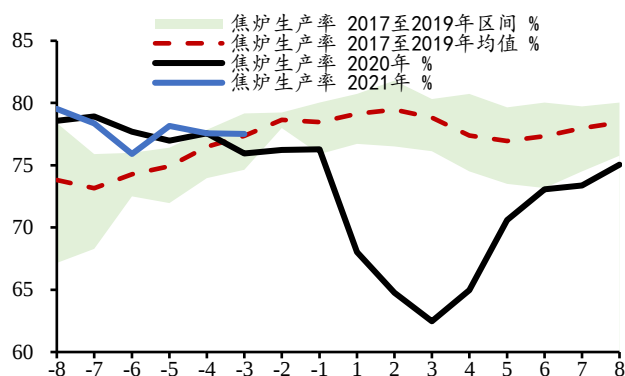
图 7：春节返乡对高炉开工率影响不显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：横轴为距离春节的周数，春节前为正数，春节后为负数

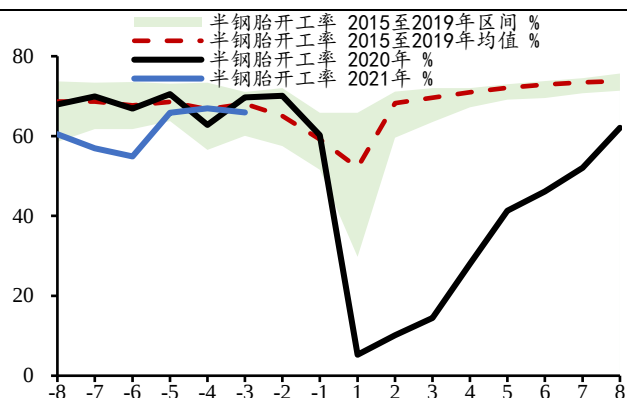
图 8：春节返乡对焦炉生产率影响不显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：横轴为距离春节的周数，春节前为正数，春节后为负数

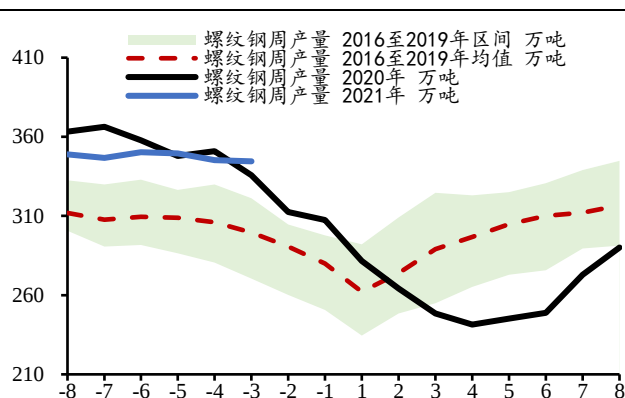
图 9：汽车半钢胎开工率受春节返乡影响较为明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：横轴为距离春节的周数，春节前为正数，春节后为负数

图 10：螺纹钢产量受春节返乡影响较为明显

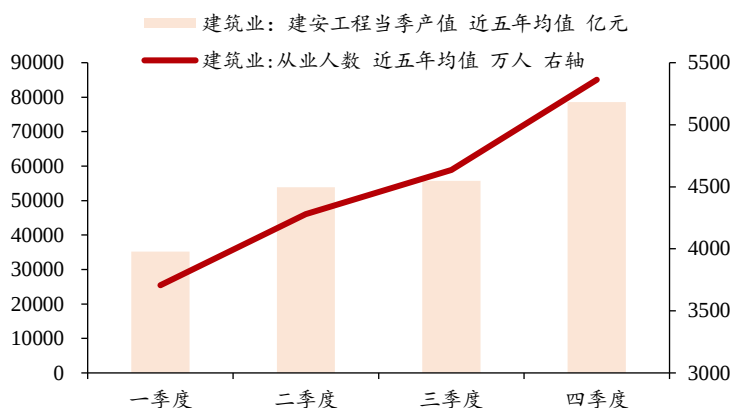


资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：横轴为距离春节的周数，春节前为正数，春节后为负数

春节不返乡情形下，农民工就地过年对建筑业的生产亦有一定的正面作用。农民工离岗返乡和节后复工的时间会较往年大幅缩短，使得建筑项目能保持较高的开工水平。从交通运输部近期发布的数据上看，近期全国公路、铁路、水路发送旅客环比逐步下降，比前两年年同期下降 50%至 60%左右，预计农民工就地过年的比例不低。

图 11：春节假期因素使建筑业从业人员和产值具有明显的季节性特征



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

春节不返乡对第二产业生产的促进作用能否兑现，还需要需求端的支撑。需求的强劲是促使工业企业是否愿意充分利用生产能力进行生产的重要因素，订单充足、补库意愿提升是工业潜在产能得以兑现的重要支撑。春节不返乡对春节期间的传统消费或有一定负面冲击，但也会催生更多线上消费，同时在当前海外需求旺盛且海外供给难以恢复所引致的强劲外需、国内的弱补库阶段，以及工业品价格有力回升的大背景下，再加上建筑业工作日延长因素，总体而言，第二产业生产在一季度或有较强表现。

第三产业在一季度的主要影响是生活性服务业，而非生产性服务业。从历史数据上看，一季度的春节假期以及春运返乡返岗的工作时长损失并未使得第三产业的增加值与其他季度相比出现大幅的下降，这与第二产业具有显著的差别。由于生活性服务业和生产性服务业并无详细的数据，但可以从此推断出第三产业在一季度的结构上，生活性服务业相比于生产性服务业更占主导，这与历年春节、春运期间生产弱、消费强的经济活动特征也相吻合。因此，影响一季度第三产业的主要因素在于生活性服务业的消费强度而非生产时长。

图 12：春节假期对第三产业的季节性影响较弱，主因在生活性服务业是 Q1 服务业主要支撑

■ GDP、不变价、第一产业、工业增加值、近五年均值 亿元

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_18444](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18444)

