

2025 年 02 月 21 日

复工偏弱的真相：400 城迁徙数据之启示

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● **事件：**2025 年节后第一、二、三周，百年建筑开复工率分别为 7.4%、23.5%、47.7%，分别低于 2024 年同期 5.6、16.4、15.2 个百分点。

● 开复工率偏弱，或主因劳务上工率拖累

在《春节海内外要闻》专题中，我们基于测算提示 2025 年返乡进度偏快、复工进度偏缓，节后复工数据则进一步证明了该判断。具体来看，节后第三周，百年建筑资金到位率 43.6%、较 2024 年同期微降 1.1 个百分点；劳务上工率相对拖累较重，节后第三周为 49.7%、较 2024 年同期下降 7.8 个百分点。区域方面，华东地区开复工率表现较好，华南、华中、西北地区则明显承压。因此，我们基于 362 城市的百度迁徙指数，从人流维度进一步厘清开复工率为何偏弱。

● 劳务输出城市“返乡强复工弱”，预计建筑业景气度或有压力

1、节后复工人流的绝对水平不低，主因节前返乡强度偏高形成一定复工缺口。节后第一周百度迁徙指数表现稍弱，但第二周以来明显改善，节后三周均值达到了 637.5，分别高出 2023、2024 年同期 1.8%、1.1%。核心原因或在于，节前返乡强度偏高导致复工存在一定缺口。我们延续此前做法，将春运 40 天分为前 15 天的返乡和后 25 天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线，截至 2 月 20 日，复工进度较 2023 年同期下降了 12.8 个百分点，较 2024 年同期下降了 8.1 个百分点。我们使用交通部数据交叉验算，数值略有差异但结论一致，截至 2 月 20 日复工进度较 2023 年同期下降了 8.4 个百分点，较 2024 年同期下降了 4.3 个百分点。

2、劳务输出城市呈现“返乡强复工弱”特征，旅游场景修复可能小幅约束复工人流。首先我们将省市分为三类，传统劳务输出城市¹、旅游城市²和其他城市，并对比其 2024、2025 年的返乡复工水平：(1)传统劳务输出城市处于散点图的左上区域，即“返乡明显强于复工”，20 城迁徙指数合计较 2024 年同期返乡增加 106.8、复工仅增加 22.8，尤其清远、周口、南阳、驻马店等较为明显；(2)旅游城市趋势线的斜率小幅走高，2025 年春节国内出游 5.01 亿人次，分别较 2019、2024 年同期增长了 26.0%、5.9%。旅游场景延续修复，可能小幅约束了复工人流，但并非开复工率走弱的主因。总体来看，预计建筑业景气度承压，基建好于房建，服务消费可能维持一定韧性。

3、此外，经济大省人员流动活跃、有望更加勇挑大梁。节后三周，人员加快流入广东、浙江、江苏等经济大省，结合劳务输出城市的复工不强（流向房建、基建），一个较为乐观的推测在于，经济大省加快推动新质生产力、吸引人才流入。

● 加强逆周期调节基调不会变

我们认为，逆周期调节基调不会改变。一是预计 2025 年经济目标或延续 5% 左右，需要政策托底。二是 2024 年中央经济工作会议明确“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，两会预计将延续这一工作基调。三是特朗普关税政策仍面临不确定性，需要扩大内需予以对冲。四是年初开工复工进度仍较缓慢，预计建筑业景气度承压，基建好于房建，服务消费维持韧性。因此，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 1-2 月经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

● **风险提示：**地产下行超预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《科技东风起，民企启新程——宏观经济点评》-2025.2.18

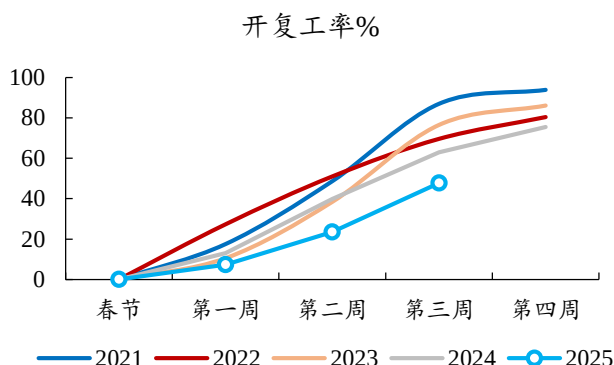
《特朗普关税政策再起新变化——宏观周报》-2025.2.16

《企业贷款有力支撑信贷“开门红”——宏观经济点评》-2025.2.15

¹ 劳务输出 20 城：茂名市、邵阳市、上饶市、信阳市、赣州市、玉林市、阜阳市、周口市、清远市、亳州市、湛江市、衡阳市、商丘市、南阳市、黄冈市、驻马店市、菏泽市、宿州市、南充市、六安市。

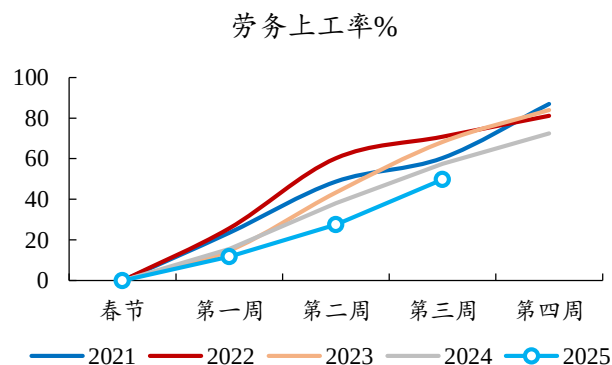
² 旅游 20 城：哈尔滨市、厦门市、青岛市、大连市、宁波市、珠海市、苏州市、无锡市、三亚市、桂林市、延安市、遵义市、黄山市、张家界市、承德市、秦皇岛市、昆明市、丽江市、乐山市、大理白族自治州。

附图 1：节后第三周，开复工率低于往年同期



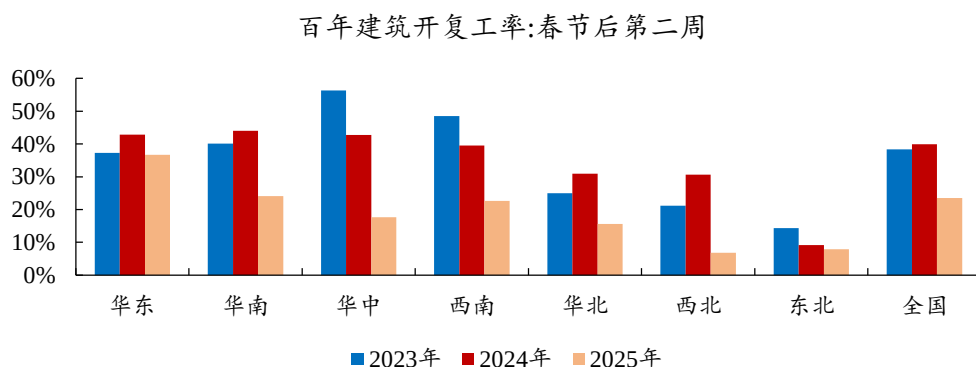
数据来源：百年建筑、开源证券研究所

附图 2：节后第三周，劳务上工率小幅加快



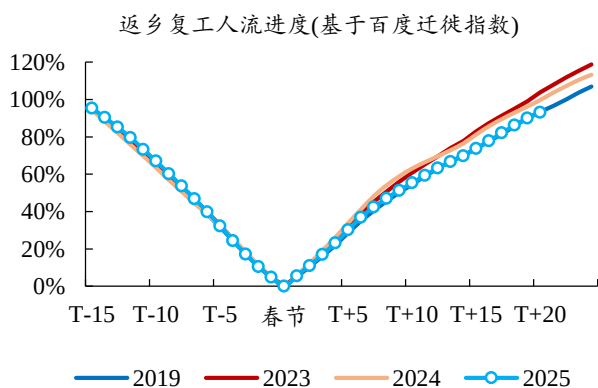
数据来源：百度建筑、开源证券研究所

附图 3：分地区来看，华南、华中、西北地区对开复工率拖累较大



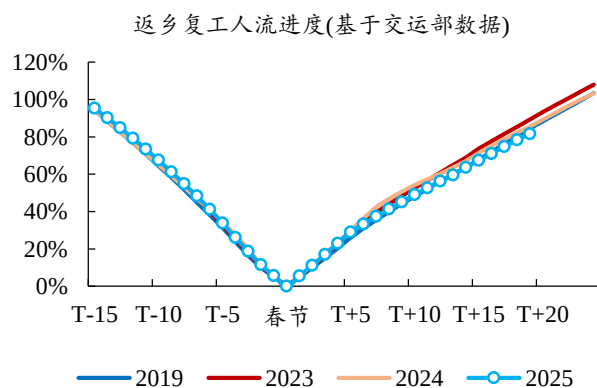
数据来源：百年建筑、开源证券研究所

附图 4：节后复工人流绝对数值不低，但返乡人流偏强导致复工仍有缺口



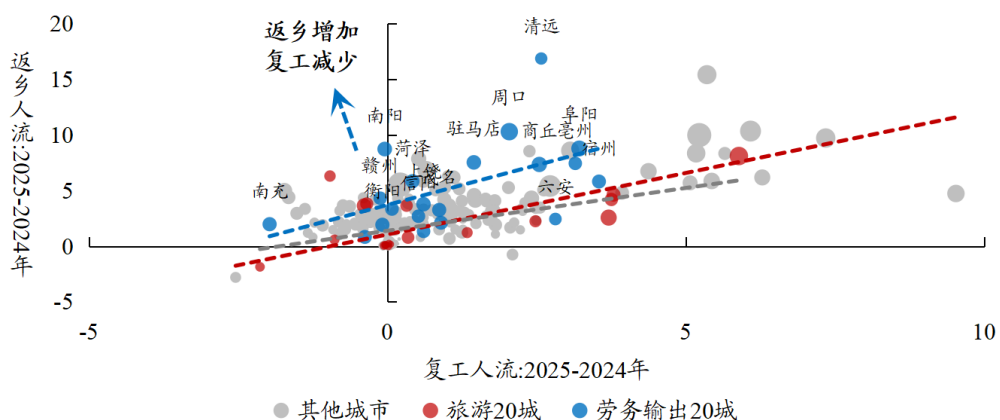
数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

附图 5：基于百度迁徙指数和交通运输部数据测算的返乡复工进度，结论大体一致



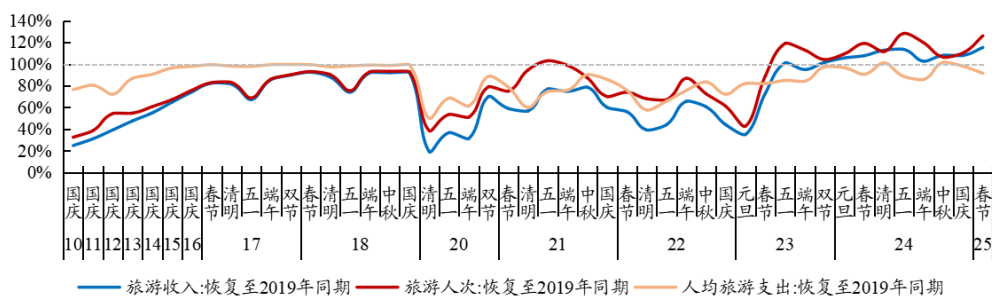
数据来源：交通部、开源证券研究所

附图 6：2025 年春节传统劳务输出城市“返乡强、复工弱”，旅游城市和其他城市相对不明显



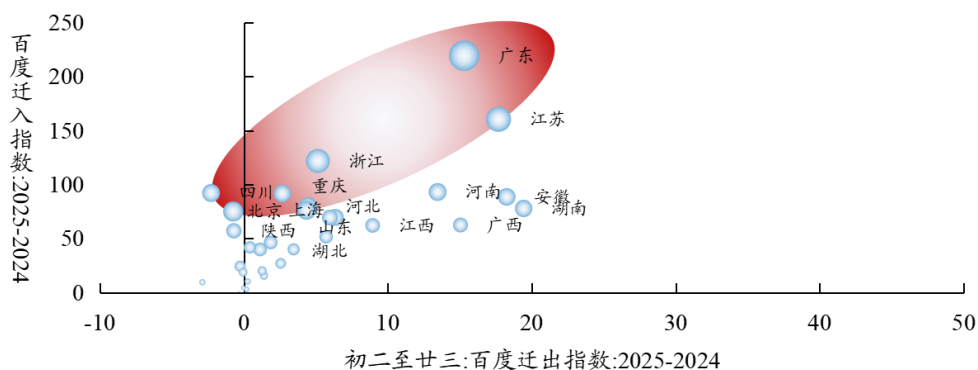
数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

附图 7：2025 年春节旅游延续复苏态势，可能小幅挤出了复工人流



数据来源：文旅部、开源证券研究所

附图 8：节后经济大省人员流动活跃，有望更加勇挑大梁



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn