

宏观点评 20240204

今年春运有点“冷”，该关注什么？

2024年02月04日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《谁站好了年前的“最后一班岗”？

—国内宏观经济周报》

2024-02-04

《1月非农“浇灭”3月降息预期》

2024-02-03

- 一年一度春运已正式开启，春运期间的出行客流表现是观测消费修复的重要参考。今年春运客流的“火热”毋庸置疑，不过近几年从客流到消费的传导出现了一些变化，例如2023年1至2月虽然客流量在疫情后迅速反弹，但同期社零的表现却明显偏低，部分原因可能在于服务消费的迅速反弹，那么2024年又有什么新变化？

我们认为当前春节档消费的不确定因素主要有两个：雨雪天气和出境游修复或对国内消费的“分流”；从春运前7日以及历史上相似经验来看，我们倾向于认为这些不确定因素对春节消费影响较为可控：低温天气影响较过往更小，跨境出行对国内消费出行“挤出”较弱、疫情后的两者同向性更明显等。

- 今年春运表现如何？国内跨区出行超2019年同期、跨境出行仍有差距

全社会跨区人员流动总量提升，已超2019年同期水平。春运前8日，全社会跨区人员流动量达2019年同期的104.4%，其中非营业性公路小客车出行为旅客发送的主要方式，占比78%，达2019年同期的125.6%；全国迁徙规模指数超过往年同期水平亦印证今年春运客流显著提升。

春运地区结构特点明显，停工偏早等带动北方人口净流入城市春运客流迁出显著提升。今年北京、郑州等北方城市春运客流迁出规模高于过往，广深、上海等代表城市较过往差距不大；原因或在于今年北方地区停工偏早等，比如：华北地区水泥发运从去年12月开始明显低于去年同期，而中南地区持续高于去年同期。

春运期间跨境出行快速恢复，但出行规模较2019年同期仍有差距。近日我国同23国全面互免签证，跨境出行更加便利将带动今年春节假期“出境游”进一步恢复，春运前7日，我国国际航班执行架次恢复至2019年同期的68.3%；跨境出行目的地更多集中在东南亚、东亚国家。

- 后续春运表现有何值得关注？

今年春运面临较大的挑战是大范围雨雪天气，当前雨雪天气对客运发送节奏的影响已显现。1月31日起，我国河南、湖北等多地有大范围雨雪冰冻天气，或对公路、铁路、民航等客运货运造成影响；当前春运客流实际发送已明显放缓，全社会跨区人流较2019年同比增速由1月30日的7.5%回落至2月2日的1.5%，全国迁徙规模指数亦有所回落。

回溯过往，雨雪天气对总体消费冲击或较为有限，或更多影响消费节奏。2008年春节的雨雪冰冻天气直接影响期间客流发送，2008年1-2月我国铁路、公路客运量合计同比明显低于其他年份；但全国社零累计实际同比较其他年份同期差距不大。过往经验，春运开始至春节期间，春运人口迁出的高线城市居民消费回落、春运人口迁入的低线城市居民消费提升；雨雪天气或导致交通运输节奏滞后，进而影响消费节奏。

相较之下，2008年春节雨雪天气更大影响在于价格端，期间物价全面上涨。2008年1-2月全国社零同比与剔除价格因素影响的实际社零同比差值高达8个百分点、远高于其他年份，期间CPI快速提升，说明当时低温极端天气对消费的影响更多集中在物价水平的提高。

- 今年春运低温天气、跨境出行“挤出”效应等对消费冲击或较为可控。

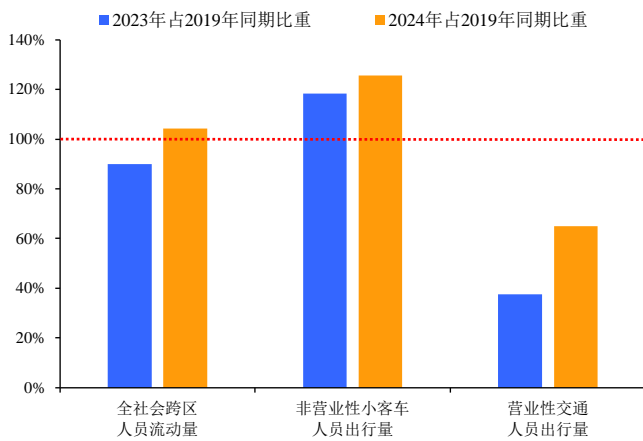
回到当下，今年极端天气持续时间短、保通保畅机制完善、总体需求相对偏弱、价格低位运行等背景下，今年春运天气因素对价格端的冲击或相对可控。对比来看，一方面，今年春运期间雨雪冰冻天气持续时间、冰冻范围不及2008年，另一方面，当前我国交运、电力、通讯等保通保畅机制进一步完善，极端天气应对能力明显加强；此外，当前总体需求相对偏弱，12月CPI同比下降0.3%、仍处于负增长区间，或共同使得今年低温极端天气对物价水平的影响相对较小。

“三大因素”或使得跨境游提升对国内消费的“挤出效应”较小。居民出境游产生部分消费不计入社零和假期全国旅游收入，或对国内春节期间消费产生分流。但三大原因或使得出境游对国内消费“分流”较弱：一是跨境旅游占我国居民消费比重低；二是疫后跨境旅游和国内消费对GDP贡献呈正向关系、互补性加强；三是今年春运国内出行客流超2019年同期，但跨境客流仍有差距。

■ **风险提示：**春运人流变动超预期；人流变动对消费传导不及预期等。

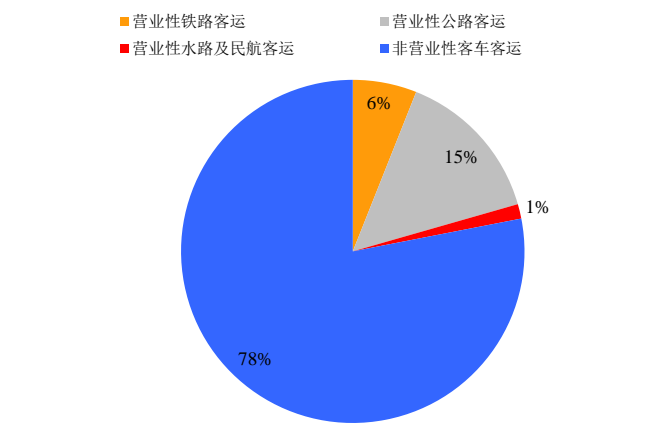
春运前8日，全社会跨区人员流动量显著提升，已超2019年同期水平。2024年春运前8日，全社会跨区人员流动量达15.5亿人次、为2019年同期水平的104.4%。近年居民春运出行方式发生改变，非营业性公路小客车出行成为旅客发送的主要方式、占全部旅客发送量的78%；春运前8日，自驾等非营业性小客车人员出行量已达2019年同期水平的125.6%。同时，全国迁徙规模指数明显超过2019、2023年同期水平进一步印证今年春运期间客流的显著提升。

图1：春运前8日，全社会跨区人员流动超2019年同期



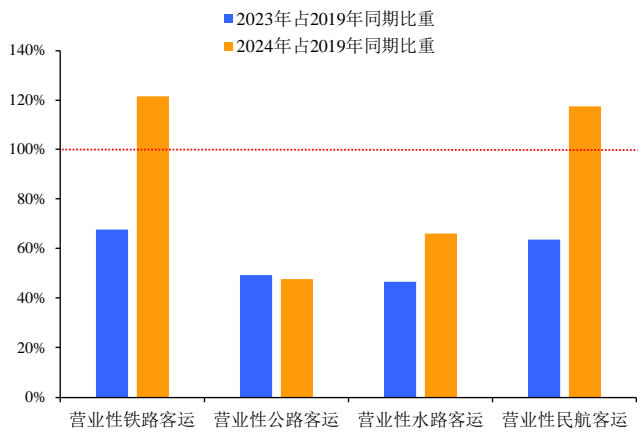
数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图2：春运前8日，非营业性客车是旅客发送主要方式



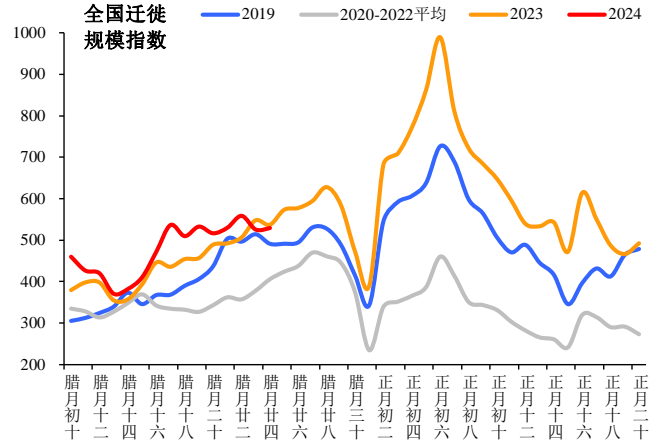
数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图3：春运前8日，营业性铁路、民航客运量显著提升



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图4：今年春运全国迁徙规模总体已超过往年同期水平



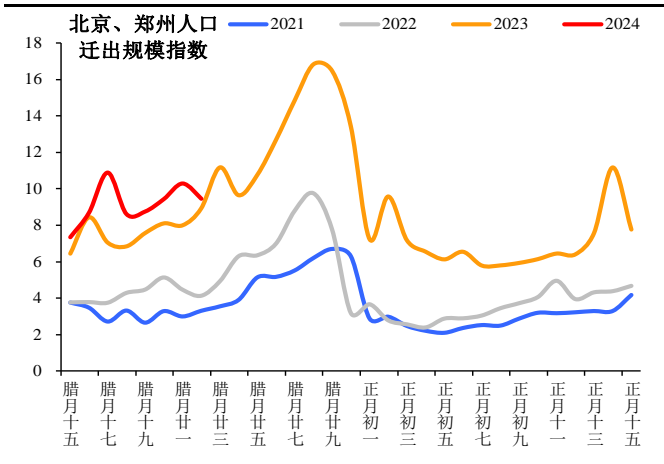
数据来源：百度地图，东吴证券研究所

今年春运地区结构特点明显，停工偏早等或带动北方人口净流入城市春运客流迁出规模明显提升，成为总体春运客流提升的一大贡献。通过对各地人口迁徙规模对比发现，今年北京、郑州等北方代表性人口净流入城市春运客流迁出规模明显高于过往，相较之下，广深、上海、成都等城市春运客流迁出规模较过往同期水平差距不大；原因或在于

今年北方地区停工偏早等，比如：华北地区水泥发运率从去年 12 月开始明显低于去年同期水平，而中南地区持续高于去年同期水平。

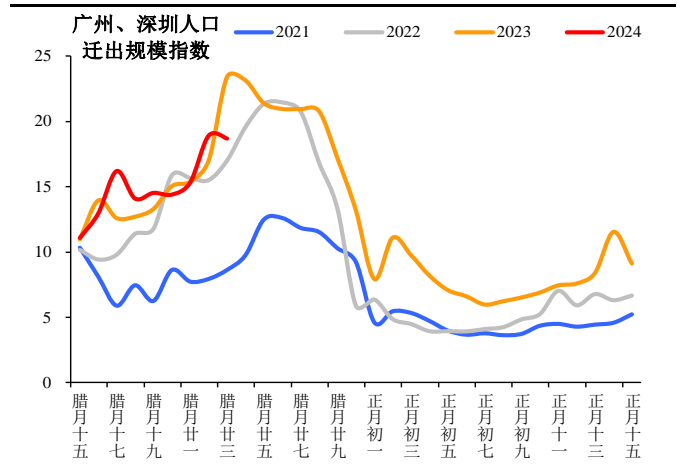
国家统计局第七次人口普查数据显示，北京市的跨省流入人口主要来自河北、河南等地，今年春运期间，河南、河北人口迁入规模明显提升，亦是北方主要人口净流入城市春运客流流出规模提升的印证。

图5: 春运前 7 日，北京、郑州人口迁出规模明显提升



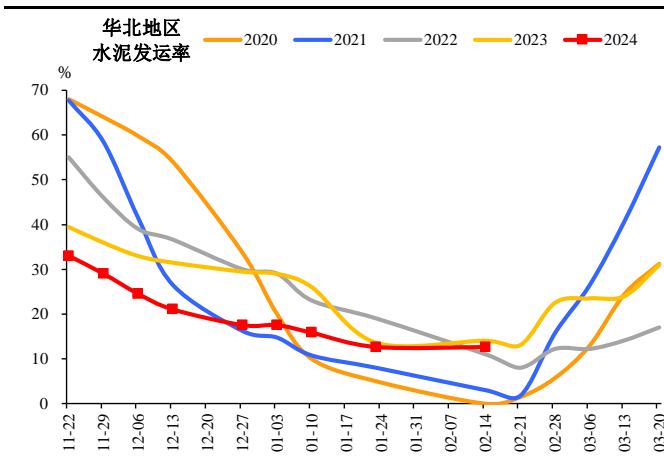
数据来源：百度地图，东吴证券研究所

图6: 相较之下，广深人口迁出规模较过往变动不大



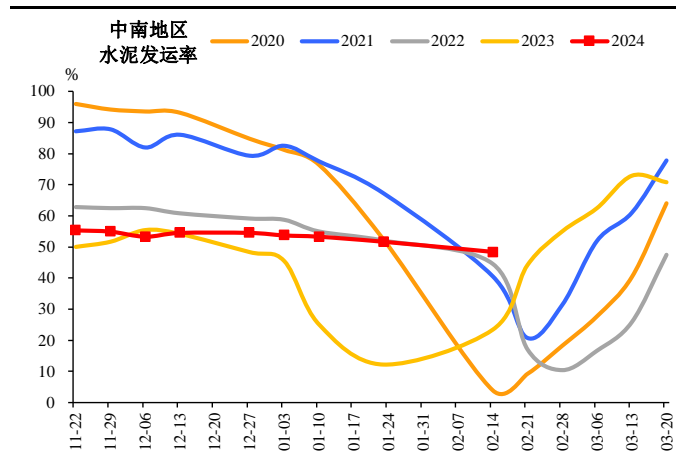
数据来源：百度地图，东吴证券研究所

图7: 去年 12 月开始，华北水泥发运率低于去年同期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 去年 12 月开始，中南水泥发运率高于去年同期

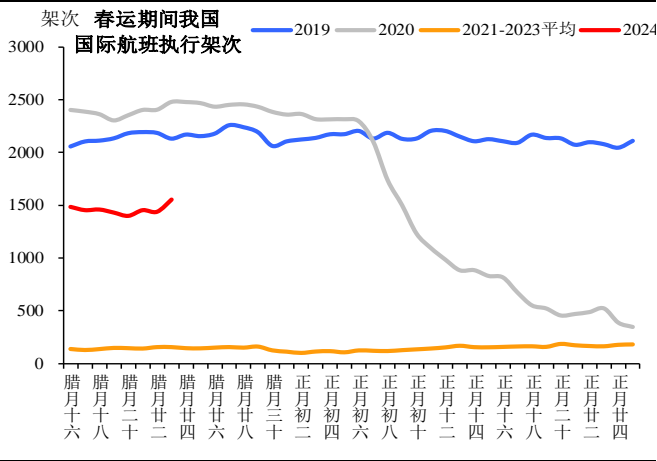


数据来源：Wind，东吴证券研究所

跨境出行快速恢复，但距 2019 年同期仍有差距，“出境游”对春节假期国内旅游、消费的“挤出”相对较小。近日我国同 23 国全面互免签证，跨境出行更加便利将带动今年春节假期“出境游”进一步恢复，春运前 7 日，我国国际航班执行架次恢复至 2019 年同期的 68.3%、2023 年同期的 8.7 倍。

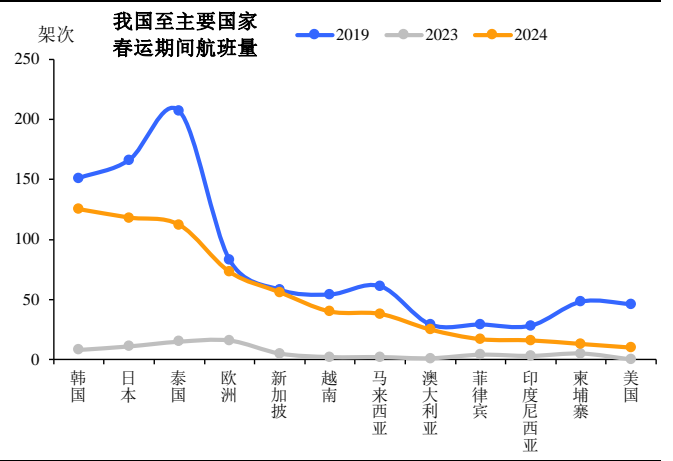
居民出境游产生的部分消费不计入社零和假期全国旅游收入，或对国内春节期间消费产生分流。但一方面，跨境旅游占我国居民消费比重低、仅为 2%-5%，另一方面，从疫后消费复苏来看，跨境旅游和国内消费对 GDP 贡献率呈明显正向关系，指向两者“互补性”相对更强；与此同时，今年春运国内跨区出行客流已超 2019 年同期水平，但跨境客流距 2019 年同期仍有差距，指向国内旅游消费修复或相较于跨境旅游消费，上述因素或使得出境游提升对国内消费的“挤出”影响相对较小。

图9：今年春运，国际航班执行架次距 2019 年仍有差距



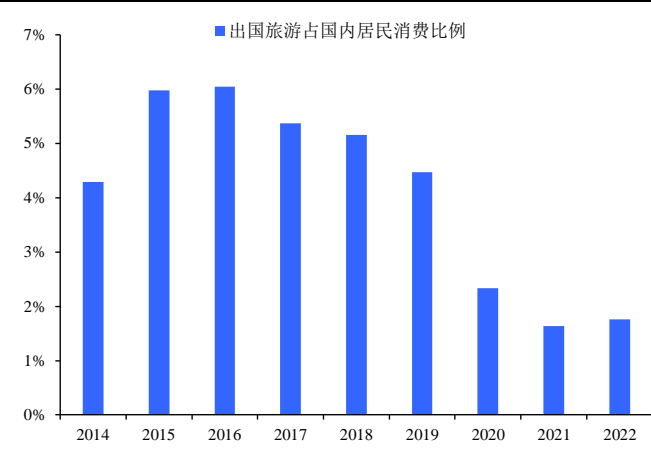
数据来源：航班管家，东吴证券研究所

图10：跨境出行目的地更多集中在东南亚、东亚国家



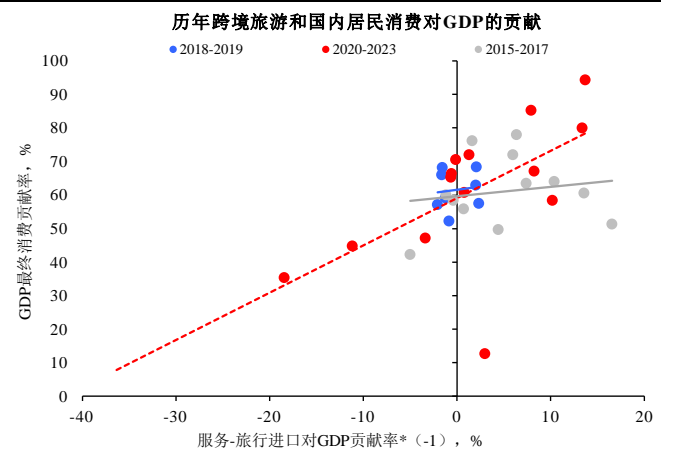
数据来源：航班管家，东吴证券研究所

图11：跨境旅游占国内居民消费的比重较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：疫后跨境旅游和消费对 GDP 贡献的同向性加强

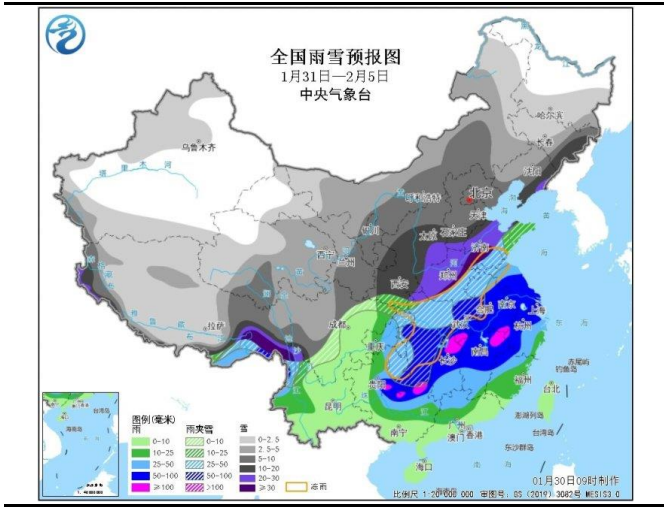


数据来源：Wind，东吴证券研究所

值得一提的是，今年春运面临较大的挑战是全国大范围雨雪凝冻天气，当前雨雪天气对客运发送节奏的影响或已显现。据中央气象台报道，1 月 31 日起，我国河南、湖北、安徽、湖南等多地有大范围雨雪冰冻天气过程。春运期间，低温雨雪冰冻天气或对公路、铁路、民航带来一定影响；从春运客流发送实际情况来看，全社会跨区人员流量

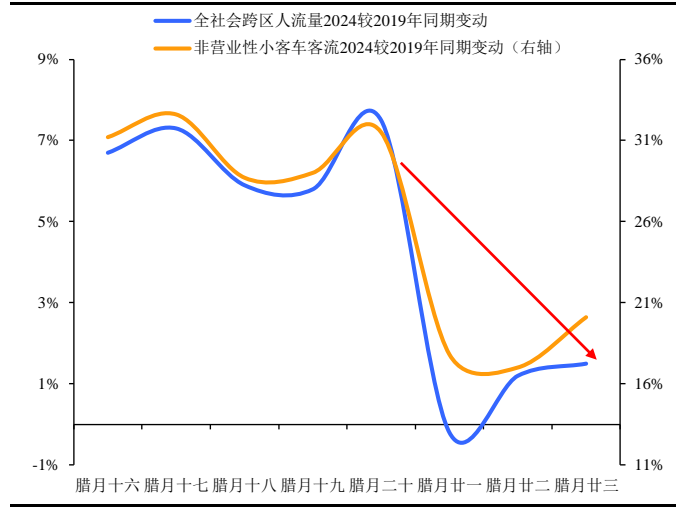
同比增速已明显放缓,较 2019 年同比增速由 1 月 30 日的 7.5%回落至 2 月 2 日的 1.5%。

图13: 今年春运将遇大范围雨雪凝冻天气



数据来源：中央气象台，东吴证券研究所

图14: 1月30日开始，全社会跨区人流同比快速回落

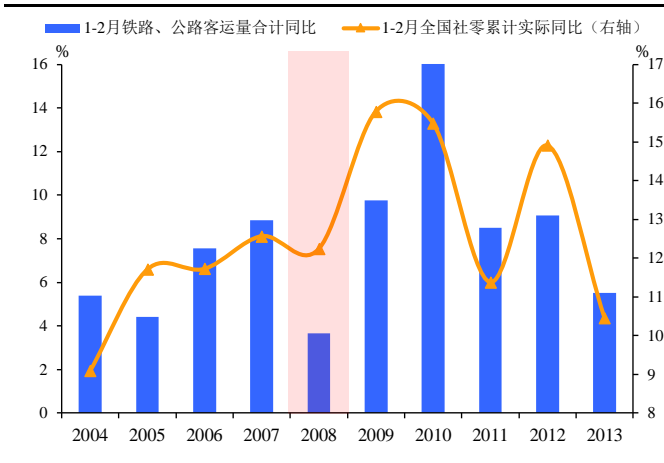


数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

回溯过往，雨雪低温天气对总体消费冲击或较为有限，天气干扰或更多影响居民消费节奏。2008年春节的雨雪冰冻天气范围广、强度大、持续时间长，直接影响期间客流发送，2008年1-2月我国铁路、公路客运量合计同比为3.7%、明显低于其他年份；相较之下，冰冻天气对居民消费的冲击相对有限，2008年1-2月全国社零累计实际同比为12.2%、较其他年份同期水平差距不大。

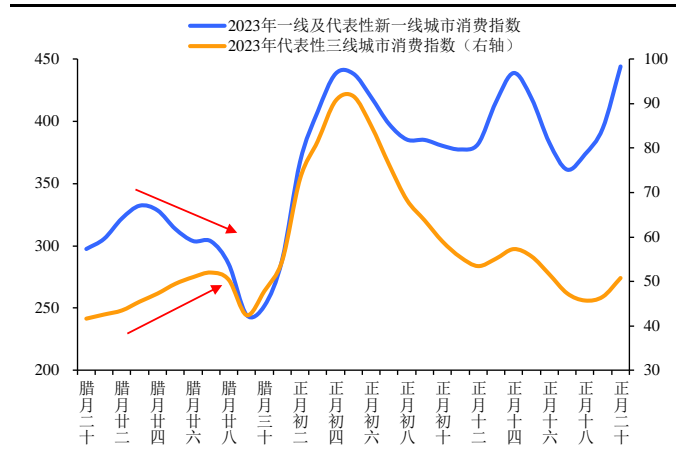
过往高频数据显示，春运开始至春节期间，春运人口迁出的高线城市居民消费回落、春运人口迁入的低线城市居民消费提升；大范围雨雪天气或提升部分地区出现交通管制风险，导致客运、货运等交通运输节奏滞后，进而影响春运至春节期间居民消费节奏。

图15: 2008年1-2月客运量偏低,但社零同比降幅较小



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图16: 春运期间，高线城市消费回落，低线城市提升

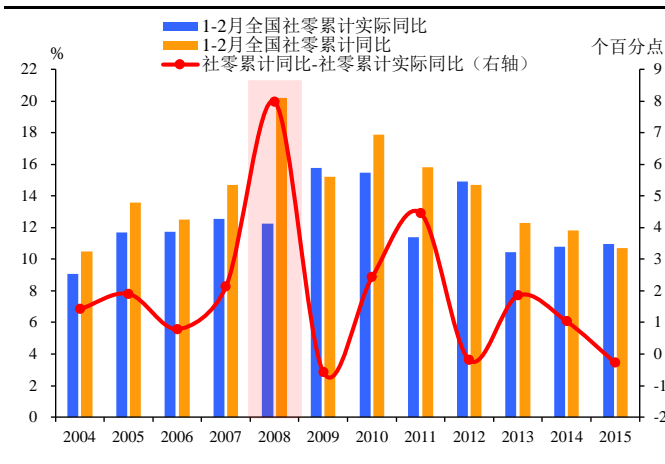


数据来源：iFind，东吴证券研究所

相较之下，2008年春节雨雪天气更大影响在于价格端，期间物价全面上涨。2008年1-2月全国社零累计实际同比较其他年份同期水平差距不大，但社零与实际社零同比差值高达8个百分点、远高于其他年份，期间CPI快速提升，说明当时低温极端天气对消费的影响更多集中在物价水平的提高。

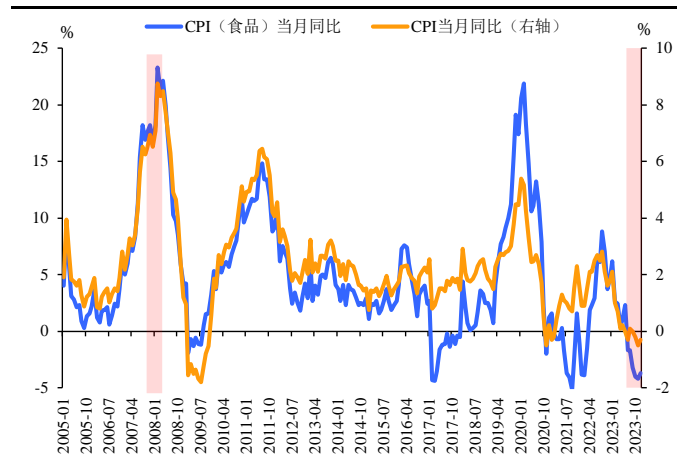
不同过往，今年极端天气持续时间短、保通保畅机制改善、总体需求相对偏弱、价格低位运行等背景下，今年春运天气因素对价格端的冲击或相对可控。对比来看，一方面，今年春运期间雨雪冰冻天气持续时间、冰冻范围不及2008年，另一方面，当前我国交运、电力、通讯等保通保畅机制进一步完善，极端天气应对能力明显加强；此外，当前总体需求相对偏弱，12月CPI同比下降0.3%、仍处于负增长区间，或共同使得今年低温极端天气对物价水平的影响相对较小。

图17: 2008年春节价格对社零表现的影响加大



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图18: 当前我国居民消费价格仍低位运行



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

风险提示

春运人流变动超预期；人流变动对消费传导不及预期等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>