

宏观深度报告 20250220

为什么节后复工偏慢：两个原因

2025 年 02 月 20 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

- **今年春运返程规模高于 2024 年。**按照交通部数据，节后 20 天的累计人员流动达到 47.5 亿人次，高于 2024 年同期的 44.3 亿人次。但这可能并不代表返程复工进度快，这是因为今年节前人口流出的规模同样高于 2024 年。
- **但更重要的是节前返乡的人里有多少人回来复工了，我们构建的“返程进度”指标低于前两年（用节后累计流动人次除以节前 15 天流动人次）。**截至正月二十（2.17），今年返程进度为 140.8%，2024 年和 2023 年为 142.5%和 147.2%。
- **区分城市和流动方向来看，今年一二线城市返程进度都慢于前两年，但二线城市缺口更大。**从百度迁徙的人口净流入来看，今年截至正月二十（2.17）4 个一线城市返程进度为 84.7%，35 个二线城市为 107%，都低于前两年水平，一线城市 23 和 24 年同期平均为 93.8%，二线平均为 126.6%。
- **从交通拥堵指数来看，今年节后拥堵程度低于往年，可以验证前面观点，虽然返程人流量更多，但返程进度不如往年。**截至正月二十（2.17），一二线城市拥堵指数分别为 1.55、1.45，低于 2024 年的 1.63 和 1.51。跟平时拥堵状况相比，一线城市恢复了 89.3%，二线城市恢复到了 93.7%。
- **节后复工偏慢的两个解释：一是地方政府下调财政收入和投资目标，资金压力制约建筑业复工。**根据百年建筑的调研数据，截至 2 月 13 日（农历正月十六），全国 13532 个工地开工率为 23.5%，低于 2024 年同期的 39.9%。资金到位情况不及预期是复工偏慢的主要原因之一，地方性施工企业资金压力依然较大，部分项目缺少一定的启动资金。
- **从地方规划来看，大多省份调低了 2025 年的财政收入和投资增长目标，财政压力仍然是约束投资增长的主要因素。**一般公共预算收入方面，19 个可比省份中，有 15 个地区下调了财政收入目标、4 个持平。固定资产投资方面，16 省份平均投资目标从 7.50%下调至 6.88%，大约下调了 0.6 个点。另一方面，2024 年投资目标没有实现的省份，更倾向于下调 2025 年目标（图表 15）。
- **二是今年服务业相对弱于工业，带来的就业复工偏少。**前两年春节前后，服务业强于工业；今年受到以旧换新、抢出口等影响，工业强于服务业。服务业方面，今年春节期间全国服务消费行业日均销售收入同比增长 12.3%，而 2024 年增速是 52.3%；工业方面，今年节后 20 天整车货运指数平均为 66.5，而 2024 年仅为 58.0。工业走强、服务业走弱，但工业就业人数不到服务业的三分之一，带来的就业复工没有前两年那么多，生产结构的变化对返程复工影响也较大。
- **风险提示：**（1）天气变化可能影响复工。2025 年春节后多地遭遇寒潮、雨雪冰冻等极端天气，部分地区因道路结冰导致物流受阻。此外，春季冷暖交替频繁（如广东“回南天”加速化学品挥发），也对施工有一定影响；（2）一季度经济增速如不及预期或加速基建投资、加快复工。若一季度 GDP 增速低于目标，政府可能通过加快基建投资加快施工来扩大有效需求。需关注政策落地节奏与资金到位效率的匹配度；（3）交通数据口径差异。交通部统计数据和百度迁徙等数据口径差别较大，两者差异可能导致企业对复工进度产生误判，可能对结论带来一定影响。

相关研究

《美国 24Q4 居民信贷状况小幅恶化》

2025-02-20

《从全球价值链洞察对华关税影响》

2025-02-19

内容目录

1. 今年节后返程进度慢于前两年	4
1.1. 今年春运返程规模高，但“返程进度”慢于前两年	4
1.2. 二线城市返程进度通常快于一线	5
2. 为什么今年节后复工偏慢？	7
2.1. 下调财政和投资目标，资金制约建筑业复工	7
2.2. 今年服务业弱于工业，带来的就业复工偏少	9
3. 风险提示	11

图表目录

图 1: 今年春运跨区域人员流动的整体规模高于 2024 年.....4

图 2: 跨区域人员流动的“返程进度”4

图 3: 今年铁路客运的整体规模高于 2024 年.....5

图 4: 铁路客运的“返程进度”5

图 5: 百度迁徙全国人员流动规模.....5

图 6: 百度迁徙数据的“返程进度”5

图 7: 百度迁徙一线城市净流入规模.....6

图 8: 百度迁徙一线城市的“返程进度”6

图 9: 百度迁徙 35 个二线城市净流入规模.....6

图 10: 百度迁徙 35 个二线城市的“返程进度”6

图 11: 一线城市拥堵恢复到 89.3%7

图 12: 35 个二线城市拥堵恢复到 93.7%7

图 13: 建筑工地开复工率低于往年.....8

图 14: 2024 和 2025 年部分省份财政收入目标增速.....9

图 15: 2024 投资目标实现情况决定 2025 年目标设定.....9

图 16: 整车货运物流指数显示工业生产强于 2024 年.....10

1. 今年节后返程进度慢于前两年

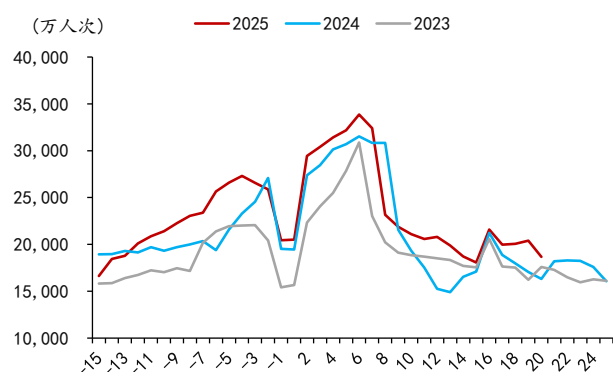
1.1. 今年春运返程规模高，但“返程进度”慢于前两年

今年春运返程规模高于 2024 年。按照交通部数据，节后 20 天的累计人员流动达到 47.5 亿人次，高于 2024 年同期的 44.3 亿人次。但这可能并不代表返程复工进度快，这是因为今年节前人口流出的规模同样高于 2024 年，节前 15 天跨区域人员流动达到 33.7 亿人次，2024 年同期只有 31.1 亿。

因此，更重要的是节前返乡的人里有多少人回来复工了，我们构建的“返程进度”指标低于前两年。我们用节后累计流动人次除以节前总流动人次，得到“返程进度”指标。交通部口径的春运数据从节前 15 天开始统计，因此通常在正月十五前后超过 100%，据此我们得到两个结论：**第一，今年返程进度慢于前两年。**截至正月初九（2024 年是初九开始上班），今年复工进度为 75.5%，低于 2024 年的 80.7%；截至正月二十（2.17），今年返程进度为 140.8%，2024 年和 2023 年为 142.5%和 147.2%。**第二，铁路代表的长途跨省返程要弱于总返程。**从铁路客运的“返程进度”指标来看，今年正月初九为 63.1%，低于 2024 年的 64.8%；正月二十为 139.5%，2024 年和 2023 年分别为 142.5%和 173.2%。

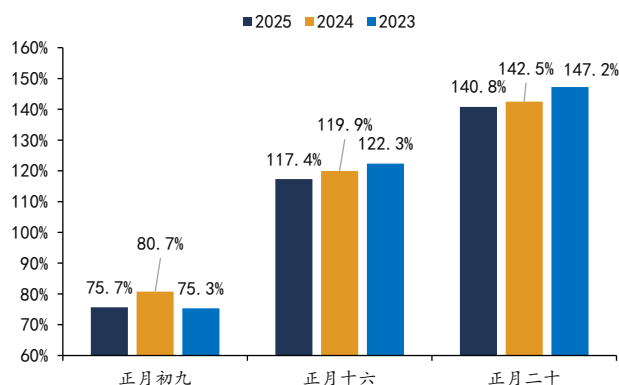
从百度迁徙数据所刻画的全国人员流动情况来看，节后复工进度也低于前两年。由于百度迁徙数据比交通部春运数据时间更长，我们可以用节后累计流动人次除以节前 20 天总流量得到“返程进度”指标，相比交通部数据的分母延长 5 天。截至正月二十（2.17），今年返程进度为 140.8%，2024 年和 2023 年为 142.5%和 147.2%。

图1：今年春运跨区域人员流动的整体规模高于2024年



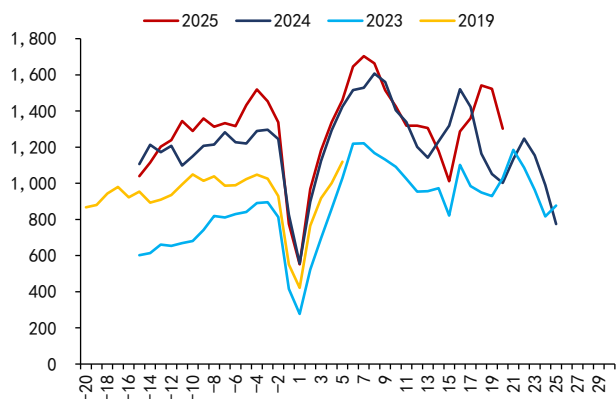
数据来源：CEIC，东吴证券研究所；注：横轴为日期，其中-1是除夕、1是正月初一，以此类推

图2：跨区域人员流动的“返程进度”



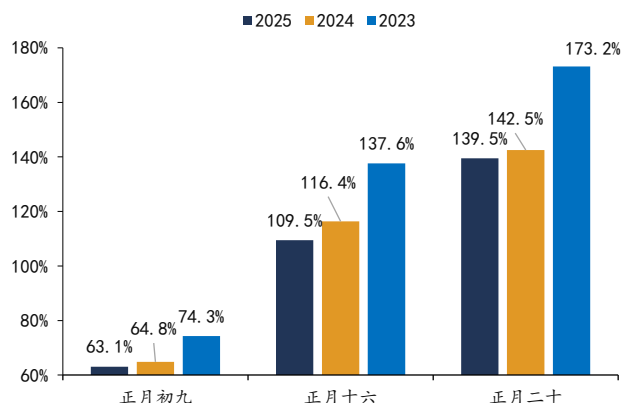
数据来源：CEIC，东吴证券研究所；注：节后累计人员流动/节前15天总流量

图3: 今年铁路客运的整体规模高于 2024 年



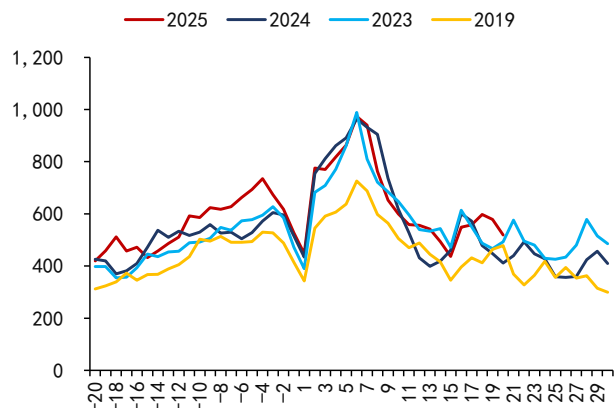
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所; 注: 横轴为日期, 其中-1 是除夕、1 是正月初一, 以此类推

图4: 铁路客运的“返程进度”



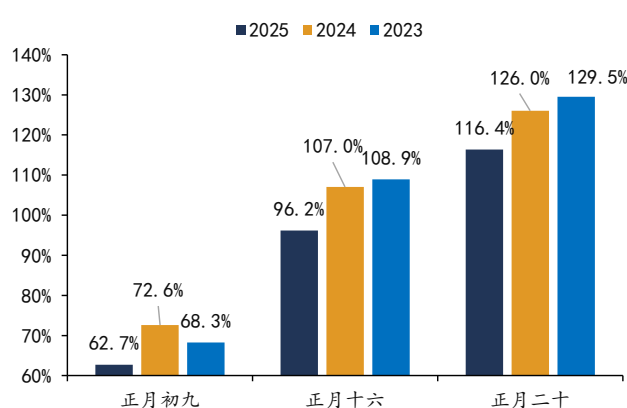
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所; 注: 节后累计人员流动/节前 15 天总流量

图5: 百度迁徙全国人员流动规模



数据来源: 百度迁徙, 东吴证券研究所; 注: 横轴为日期, 其中-1 是除夕、1 是正月初一, 以此类推

图6: 百度迁徙数据的“返程进度”



数据来源: 百度迁徙, 东吴证券研究所; 注: 节后累计人员流动/节前 20 天总流量

1.2. 二线城市返程进度通常快于一线

分城市来看, 二线城市返程进度要快于一线, 这是每年常态, 但今年二者差距缩小。

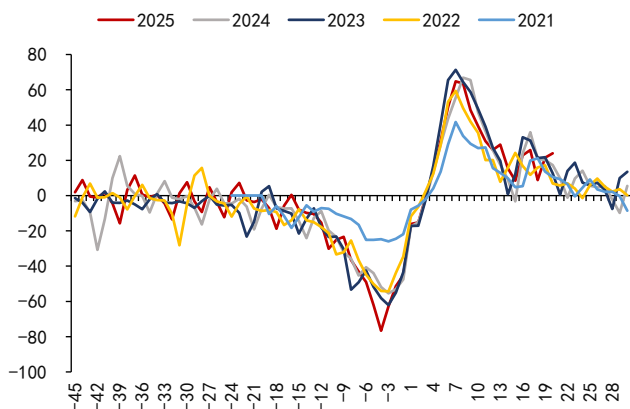
从时间线来看, 二线城市返程开启的时间一般比一线城市早。过去 3 年, 我们统计的 35 个二线城市¹平均从正月初二开始返程, 这一天开始人口净流入由负转正; 而 4 个一线城市平均从正月初三才开始出现人口净流入, 比二线城市晚一天。

今年一二线城市返程进度都慢于前两年, 但二线城市缺口更大。从百度迁徙的人口净流入来看, 今年截至正月二十 (2.17) 4 个一线城市返程进度为 84.7%, 35 个二线城市

¹ 4 个一线城市是北上广深, 这里统计的 35 个二线城市包括重庆+天津+26 个省会城市 (除广州外)+4 个计划单列市+苏州、东莞、佛山

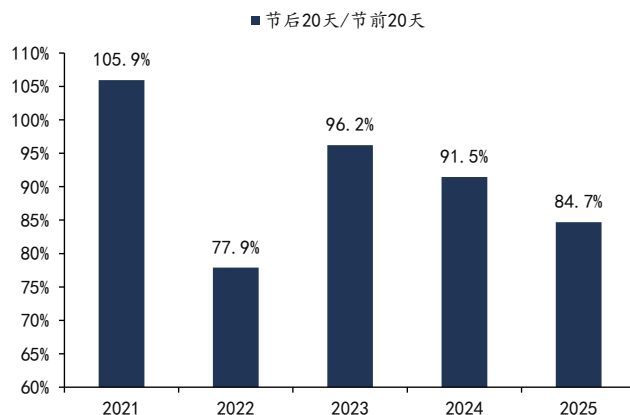
市为 107%，都低于前两年水平，一线城市 23 和 24 年同期平均为 93.8%，二线平均为 126.6%。跟前两年相比，二线城市缺口更大，一二线城市差距在缩小。

图7：百度迁徙一线城市净流入规模



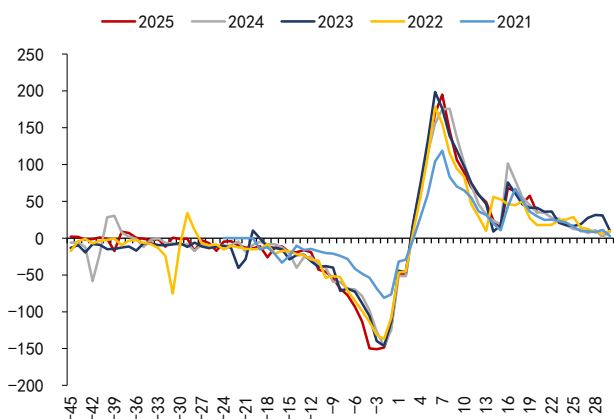
数据来源：百度迁徙，东吴证券研究所；注：横轴为日期，其中-1是除夕、1是正月初一，以此类推

图8：百度迁徙一线城市的“返程进度”



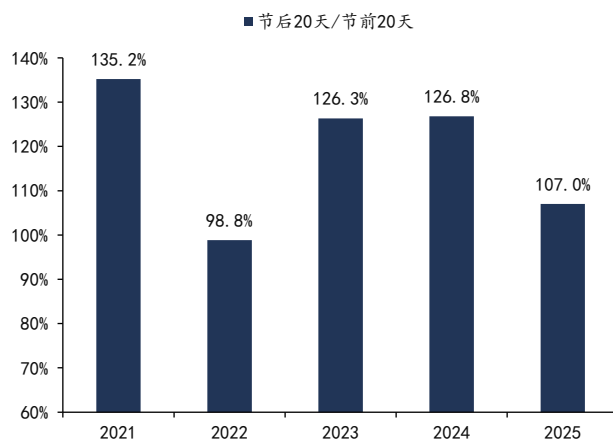
数据来源：百度迁徙，东吴证券研究所；注：节后20天净流入/节前20天净流出

图9：百度迁徙35个二线城市净流入规模



数据来源：百度迁徙，东吴证券研究所；注：横轴为日期，其中-1是除夕、1是正月初一，以此类推

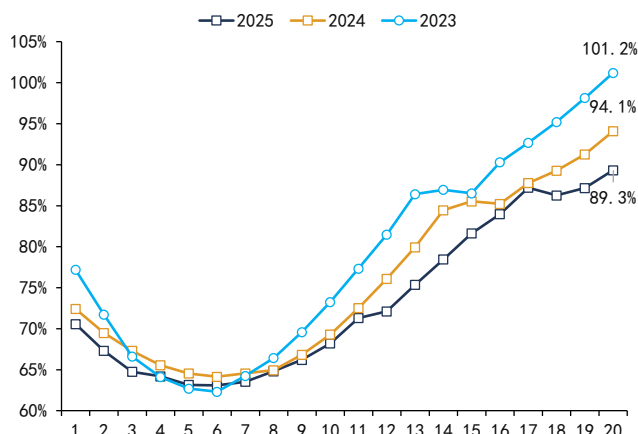
图10：百度迁徙35个二线城市的“返程进度”



数据来源：百度迁徙，东吴证券研究所；注：节后累计人员流动/节前20天总流量

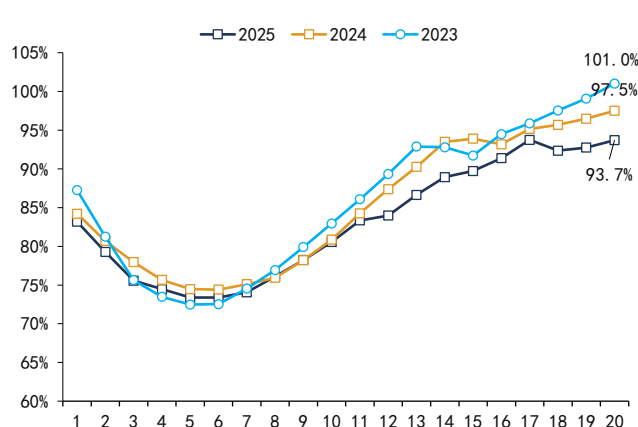
从交通拥堵指数来看，今年节后拥堵程度低于往年，可以验证前面观点，虽然返程人流量更多，但返程进度不如往年。截至正月二十（2.17），一二线城市拥堵指数分别为 1.55、1.45，低于 2024 年的 1.63 和 1.51。跟平时拥堵状况相比，一线城市恢复了 89.3%，二线城市恢复到了 93.7%。

图11：一线城市拥堵恢复到 89.3%



数据来源：iFind，东吴证券研究所；注：横轴为日期，其中1是正月初一、2是初二，以此类推；拥堵恢复进度=正月二十拥堵指数/历史平均拥堵

图12：35个二线城市拥堵恢复到 93.7%



数据来源：iFind，东吴证券研究所；注：横轴为日期，其中1是正月初一、2是初二，以此类推；拥堵恢复进度=正月二十拥堵指数/历史平均拥堵

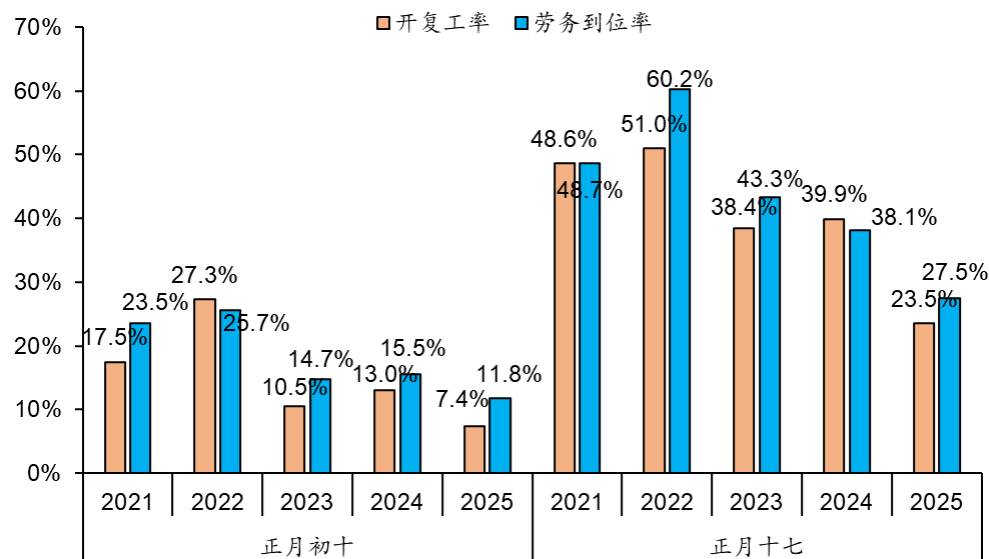
2. 为什么今年节后复工偏慢？

2.1. 下调财政和投资目标，资金制约建筑业复工

对于建筑业而言，资金约束较大。根据百年建筑的调研数据，截至2月13日（农历正月十六），全国13532个工地开复工率为23.5%，低于2024年同期的39.9%；劳务上工率27.5%，低于2024年同期的38.1%；资金到位率35.0%，农历同比减少²。根据百年建筑调研，资金到位情况不及预期是复工偏慢的主要原因之一，地方性施工企业资金压力依然较大，部分项目缺少一定的启动资金。

² 百年建筑解读：2025年春节后工地开复工调研报告（第二期）

图13: 建筑工地开复工率低于往年



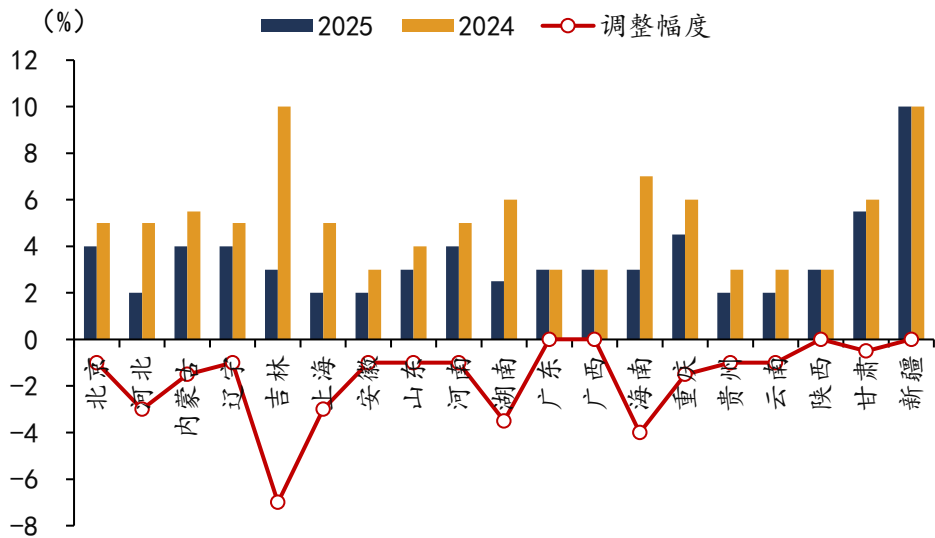
数据来源: 百年建筑网, 东吴证券研究所; 注: 2025 年是正月十六

为何今年建筑业复工仍受资金约束呢?我们发现, 5 年 10 万亿化债改善地方财政现金流, 从而改善投资的逻辑尚未兑现, 从地方规划来看, 大多省份调低了 2025 年的财政收入和投资增长目标, 财政压力仍然是约束投资增长的主要因素。

从财政收入目标来看,由于有效需求不足、房地产调整、PPI 同比负增长等因素对税收收入带来一定拖累, 大部分地区对一般公共预算收入增速的态度没有 2024 年乐观, 19 个可比省份中, 有 15 个地区下调了收入目标、4 个持平。其中部分省份调整幅度较大, 将一般公共预算收入目标从 10% 下调至 3%。

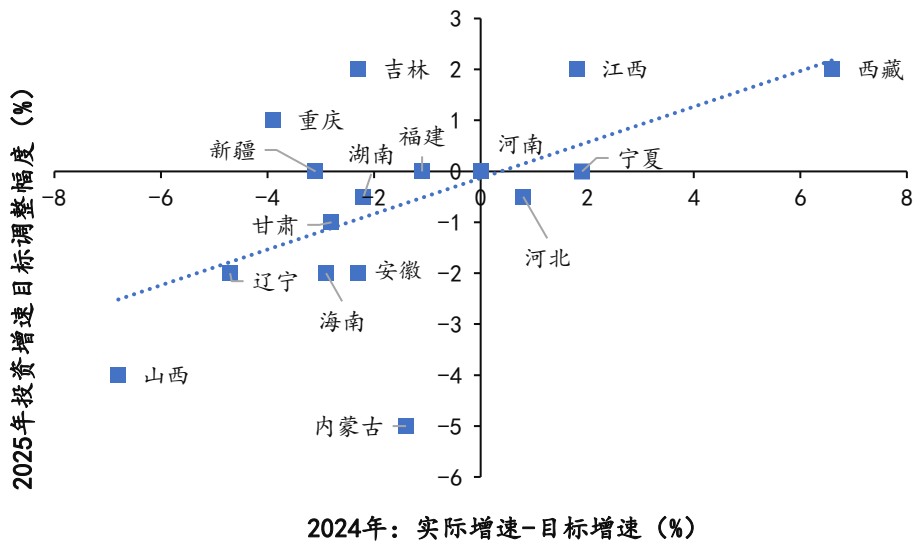
2025 年大部分省份谨慎设定投资目标, 并且 2024 年目标没有实现的省份, 2025 年下调幅度更大。16 个可比省份中, 8 地下调了 2025 年投资目标, 4 地持平, 只有吉林、江西、重庆、西藏 4 地上调目标。按照算术平均来看, 16 省份平均投资目标从 7.50% 下调至 6.88%, 大约下调了 0.6 个点。另一方面, 2024 年投资目标没有实现的省份, 更倾向于下调 2025 年目标, 如图表 15。

图14：2024 和 2025 年部分省份财政收入目标增速



数据来源：CEIC，东吴证券研究所；注：这里仅考虑 24 和 25 连续两年都披露目标的省份

图15：2024 投资目标实现情况决定 2025 年目标设定



数据来源：CEIC，东吴证券研究所；注：这里仅考虑 24 和 25 连续两年都披露目标的省份

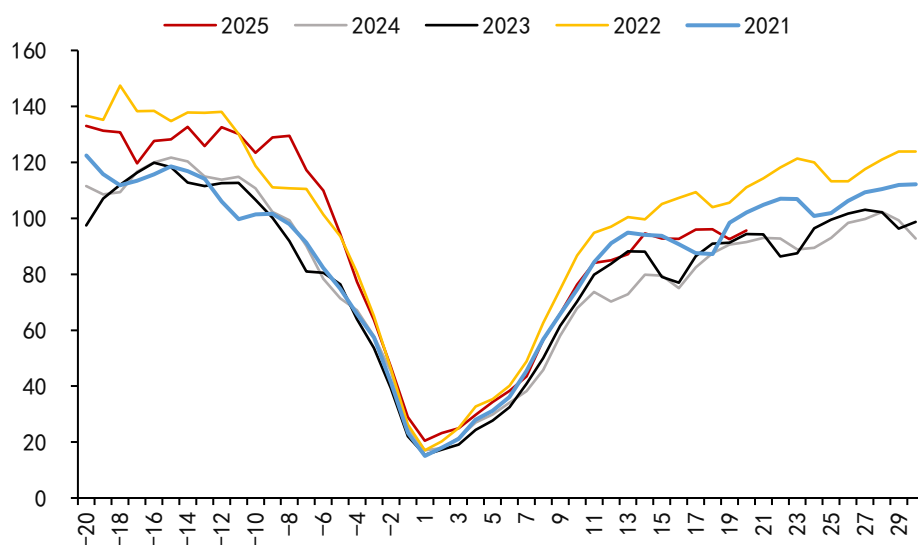
2.2. 今年服务业弱于工业，带来的就业复工偏少

前两年春节前后，服务业强于工业；今年受到以旧换新、抢出口等影响，工业强于服务业，而工业就业人数不到服务业的三分之一，带来的就业复工没有那么多。生产结构的变化对返程复工影响也较大。

节后工业受到抢出口、以旧换新的影响，生产强劲。从货运来看，今年节后 20 天整车货运指数平均为 66.5，而 2024 年仅为 58.0。货运是工业的血脉，更高的货运指数意味着更多的原材料和产品运输，也意味着更强的工业生产。另一方面，从出口货运来看，由于抢出口的影响，今年 1 月中国发往美国的集装箱发货量同比增长 9%³。

相比之下，今年春节期间服务业增速低于 2024 年。国家税务总局利用增值税发票数据，统计了各行业的销售收入增长情况。今年春节，全国服务消费行业日均销售收入同比增长 12.3%⁴，而 2024 年增速是 52.3%⁵。

图16：整车货运物流指数显示工业生产强于 2024 年



数据来源：新华财经，东吴证券研究所

³ [亚洲 1 月发往美国的集装箱运输量增长 13%](#)

⁴ [国家税务总局发布最新增值税发票数据](#)

⁵ [增值税发票数据显示：春节假期服务消费火热 旅游住宿餐饮服务消费快速增长](#)

3. 风险提示

(1) 天气变化可能影响复工。2025 年春节后多地遭遇寒潮、雨雪冰冻等极端天气，部分地区因道路结冰导致物流受阻。此外，春季冷暖交替频繁（如广东“回南天”加速化学品挥发），也对施工有一定影响。

(2) 一季度经济增速如不及预期或加速基建投资、加快复工。若一季度 GDP 增速低于目标，政府可能通过加快基建投资加快施工来扩大有效需求。需关注政策落地节奏与资金到位效率的匹配度。

(3) 交通数据口径差异。交通部统计数据 and 百度迁徙等数据口径差别较大，两者差异可能导致企业对复工进度产生误判，可能对结论带来一定影响。

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>