# 信心比黄金重要，那信心从哪来？

## ——从 2026 年诺奖的“预期”理论说起

邓燕飞

浙江财经大学经济学院

2026 年 11 月 10 日

# 开场互动：确信明天会更好，今天会怎么做？

- **场景 A**：签了一份稳定的好工作，逛街看到心仪的电子产品，你会怎么做？
- **场景 B**：觉得明年可能降薪或裁员，哪怕卡里有几万块，路过商场又会怎么做？

决定你今天怎么花的，不是这 1 万元本身，而是你对“未来总收入”的判断。这个判断，就是**预期**；判断之后有积极的行动倾向，就是**信心**。

# 2026 诺奖：预期为什么重要

2026 年诺贝尔经济学奖授予 Robert E. Hall 与 Michael Woodford，表彰他们“为宏观经济稳定政策奠定微观经济学基础”。

- **Hall 看家庭**：消费盯“未来一辈子能挣多少”，因此**向前看**；只有**新消息**才改变消费。
- **Woodford 看央行**：央行调利率，真正起作用的是让公众相信**未来利率和物价怎么走**；零利率下，靠**可信的承诺**压低实际利率。

预期是连接家庭、企业和央行的桥梁。怎么搭、怎么稳，是本讲要结合中国讲清的问题。

# 现象：工资涨了，消费也涨了？

中国 2026 年前三季度数据（名义同比，来源：国家统计局）。

**收入端**

工资性收入 **+5.3%**
经营净收入 **+6.6%**
转移净收入 **+5.7%**

**消费端**

食品烟酒 **+4.5%**
教育文娱 **+4.6%**
生活用品及服务 **+4.7%**

表面看，工资涨、消费也涨，好像“当期收入决定当期消费”。但诺奖研究说：决定消费的是**未来收入**。矛盾在哪？

# 解开矛盾：看结构

**收入结构**：工资涨 5.3%，但**财产净收入只涨 1.6%。**
**消费结构**：**小钱在涨**（食品 4.5%、文娱 4.6%），**大钱在等**（居住 1.9%、医疗 2.3%）。

大件消费金额大、花出去收不回，要看“未来一辈子收入”才敢下手；小钱花错了不心疼，工资涨了就敢花。

资产端几乎不动，家庭对未来总收入没底，于是“**小钱敢花、大钱不敢**”。这不是不理性，恰恰是理性的跨期选择。

# Hall：消费是向前看的，所以“变”不可预测

家庭安排消费的最优条件：

$$U'(C_t) = \beta(1+r)\,\mathbb{E}_t\,U'(C_{t+1})$$

- 左边：今天多花一单位的边际效用；右边：留到明天花的预期边际效用（含利息）。最优时两者相等。
- Hall 的基准假设（二次效用、$r = \beta$、无借贷约束）下，简化为 $C_t = \mathbb{E}_t C_{t+1}$。
- 含义：今天消费已包含对未来的全部判断；明天相对今天的变化，只能来自**新消息**。

这是**特定假设下的推论**，不是“向前看就一定不可预测”的普遍规律。Hall 的贡献是把 Friedman 的“永久收入”变成可检验的命题。

# 与 Lucas 岛国模型同构：只有意外才有实际效果

- **Lucas (1972)**：岛上的人分不清本地小波动和全国货币大波动，只有**没预料到的**货币变化才影响产出。
- **Hall (1978)**：消费路径已包含对未来的全部判断，只有新消息才改变消费。

两者结构相同：**能预料到的部分没有实际效果，只有意外才有。**
真正改变经济的，是没想到的那部分。

# 从家庭到总需求：动态 IS 方程（DIS）

把家庭跨期选择加总，假设“生产多少就消费多少”：

$$\tilde{y}_t = \mathbb{E}_t\{\tilde{y}_{t+1}\} - \frac{1}{\sigma}(i_t - \mathbb{E}_t\{\pi_{t+1}\} - r_t^n)$$

**今天的产出缺口**取决于——

- 大家**预期明天**的产出缺口；
- 今天的**实际利率**比“自然利率”高还是低：高了多存少花，缺口往下走。

# DIS 向前迭代：信心就是“未来利率路径”的预期

反复向前代入：

$$\tilde{y}_t = -\frac{1}{\sigma}\mathbb{E}_t \sum_{k=0}^{\infty} \left(r_{t+k} - r^n_{t+k}\right), \quad r_{t+k} = i_{t+k} - \pi_{t+k+1}$$

影响今天消费的，不只是今天的降息，更是**对未来长期利率的判断**。这是“前瞻指引”的理论依据——前提是**承诺可信、预期能稳住**。

**落到本讲主题**：家庭“不敢花大钱”，不是今天利率不够低，而是对未来收入和利率路径没底。所谓“信心”，在 DIS 里就是这一串预期。

# 企业定价：价格粘性迫使企业看远

垄断竞争下，企业希望相对价格随产出缺口上升：$p_t^* = p_t + \alpha\, y_t$。

价格有粘性（Calvo, 1983）：每期只有一部分企业能调价，今天能调价的企业把新价格定为**未来合意价格的加权平均**：

$$p_t^{\diamond} = (1-\theta)\sum_{j=0}^{\infty} \theta^j\, \mathbb{E}_t\, p_{t+j}^*$$

- $\theta$：本期不能调价的概率；$\theta$ 越接近 1，价格越粘。
- 权重 $(1-\theta)\theta^j$：这笔价格第 $j$ 期还“有效”的概率。

不是假设企业有远见，而是**今天定的价可能管很多期**。这就是“价格粘性 $\Rightarrow$ 企业必须向前看”。

# 新凯恩斯菲利普斯曲线（NKPC）

$$\pi_t = \beta \mathbb{E}_t\{\pi_{t+1}\} + \kappa \tilde{y}_t$$

**今天的通胀**取决于——

- 大家**预期明天**的通胀；
- 今天的**产出缺口**（经济越热，通胀越高）。

反复向前代入：$\pi_t = \kappa \mathbb{E}_t \sum_{k=0}^{\infty} \beta^k \tilde{y}_{t+k}$。

当前通胀 = 未来所有产出缺口的**预期之和**。预期物价往下走，今天就少花，物价真的往下走——这就是“**预期自我实现**”。

# DIS+NKPC：一个完整的经济体

$$\text{DIS}: \tilde{y}_t = \mathbb{E}_t\{\tilde{y}_{t+1}\} - \frac{1}{\sigma}(i_t - \mathbb{E}_t\{\pi_{t+1}\} - r_t^n)$$

$$\text{NKPC}: \pi_t = \beta\mathbb{E}_t\{\pi_{t+1}\} + \kappa\tilde{y}_t$$

- 实际利率低 $\rightarrow$ 大家多花 $\rightarrow$ 产出高；产出高 $\rightarrow$ 通胀高。
- 两个方程要**一起解**：利率影响产出，产出影响通胀，通胀又通过预期影响利率。

两者都**向前看**，所以央行真正能影响的不是今天某一个利率点，而是**公众对未来利率路径的预期**。但两个方程、三个未知数，系统还闭合不了。

# 为什么还要加一条利率规则?

必须再加一条规则，最常用的是**泰勒规则**：

$$i_t = r_t^n + \pi^\star + \phi_\pi(\pi_t - \pi^\star) + \phi_y \tilde{y}_t$$

- $\phi_\pi$：通胀每高 1 个百分点，利率加几个百分点；
- $\phi_y$：产出缺口每正 1 个百分点，利率加几个百分点；
- $r_t^n + \pi^\star$：正常情况下的利率水平。

系统要收敛，得到**泰勒原理**：$\phi_\pi > 1$，通胀每高 1 个百分点，名义利率要加**超过** 1 个百分点。这是**简单同期规则**下的关键条件；规则看未来或有惯性，条件更复杂。

# 为什么“理论最优”做不到？

- **第一优（帕累托最优）**要求价格完全灵活、没有垄断扭曲。现实做不到。
- 央行理论上可最小化福利损失 $\min \mathbb{E}_0 \sum \beta^t(\pi_t^2 + \theta \tilde{y}_t^2)$，但这个二次型有个前提：**经济在稳态时本来就是“刚刚好”的。**稳态本身有扭曲，二次型就不够用（Benigno and Woodford 2005）。
- 更麻烦的是：最优解要知道自然利率、自然产出、未来所有冲击——现实中**都测不准。**

央行真正能做的，不是解一个信息要求极高的最优控制问题，而是找一条**可观测、可沟通、公众能理解**的规则。规则越简洁，越能稳住预期。

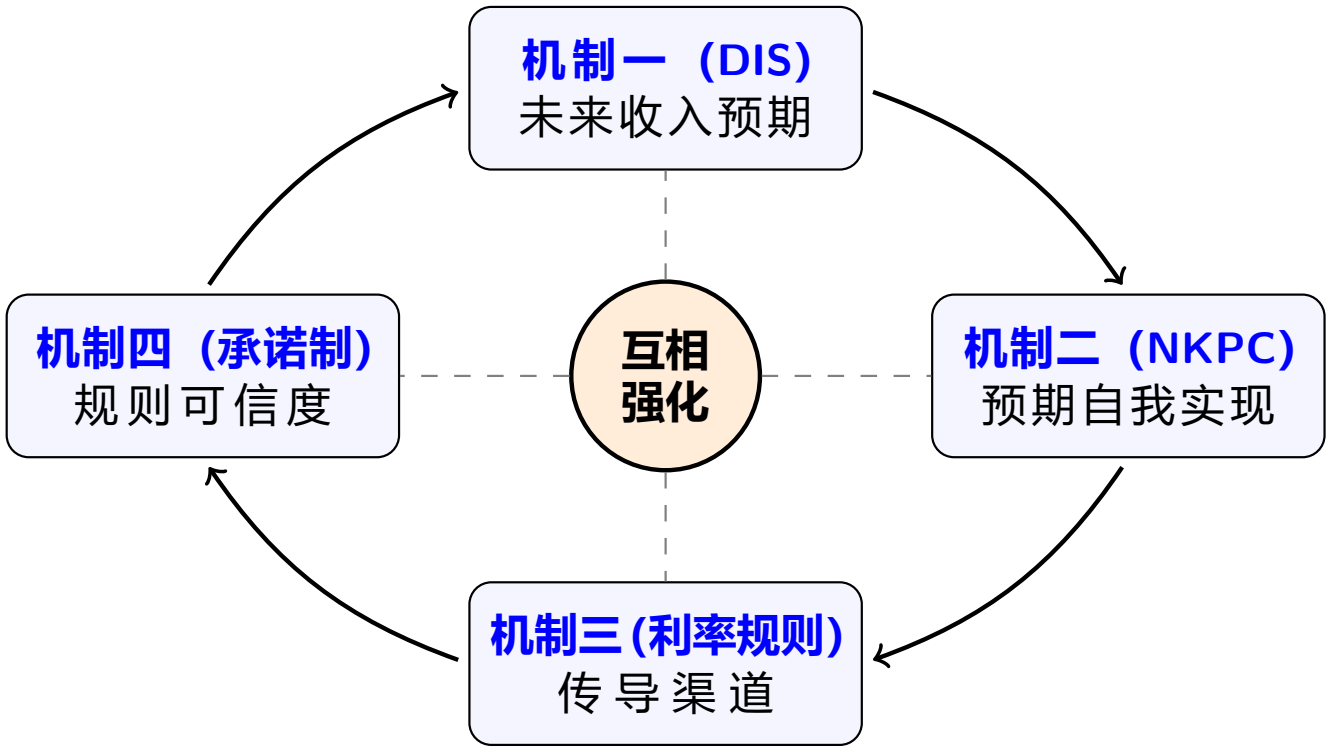
# 相机抉择 vs. 承诺：为什么“说话算数”更可信

- **相机抉择**：每期重新做“当下最优”的决定。央行有“偷偷放水”的动机；公众看久了就学会，提前涨工资、涨价格，结果**通胀偏高、产出没改善**——这就是**通胀偏差**。
- **承诺制**：央行公开承诺一条规则并约束自己，公众相信，预期就锚住，通胀偏差消失。

**前瞻指引**是承诺制的延伸：零利率下承诺“未来很长一段时间不加息”。公众相信，**当前的实际利率就下降**，刺激现在的消费——这是 DIS 向前迭代式的逻辑。

**落到本讲主题**：信心不是喊出来的，是**明确、可信、一致的规则**给出来的。

# 从两个方程到四个机制：一个闭环




四个机制不是并列清单，而是一个**互相强化的闭环**。下面逐条对照中国现实：先看现象，再看对应哪个机制失灵，最后看政策该修哪一环。

# 各条路径回眸一看

- **机制一（DIS → 未来收入预期）**：家庭按未来总收入决定当期消费；预期不稳，大额支出被推迟。
- **机制二（NKPC → 预期自我实现）**：通胀取决于未来产出缺口的预期；预期物价下行，今天就少花，物价真的下行。
- **机制三（利率规则 → 传导渠道）**：利率规则要能作用于实体，前提是资金沿渠道到达终端；渠道收窄，信号在途中就衰减。
- **机制四（承诺制 → 规则可信度）**：信心来自可观测、可沟通、公众能形成预期的规则；短期操作多、长期承诺少，预期锚不住。

# 中国现象：利率很低，物价不涨，货币推不动

- 2023—2025 年 GDP 平减指数连续为负，2025 年降至 $-0.96\%$；CPI 长期在 1% 以下（来源：国家统计局）。
- 2026 年 9 月企业贷款利率降至 2.96%（历史低位），社融/M2 增速 7% 以上，但人民币贷款同比少增（来源：国务院关于金融工作情况的报告）。
- 2026 届高校毕业生 1270 万人，春风行动发岗 1300 多万个；岗位不缺，缺的是匹配（来源：人社部）。

按传统 IS-LM，利率这么低，总需求应该起来。没起来，说明问题不在资金价格，而在**资金能不能到实体、家庭敢不敢花钱。**

# 结构性锁定：传导效率为什么会“自己往下走”

传导效率 $\zeta$ 不是固定的，取决于融资结构：银行信贷占比 $\lambda$、市场融资占比 $\omega$。低通胀一来，闭环这样转：

$$\zeta\downarrow \rightarrow\ \omega\downarrow \rightarrow\ \lambda\uparrow \rightarrow\ \zeta\downarrow$$

物价越低迷 $\rightarrow$ 市场融资越先撤 $\rightarrow$ 钱越回流银行、越偏爱抵押品 $\rightarrow$ 传导效率越低 $\rightarrow$ 物价更低迷。

结果：**宽货币变不成宽信用**。这不是“需求不足”的周期问题，而是**融资结构转型期的制度性特征**——旧路在收窄，新路还没通。

# 对照机制一（DIS）：收入在涨，但“未来总收入”没改善

DIS 说：决定当期消费的是**未来总收入**，不是当期工资。工资在涨，但**财产净收入几乎不动**——资产端托不住未来总收入，家庭对未来一辈子收入没底。

于是“**小钱敢花、大钱不敢**”：食品、文娱这类小额、可逆的支出还在涨；居住、医疗这类**大额、不可逆**的支出被推迟。这不是不理性，恰恰是“未来收入预期不稳时推迟不可逆支出”的最优选择。

回看关键数字：工资 **+5.3%**、财产净收入 **+1.6%**；食品 **+4.5%**、文娱 **+4.6%**，而居住 **+1.9%**、医疗 **+2.3%**。

# 对照机制二（NKPC）：预期物价下行，自己把自己变成现实

两条渠道同时在起作用：

- 家庭预期物价继续低迷，就推迟大额消费；
- 企业对未来需求预期偏弱，就减少投资和招聘；
- 对通胀更敏感的市场融资渠道率先收缩，财产性收入进一步下降，又反过来压低未来收入预期。

预期通胀下行和预期产出缺口走弱互相强化：**预期物价下行** $\rightarrow$ **今天减少支出** $\rightarrow$ **物价真的下行**。理论里的“预期自我实现”，在中国就是这条负向闭环。

# 对照机制三（传导渠道）：旧路收窄，新路未通

- **旧路收窄**：过去降息降准，主要靠银行信贷流向房地产和基建来派发信用。如今这条制度性通道在主动收窄：房地产融资转向存量维稳，基建融资受地方债务管控约束。
- **新路未通**：新兴部门最依赖市场融资（债券 + 股权）。2025 年直接融资增量占社融增量 46.9%，已高于人民币贷款的 44.7%；但这一上升主要由债券驱动，股权投资市场从 2021 年峰值 14,228.70 亿元降到 2024 年约 6,381 亿元，跌幅超过 55%。

旧路收窄、新路未通，央行发出的跨期信号在传导途中就衰减了。利率再低，也到不了真正需要资金的部门。

# 对照机制三（传导渠道）：三重新错配

- **抵押物错配**：银行看抵押物，新质企业核心资产是专利、算法、数据。
- **认知错配**：技术迭代快，信贷员“看不懂”新技术。
- **考核错配**：用工业时代的不良率考核，去套科创贷款。

三重新错配叠加旧路收窄，就是“宽货币变不成宽信用”的微观基础。

# 对照机制四（承诺制）：短期操作多，长期承诺少

承诺制的核心：信心来自**可观测、可沟通、公众能用来形成预期的规则**，不是来自单次操作。

- 短期补贴、单次降息，改变的是“当期收入”和“当期资金价格”，不改“未来总收入预期”。
- 家庭真正关心的是：未来教育、医疗、养老等大额支出能否被**稳定覆盖**；未来物价能否回到合理水平。

如果政策不能给出可信的长期承诺，家庭就继续防御性储蓄，短期刺激难以变成持续消费。短期补贴对应“相机抉择”，长期制度承诺对应“承诺制”。信心不是喊出来的，是**明确、可信、一致的规则**给出来的。

# 低通胀的风险：四个机制会互相强化

1. **机制一（DIS）**：未来总收入预期没改善，家庭继续推迟大额不可逆支出。
2. **机制二（NKPC）**：低通胀预期自我实现，物价继续走低。
3. **机制三（传导渠道）**：渠道收窄、传导衰减，宽松效果递减；名义利率下调空间有限。
4. **机制四（承诺制）**：短期操作锚不住长期预期，家庭和企业继续防御性储蓄。

四个机制不是并列的，而是**互相强化**：渠道收窄 $\rightarrow$ 传导衰减 $\rightarrow$ 预期下行 $\rightarrow$ 支出推迟 $\rightarrow$ 物价走低 $\rightarrow$ 渠道进一步收窄，并叠加**债务—通缩螺旋**。一旦形成闭环，仅靠市场自发力量难以逆转。

# 如何应对：按四个机制分别修

刚才那四条风险，对应下面四条修法，**顺序一样。**

1. **修机制一（DIS）**：恢复财产性收入；加快保障性住房制度化、医保扩面长期承诺，降低大额支出的不确定性。
2. **修机制二（NKPC）**：明确传达物价回到合理水平的目标与路径，让家庭不再“等更低价”而推迟消费。
3. **修机制三（传导渠道）**：财政先行，加大对融资担保、信用信息共享的投入，为科创、民企建立“准抵押品”；推动宏观政策一致性评估机制实质运转。
4. **修机制四（承诺制）**：用长期制度承诺替代短期补贴，让规则可观测、可沟通、可被公众用来形成预期。

**只修一条不够**：只降息不修渠道，钱到不了实体；只补贴不改预期，消费起不来；只喊口号不给规则，信心立不住。

# 个体层面：在四个机制里找到自己的位置

- **对应机制一（DIS）**：保留合理的防御性储蓄是理性的，不必为“没多花钱”自责，这是对未来收入不确定的最优跨期选择。
- **对应机制三（传导渠道）**：把技能投向新质生产力领域（科技、绿色、数字），提高在结构转换中的适配度。
- **对应机制四（承诺制）**：信心不是盲目乐观，而是理解政策逻辑后的长期理性预判。

国家修好传导渠道，个体提升适配度。两者共振，才能在困境中重建信心。

# 模型的边界：结论在什么条件下成立

- **没有资本积累**：投资动态被抽象掉，资本存量视为给定。
- **没有金融摩擦**：融资结构、抵押品约束、银行风险偏好不在基准模型内——这正是中国部分“传导渠道”要补的。
- **代表性家庭**：家庭异质性、流动性约束被抽象掉。
- **对数线性近似**：只在零通胀附近有效。
- **粘性价格用 Calvo 简化**：调价概率外生，不随经济状态变化。

承认边界，不是削弱结论，而是说明：基准框架给出的是**方向与机制**，量化结论需要更丰富的模型与数据。

# 结语：四个机制，一个答案

1. **机制一（DIS）**：预期为什么重要——今天产出和消费取决于**未来预期的贴现值**。预期不是“预测”，它决定当下。
2. **机制二（NKPC）**：预期如何变成现实——能预料到的部分被提前吸收，只有意外才改变行为；但正因如此，**预期会自我实现**。
3. **机制三（传导渠道）**：信心为什么不足——不是钱不够、利率不够低，而是**未来总收入预期没改善、传导渠道收窄**。
4. **机制四（承诺制）**：信心从哪来——不是喊出来的，也不是单次刺激能买来的。它来自**可观测、可沟通、可信的规则**。

信心比黄金重要。但信心不是等来的：修渠道、立规则、稳预期，三者缺一不可。

# 谢谢！

## 互动讨论

考研、考公、直接工作，本质上都是跨期选择：现在投入，换未来的回报。用今天的框架看：你凭什么判断“现在投入值不值”？如果周围人都在说“读了也没用”“考上了也就那样”，你的判断会变吗？