

证券研究报告 / 宏观数据

春节就地过年对经济影响不同向，政策不急于转弯

---流动性周度观察（2021年第3周）

报告摘要：

春节就地过年影响分析：近期国内疫情呈现多地零星散发与局部爆发特征，各地出台一系列减少人员集中流动的措施，尤其是针对农村返乡人员居家隔离14天的要求，直接限制农民工返乡的积极性。据交通运输部预计，2021年全国春运期间发送旅客较2019年下降四成多，比2020年增加一成多。从生产角度来看，今年将出现晚放假早开工的情况，整体上有利于工厂的生产活动。对于建筑业等户外活动，农民工的及时返岗将有利于今年的开工节奏提前，但仍会受到雨雪天气等因素制约。相比之下，考虑到外需相对旺盛，与出口链条密切相关的生产利好效应更强，2月份出口也将高于往年季节性表现。

对于国内消费而言，各类大型集会、旅游景区等线下服务业消费的管控较严，将导致居民在春节期间的线下消费意愿降低，例如餐饮、酒店、旅游等，三四线城市消费将面临更大程度的影响。同时，疫情也导致消费方式也发生了一定转变，例如餐饮逐步转为外卖、半成品渠道销售、酒店及周边度假的趋势也更加明显。2月份均为汽车及地产的销售淡季。从直观角度而言，由于返乡置业需求降低，或将在短期内部分压制三四线城市汽车及地产销售需求的释放。但由于汽车销售受政策、季节性等干扰因素影响，较难从数据层面单独衡量其影响效应，具体影响仍需要持续追踪。

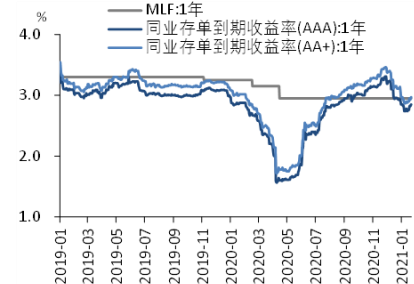
对于商品而言，由于企业开工率得到支撑，春节期间原材料累库的幅度将弱于往年，对于商品价格有一定支撑性，尤其是生产端的原材料，如螺纹钢、玻璃等建材。而接近下游消费端的原材料，如铝、铜、冷卷等，由于家电汽车等终端需求回落幅度相对可控，通常的累库幅度也相对更小，受就地过年的影响效应也更低。

整体来看，春节就地过年有望提升工业生产，按照工作天数可以大概估算其利好效应。但消费面临的影响目前无法评估，需要持续观测。基于一季度经济面临的不确定性，我们认为货币政策不急于转弯，短期内仍将相对宽松，维持流动性合理充裕。按照工业增加值定基数估算，正常情况下春节假期会导致大约7-8个工作日减少的效应，今年按照回补一半的情况来估测，Q1工业增加值可能比此前市场预测增加6个百分点左右。据估算，一季度工业增加值同比有望接近30%。

流动性观察：上周受集中缴税影响，资金面明显收紧，央行流动性投放相对克制，导致银行间短端利率大幅抬升，表现为隔夜利率高于7天利率，DR007高于逆回购利率，各期限存单利率同步上行。资金面宽松效应退坡，导致1年期国债利率明显上行6.8BP至2.45%。而近期国内疫情加重，各地人流管控措施加强，也导致市场对于春节期间消费预期走弱，当周10年期国债利率下行3.23BP至3.12%，期限利差下降10BP。

风险提示：海外疫情持续反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《拜登政府平稳交接》

--20210124

《选民画像》

--20210120

《经济完美收官，需评估疫情对2021Q1经济影响》

--20210119

《如何理解央行近期释放信号？》

--20210117

《市场热议“缩减转债”，鲍威尔释放鸽派论调》

--20210117

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	春节就地过年对经济影响不同向	4
1.1.	预计今年春运期间的客流量较正常年份有大幅下降	4
1.2.	出口相关的制造业生产利好效应更强	4
1.3.	线下消费短期受抑	5
1.4.	中上游原材料补库进程或将放缓	6
2.	货币市场：央行投放流动性，隔夜利率大幅抬升	8
2.1.	公开市场操作：央行进行大额逆回购操作，平抑税期扰动	8
2.2.	资金利率：短端利率快速走高，存单利率同步上行	8
3.	实体流动性：票据利率大幅上行，中长端信用利差走阔	9
3.1.	票据&理财：票据转贴现利率大幅上行，短端理财收益率率先回升	9
3.2.	信用利差：中长端信用利差走阔，短端继续收窄	10
4.	债市流动性：资金面驱动效应退坡，短端国债利率抬升	10
4.1.	一级市场：利率债发行规模走低，年初供给环境友好	10
4.2.	二级市场：国债长短端走势分化，期限利差收窄	11
5.	股市流动性：资金流入放缓，资金需求大幅增加	12
5.1.	资金供给：杠杆资金加速流入，北向、机构资金流入放缓	12
5.2.	资金需求：股市募资、解禁规模大幅增加，净减持规模小幅回落	13
6.	海外：美元指数震荡，美债利率小幅回落	15
6.1.	汇率：美元指数小幅下行，人民币汇率延续升值趋势	16
6.2.	债市：美债利率小幅走低，德日国债利率小幅上行	16

图表目录

图 1:	上海/广州地铁客流量	4
图 2:	成都/南京/苏州地铁客流量	4
图 3:	PMI 生产指数的季节性表现	5
图 4:	日均粗钢产量	5
图 5:	石油沥青开工率	5
图 6:	PTA 开工率	5
图 7:	一线城市房地产成交面积	6
图 8:	二线城市房地产成交面积	6
图 9:	三线城市房地产成交面积	6
图 10:	汽车月度销量	6
图 11:	PMI 原材料库存	7
图 12:	PMI 产成品库存	7
图 13:	螺纹钢库存	7

图 14: 冷卷库存	7
图 15: 浮法玻璃生产线库存	7
图 16: 氧化铝社会库存	7
图 17: 公开市场操作与到期情况	8
图 18: 同业存单利率向 MLF 利率趋近	8
图 19: 隔夜利率大幅上升	9
图 20: DR007 大幅抬升	9
图 21: 银行和非银流动性分层情况加剧	9
图 22: 1 个月同业存单到期收益率快速上行	9
图 23: 票据转贴现利率大幅上行	10
图 24: 理财收益率多数上行	10
图 25: 中票利率整体上行	10
图 26: 信用利差短端走窄, 中长端走阔	10
图 27: 利率债发行规模小幅回落	11
图 28: 利率债净融资规模明显回升	11
图 29: 同业存单净融资额大幅下降	11
图 30: 各期限同业存单发行利率有所抬升	11
图 31: 利率债成交量小幅下降	12
图 32: 同业存单成交量有所回落	12
图 33: 10 年期国债利率走低	12
图 34: 国债收益率曲线小幅趋缓	12
图 35: 两融余额流入加速	13
图 36: 融资买入额持续回落	13
图 37: 上周北向资金流入放缓	13
图 38: 机构资金流入规模高位回落	13
图 39: 股票市场募资规模大幅上升	14
图 40: 限售股解禁规模大幅增加	14
图 41: 重要股东净减持规模小幅回落	14
图 42: 人民币汇率升值趋势延续	16
图 43: 美元指数保持在 90 上方	16
图 44: 10 年期美债收益率小幅下行	16
图 45: 中美利差小幅走窄	16
图 46: 10 年期德国国债利率持续上行	17
图 47: 10 年期日本国债利率小幅上行	17

1. 春节就地过年对经济影响不同向

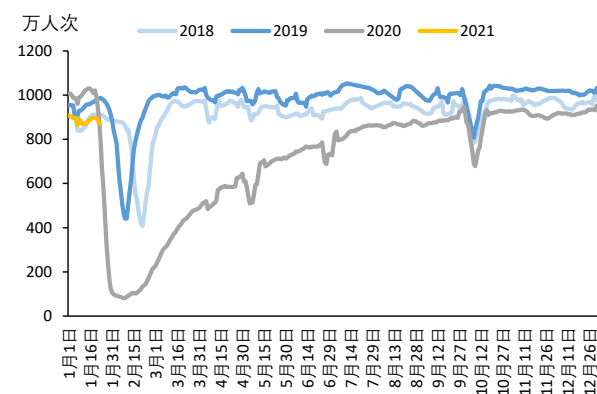
针对中国新冠肺炎疫情呈多地零星散发与局部聚集性疫情爆发交织叠加的态势，近期国家卫健委及各地政府纷纷倡议留在当地过年，非必要不出行。1月13日，交通运输部印发《关于进一步强化中高风险地区交通运输疫情防控工作的紧急通知》，要求各地原则上要暂停进出中高风险地区所在县级行政区域内的省际、市际道路客运和跨城公交。1月20日，国务院联防联控机制印发《冬春季农村地区新冠肺炎疫情防控工作方案》，指出农村地区返乡人员需持有7天内核酸检测阴性证明并实施14天居家健康监测，实施时间自1月28日至3月8日春运期间。

1.1. 预计今年春运期间的客流量较正常年份有大幅下降

从一二线城市的地铁客流量数据来看，集中的春运时间往往持续1个月左右，对应春节前后分别有15天左右的时间。随着今年一系列减少人员集中流动的政策出台，直接限制农民工返乡的积极性。据交通运输部预计，2021年全国春运期间发送旅客17亿人次左右，较2019年下降四成多，比2020年增加一成多。

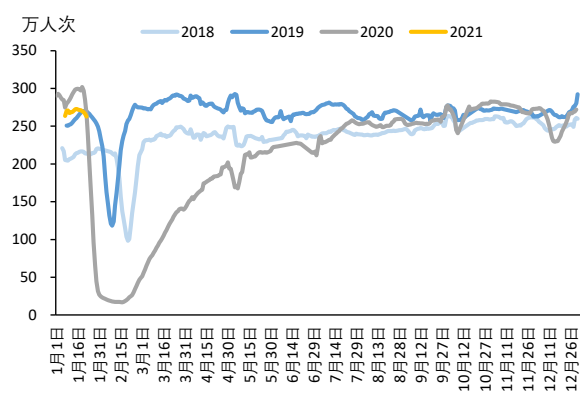
同时，根据同程交通大数据显示，受疫情影响，2021年春运客流出现南北差异明显的特征。北方的传统热门城市北京和热门区域京津冀与往年相比客流量明显减少，今年春运期间，铁路、民航进出京客运量铁路1000万人次，较2020年下降38%，较2019年下降67%。而广州、深圳、上海、重庆、成都等外来人口集中的南方超一线或新一线城市对应的客流迁入迁出量较高。

图 1：上海/广州地铁客流量



数据来源：东北证券，Wind

图 2：成都/南京/苏州地铁客流量

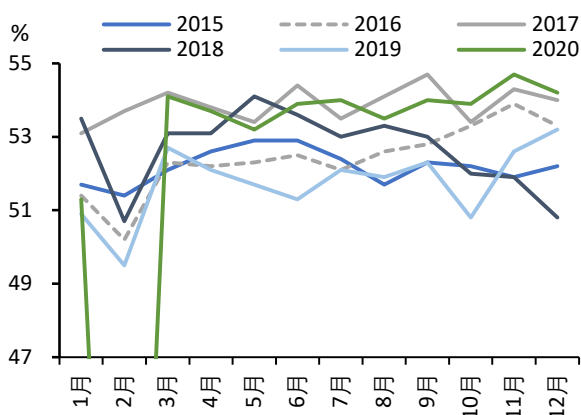


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 出口相关的制造业生产利好效应更强

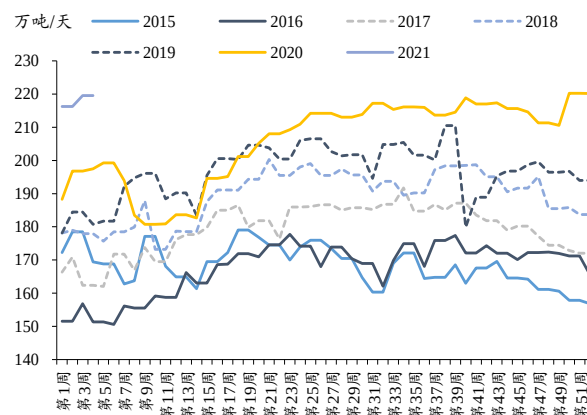
从生产角度来看，春节时点一般发生在1月下旬-2月中旬，考虑到农民工提前返乡以及延迟开工等因素影响，2月份PMI生产指数通常会出现一定的回落，确实是所谓的生产淡季。从各类高频指标也能看出春节假期对于生产的抑制作用，比如粗钢产量、沥青开工率、PTA开工率等。

图 3: PMI 生产指数的季节性表现



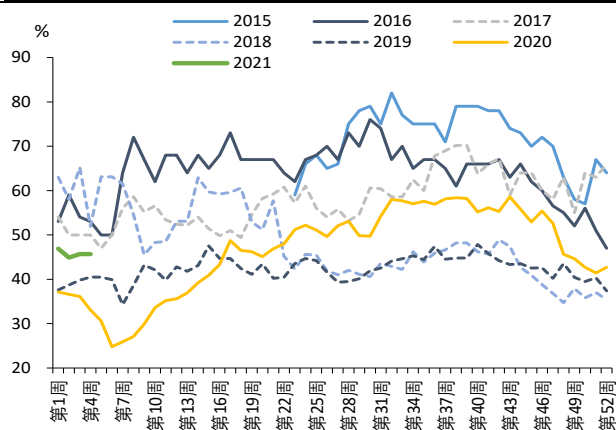
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 日均粗钢产量



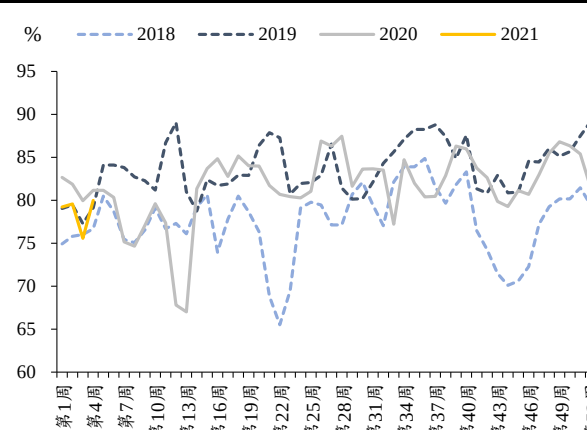
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 石油沥青开工率



数据来源：东北证券，Wind

图 6: PTA 开工率



数据来源：东北证券，Wind

因此，相对往年来说，今年将出现晚放假早开工的情况，整体上有利于工厂的生产活动。对于建筑业等户外活动，农民工的及时返岗将有利于今年的开工节奏提前，但仍会受到雨雪天气等因素制约。相比之下，与出口链条密切相关的生产利好效应更强，如纺织、塑料制品、医药、电气机械、集成电路等。考虑到外需相对旺盛，企业和工人及时开工的积极性更强，2月份出口也将高于往年季节性表现。

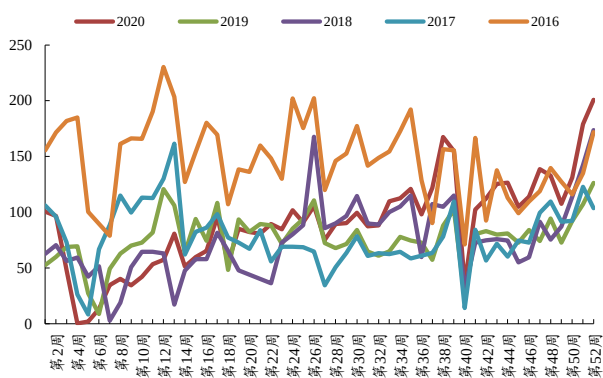
1.3. 线下消费短期受抑

对于国内消费而言，由于国内部分地区疫情加重，各类大型集会、旅游景区等线下服务业消费的管控较严，将导致居民在春节期间的线下消费意愿降低，例如餐饮、酒店、旅游等。尤其是受到返乡人流减少的因素影响，三四线城市消费将面临更大程度的影响。同时，疫情也导致消费方式也发生了一定转变，例如餐饮逐步转为外卖、半成品渠道销售、酒店及周边度假的趋势也更加明显。据界面新闻统计，今年上海餐饮年夜饭外卖的餐饮门店与去年相比增加约30%。同程旅行大数据显示，近十日，同程旅行平台上本地旅游产品的相关搜索量增长近八成，周边游酒店+景区组合套餐的搜索量增长近六成。丽呈酒店数据显示，以上海、北京的酒店订单为例，近9成的客人均为本地客人，与2019年春节相比，本地客源的占比上升约7成。

汽车消费，从直观角度而言，由于返乡置业需求降低，或将在短期内部分压制三四线城市汽车消费需求的释放。但由于汽车销售受政策、季节性等干扰因素影响，较难从数据层面单独衡量其影响效应。考虑到疫后相关补贴政策于 2020 年末退坡，所以可能导致部分需求在去年年末被提前透支，对应的今年 2 月份汽车销售可能会存在弱于往年季节性表现的风险。

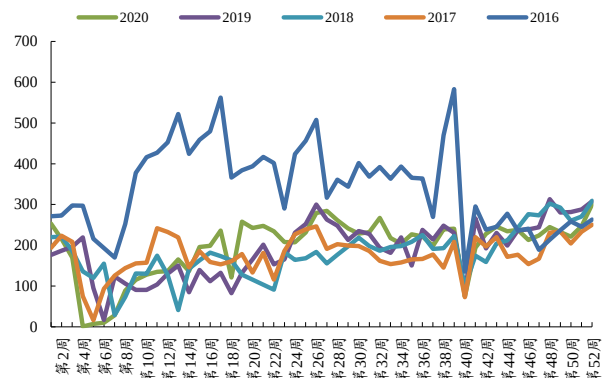
房地产销售在 2 月份也均为销售淡季。节奏来看，一二三线城市表现基本一致。一般在春节前两周开始放缓，节后一周达到低位随后逐步回升。2020 年受新冠疫情影响，地产销售在 1 月最后一周开始停摆，接近 3-4 周的时间内，交易额基本为 0。今年来看，尽管疫情管控加强，但售楼部仍在正常营业，对于当地居民的正常购房需求影响有限。但由于春节返乡人流减少，返乡置业需求被迫延迟，将部分影响三四线城市地产销售。

图 7：一线城市房地产成交面积



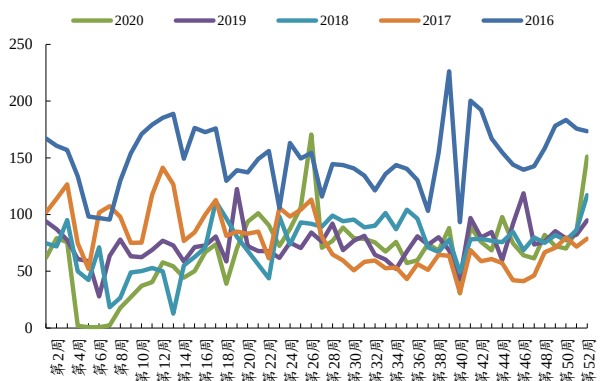
数据来源：东北证券，Wind

图 8：二线城市房地产成交面积



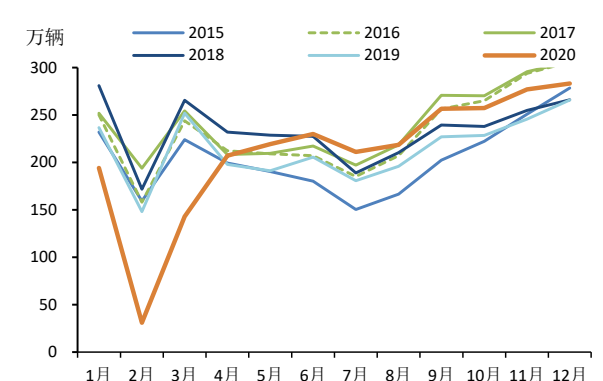
数据来源：东北证券，Wind

图 9：三线城市房地产成交面积



数据来源：东北证券，Wind

图 10：汽车月度销量



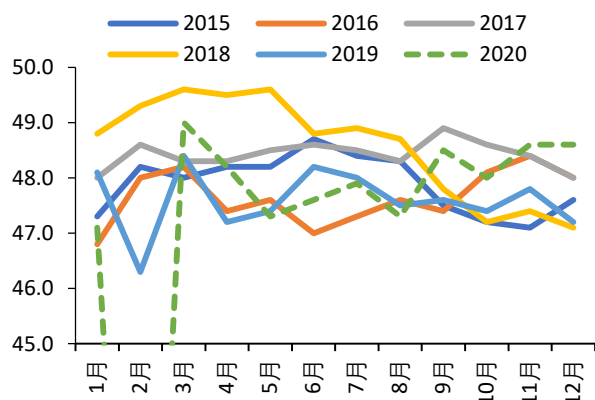
数据来源：东北证券，Wind

1.4. 中上游原材料补库进程或将放缓

对于商品而言，由于企业开工率得到支撑，春节期间原材料累库的幅度将弱于往年，对于商品价格有一定支撑性，尤其是生产端的原材料，如螺纹钢、玻璃等建材。而接近下游消费端的原材料，如铝、铜、冷卷等，由于家电汽车等终端需求回落幅度

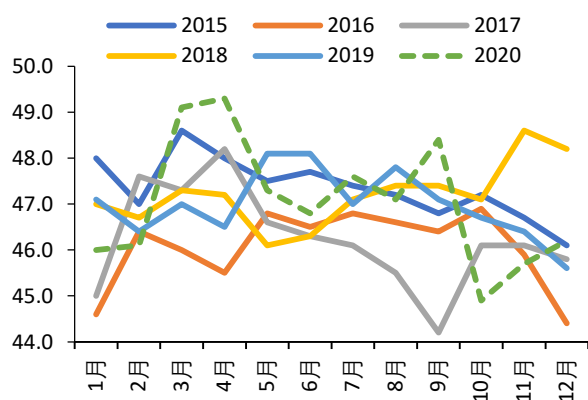
相对可控，通常的累库幅度也相对更小，受就地过年的影响效应也更低。从过去五年表现来看，2月份PMI原材料库存指数多数上升，而产成品库存多数下降，说明中上游生产受春节影响程度更大。

图 11: PMI 原材料库存



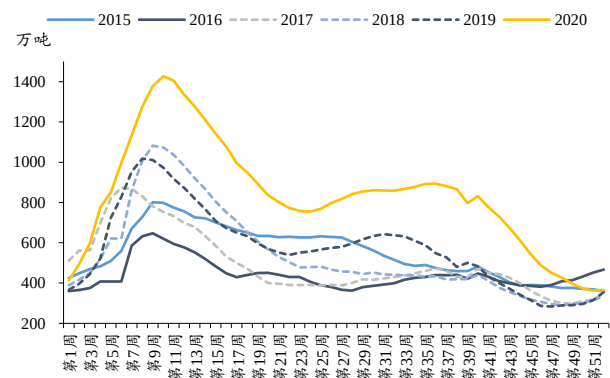
数据来源：东北证券，Wind

图 12: PMI 产成品库存



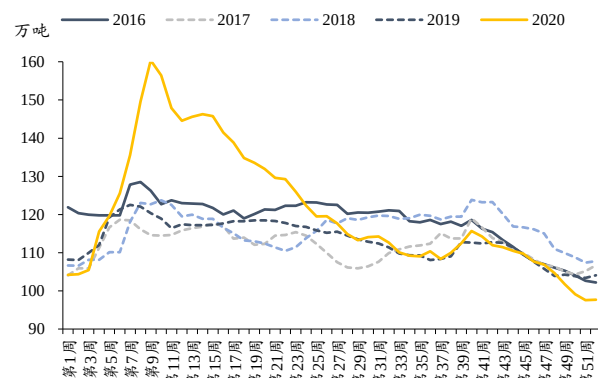
数据来源：东北证券，Wind

图 13: 螺纹钢库存



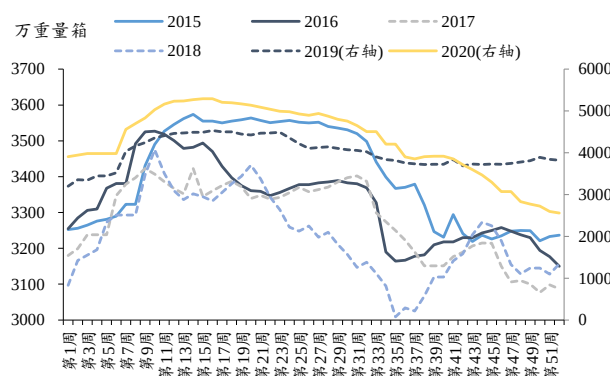
数据来源：东北证券，Wind

图 14: 冷卷库存



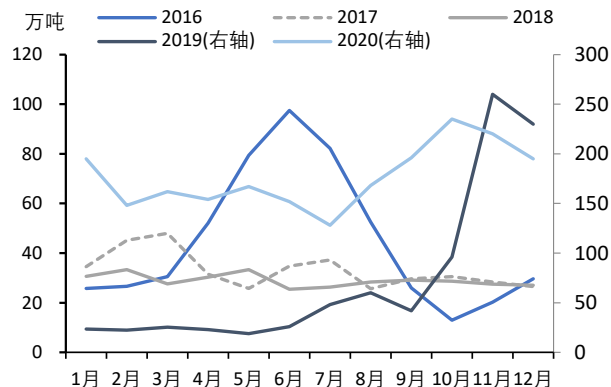
数据来源：东北证券，Wind

图 15: 浮法玻璃生产线库存



数据来源：东北证券，Wind

图 16: 氧化铝社会库存



数据来源：东北证券，Wind

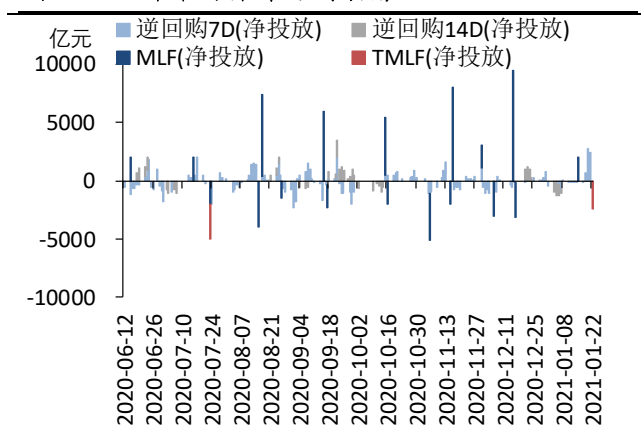
整体来看，春节就地过年有望提升工业生产，按照工作天数可以大概估算其利好效应。但消费面临的影响目前无法评估，需要持续观测。基于一季度经济面临的不确定性，我们认为货币政策不急于转弯，短期内仍将相对宽松，维持流动性合理充裕。按照工业增加值定基数估算，正常情况下春节假期会导致大约 7-8 个工作日减少的效应，今年按照回补一半的情况来估测，Q1 工业增加值可能比此前市场预测增加 6 个百分点左右。据估算，一季度工业增加值同比有望接近 30%。

2. 货币市场：央行投放流动性，隔夜利率大幅抬升

2.1. 公开市场操作：央行进行大额逆回购操作，平抑税期扰动

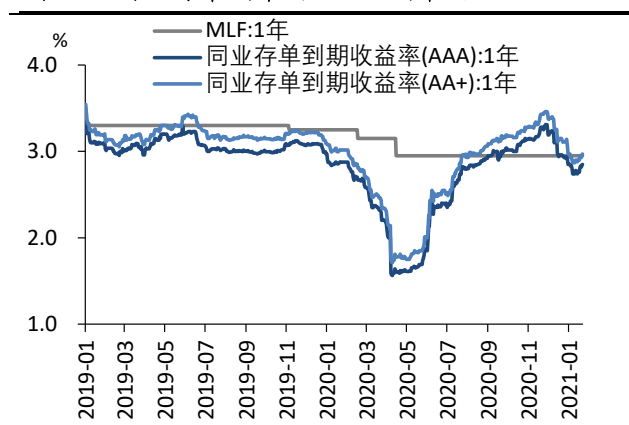
上周(1月18日-1月24日)，央行单周净投放 3575 亿元(含国库现金)。其中，逆回购当周净投放 5980 亿元；TMLF 当周到期 2405 亿元，已于上期提前续作。受本月 20 号税期因素影响，央行于上周二(1月19日)开始连续三日进行大额投放，待税期结束，央行投放的流动性也快速收敛。

图 17：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 18：同业存单利率向 MLF 利率趋近



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：短端利率快速走高，存单利率同步上行

上周受集中缴税影响，资金面明显收紧，上周银行间短端利率大幅抬升，随着央行

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_18489

