

从通胀预期视角看“反内卷”

——基于理论与海外案例分析

摘要

- **理论背景：通胀预期对物价、经济产出的影响。**在传统的经济学理论框架中，预期理论包括适应性预期、理性预期、粘性信息模型、适应性学习预期等，这些通胀预期理论时常与一些经典经济学模型相结合，例如菲利普斯曲线。通胀预期对经济的作用主要通过金融市场、消费者行为和工资谈判等途径。
- **案例分析：海外国家如何改善通胀预期？**（1）**主流方式（需求侧）：**宽松的货币政策通常被认为是改变通胀预期最重要的方式，例如，2008 年金融危机后，美国经济快速下行，美联储接连开展了三轮 QE。海外央行通常通过“通胀目标制”等方式锚定通胀预期；（2）**非主流方式（供给侧）：**通过供给端政策或者进口价格冲击使得居民通胀预期提升也有部分案例。其一，行政干预价格：1933 年罗斯福实施了一系列改革措施，其中包括《国家工业复兴法》（NIRA），试图用行政干预的方式提高产品价格和工人工资。其二，非常规财政政策：在低利率的环境下，提前宣布未来将提高增值税税率的信息，使消费者产生通胀预期并增加当期消费支出，同时降低所得税税率来保持总收入水平不变，案例包括 2005 年的德国和 2010-2011 年的波兰。其三，外生价格冲击：2022 年以来日本物价上涨主要由原材料进口价格以及运输费用推升，逐步从进口价格驱动转向“工资-物价”内生驱动。
- **借鉴总结：中国这轮“反内卷”将如何影响通胀预期？**如果要扭转通胀预期持续下降的趋势，可能需要具备以下四个条件：一是，不论是需求侧还是供给侧政策，都需要机制的调整，才能够打破螺旋式通胀通缩。从去年 9 月之后，国内的政策方向也发生了明显变化，提升市场预期、促进物价回升成为政策阶段性的重要任务，政策方向的转变有助于改善通胀预期；二是，若通过供给侧的方式改变通胀预期，需要价格的高波动率以及价格上涨的普遍性。“反内卷”行情催化下，部分工业品价格走高，有助于推升 PPI 同比，但近期价格上涨的主要是工业原材料，与终端消费关联度高的商品价格波动率相对较低，因此可能短期内对 CPI 的影响较小；三是，不论是罗斯福新政还是日本近期的通缩叙事打破，都离不开工资水平的提高。后续国内稳就业促增收的政策仍需持续发力，只有就业和收入企稳，居民通胀预期才能持续回升；四是，财政、货币政策保持宽松状态，或者外部环境较好，需求端有支撑。
- **指标跟踪：中国的通胀预期指数。**通胀预期不是一种能够直接测量的变量，目前国内衡量通胀预期的方式包括四类：（1）**统计调查法**，从央行储户调查数据来看，2025 年 Q2 城镇储户对于未来物价的预期指数为 56.4%，为 2009 年 Q1 以来的最低水平；（2）**网络信息提取法**，我们通过“百度指数”提取关键词并合成为网络预期通胀指数，与 CPI 同比走势有一定相关性，该指数目前仍相当于 2015 年水平；（3）**金融市场提取法**，国内学者大多采用利率期限结构模型，提取其中隐含中长期通胀预期的因子；（4）**计量建模法**，构建通胀率与其他经济变量的计量模型，通过参数估计得出对未来的通胀预期。
- **风险提示：**海外案例和经验与中国国情有差异，国内政策落地不及预期。

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳定币的演进推演——主体、信贷及资产价格的影响解析 (2025-07-11)
2. 应时而变——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略 (2025-06-05)
3. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解 (2025-05-22)
4. 欧洲财政转向之路漫漫——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素 (2025-04-09)
5. 稳中促新，“抓手”与“后手”——2025 年全国“两会”解读 (2025-03-06)
6. 风禾尽起，逐光而行——经济效能提升与要素创新配置下的投资抉择 (2025-02-25)

目 录

1 理论背景：通胀预期对物价、经济产出的影响.....	1
2 案例分析：海外国家如何改善通胀预期？	3
2.1 主流方式（需求侧）	3
2.2 非主流方式（供给侧）	7
3 借鉴总结：中国这轮“反内卷”将如何影响通胀预期？	12
4 指标跟踪：中国的通胀预期指数.....	16
4.1 统计调查法	16
4.2 网络信息提取法	18
4.3 金融市场提取法	18
4.4 计量建模法	19

图 目 录

图 1: 增强预期的菲利普斯曲线	2
图 2: 理性预期下的菲利普斯曲线是一条垂直的线	2
图 3: 当 QE 相当于 2% 的降息时, 货币政策采用 QE 或降息的方式对通胀平均影响的对照	4
图 4: 2001 年 3 月日本首次 QE 后, 日本消费者对未来一年物价上涨率的预期小幅上升, 但仍保持在低位	4
图 5: 前瞻性指引信号渠道及作用机制	5
图 6: 1980 年代, 美国实际观测到的通胀率下降速度远快于以长期债券收益率为代表的长期通胀预期, 这表明货币政策的可信度需要很长时间才能重新确立	5
图 7: 按是否有“通胀目标制”国家划分的通胀率表现	5
图 8: 与其他通胀目标锚定较好的国家相比, 日本长期通胀率预期虽小幅升高, 但仍未达到 2% 目标水平	6
图 9: 美联储信誉变化估计 (利率工具)	7
图 10: 美联储信誉变化估计 (货币工具)	7
图 11: 经典 AD-AS 模型下供给收缩导致价格上涨、产出下降	8
图 12: 特殊状态下供给收缩不一定导致产出下降	8
图 13: 根据“努力悖论”, 若工作意愿或者生产率提高, AS 向右移动, 反而会造成价格下降和实际工作量减少	8
图 14: 根据“灵活性悖论”, 当经济面临去杠杆冲击时, 价格灵活会导致需求收缩时, 价格和产出下降幅度更大	8
图 15: 美国五家全国性日报新闻机构汇总的“inflation”或“inflationary”等词的月度出现频率	10
图 16: 1935-1940 年, 法国工业产出的变化	10
图 17: 德国消费者月度平均通胀预期和耐用品购买意愿	11
图 18: 波兰消费者月度平均通胀预期和耐用品购买意愿	11
图 19: 在 2022 年供应链+石油危机冲击后, 日本家庭通胀预期快速走高	12
图 20: 2023-2025 年日本春季薪资谈判工资涨幅持续走高	12
图 21: 2013 年以来中国重要中央高层会议通稿前 20 位高频词的变化	13
图 22: Wind 大类商品指数过去 60 日波动率走势	14
图 23: 目前国内居民人均可支配收入增速低于疫情前平均水平	15
图 24: 中国人民银行城镇储户调查: 对当期就业感受	15
图 25: 2005 年德国增值税上调前后出口实现双位数增长	15
图 26: 2021-2022 年日本出口保持高增长	15
图 27: 与美日相比, 中国政府债务持续性较好	16
图 28: 与日本相比, 中国政策利率仍有下调空间	16
图 29: 中国人民银行城镇储户调查: 对未来物价的预期	17
图 30: CPI、PPI 万得一致预测今年下半年物价回升	17
图 31: 中国人民银行城镇储户调查: 对未来房价的预期	17
图 32: 制造业出厂价格 PMI 通常与 PPI 环比走势一致	17
图 33: 中国人民银行城镇储户调查: 对未来房价的预期	18
图 34: 根据混频无套利 Nelson-Siegel 利率期限结构扩展模型对名义收益率曲线的分解	19
图 35: 李成等测算 1992-2010 年公众通胀预期与实际通胀率	20
图 36: 董春丽测算 2006-2016 年中国通胀预期	20

2025 年 7 月，在中央高层和各行业频繁提及“治理企业低价无序竞争”后，市场对我国物价回升的预期升温。然而，通胀变化具有惯性，短期的通胀水平升高不一定能打破物价持续低位运行的状态，问题的关键在于能否提升我国中长期通胀预期。改善通胀预期的方式包括需求侧、供给侧两方面，我们参考了美国、欧洲、日本等国家通胀预期提升的案例，为我国当前“反内卷”提供一些借鉴。最后，我们提供了一些测量我国通胀预期的方法，以便更好地跟踪。

1 理论背景：通胀预期对物价、经济产出的影响

“通胀预期”指企业、居民对于未来物价上涨幅度的预期，预期会影响企业、居民的投资、消费活动，例如较高的通胀预期会使得企业和居民增加当前支出，来应对价格上涨，在推动未来实际物价上涨方面起到重要作用。在传统的经济学理论框架中，预期理论占有非常重要的地位。

(1) 适应性预期：最早由欧文·费雪（Irving Fisher）在 1911 年提出，后来在 20 世纪 50 年代和 60 年代被广泛应用。该理论表示，经济行为主体的预期是不断调整和适应的，会根据过去预期的误差来修正未来的预期，例如当实际通胀率高于预期通胀率时，经济行为主体通常倾向于提高对于未来的通胀预期，反之亦然，在中长期通胀预期将逼近实际通胀。虽然该理论强调了历史对预期的影响，但同时也忽略了“前瞻性”对预期形成的作用。

$$P^e = P_{-1}^e + \lambda(P - P_{-1}^e), \quad \lambda \in [0,1]$$

（ P^e 为对下一年的通胀预期， P_{-1}^e 表示在上一期对当前的通胀预期， P 为当前真实通胀率）

(2) 理性预期：由约翰·F·穆斯（John F. Muth）在 1961 年提出，在 20 世纪 70 年代得到进一步发展。该理论假设价格和工资能够灵活调整以及市场能够及时出清，经济行为主体会充分利用所有可用信息，包括经济模型和政策信息，来形成对未来的预期，强调宏观调控政策效果会因经济行为主体的预期调整而发生改变。在理性预期之下，政府干预政策难以对经济起到扩张性作用。

$$P = P^* + \epsilon$$

（ P 为假设供需均衡下的价格水平， P^* 为理性预期下的价格， ϵ 为随机变量）

(3) 粘性信息模型：新凯恩斯学派认为公众能够形成理性预期，但由于短期内商品价格和工资存在粘性无法及时调整，市场出清也需要一定时间，因而经济主体预期并不经常更新，货币政策在短期内仍然有效。

$$P = sEP + (1 - s)[P + \alpha(Y - \bar{Y})]$$

（一些企业（占比为 s ）定价具有粘性，根据预期经济状况来定价（ EP ），一些企业价格具有弹性，根据整体价格水平和总需求来定价，即 $P + \alpha(Y - \bar{Y})$ ）

(4) 适应性学习预期：最初基于适应性预期的概念，近年来逐渐被重视。与理性预期不同的是，学习型通胀预期认为经济主体可能信息不完全，或者学习需要过程，导致预期可能存在系统性偏差，但随着时间推移，预期会逐步调整。该理论可以更好地解释通胀的持久性和经济变量的惯性。适应性学习的通胀预期公式（Milani, 2005）¹如下：

¹ Milani, Fabio, Adaptive Learning and Inflation Persistence (June 2005).

$$\pi_t = \phi_{0,t} + \phi_{1,t}\pi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\hat{\phi}_t = \hat{\phi}_{t-1} + \kappa R_{t-1}^{-1} X_t (\pi_t - X_t' \hat{\phi}_{t-1}) \quad (2)$$

$$R_t = R_{t-1} + \kappa (X_{t-1} X_{t-1}' - R_{t-1}) \quad (3)$$

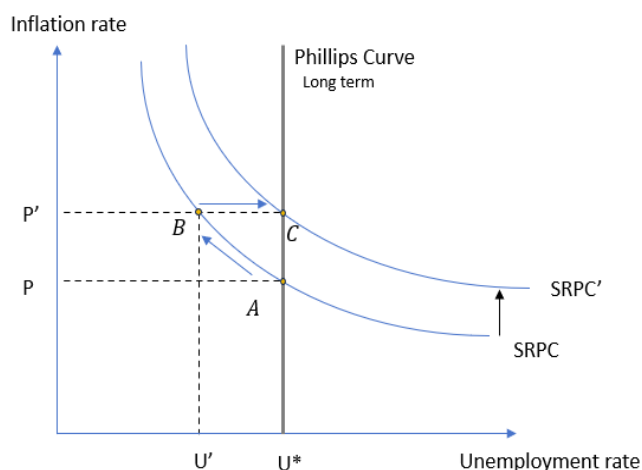
假设经济主体在时期 t 时只能接触到 $t-1$ 的信息，因此用 $\hat{E}_{t-1}$ 代替 E_t ，用(1)进行迭代：

$$\hat{E}_{t-1}(\pi_{t+1}) = \hat{E}_{t-1}(\phi_{0,t+1} + \phi_{1,t+1}\pi_t + \varepsilon_{t+1}) = \phi_{0,t-1}(1 + \phi_{1,t-1}) + \phi_{1,t-1}^2\pi_{t-1} \quad (4)$$

(式(1)代表市场参与者通过滞后值来预测通胀率，式(2)(3)反映系数随着时间推移而不断更新， ϕ 为时变系数， κ 为恒定增益系数，代表新信息对预期更新的影响程度， κ 越小意味着经济主体越依赖于历史数据)

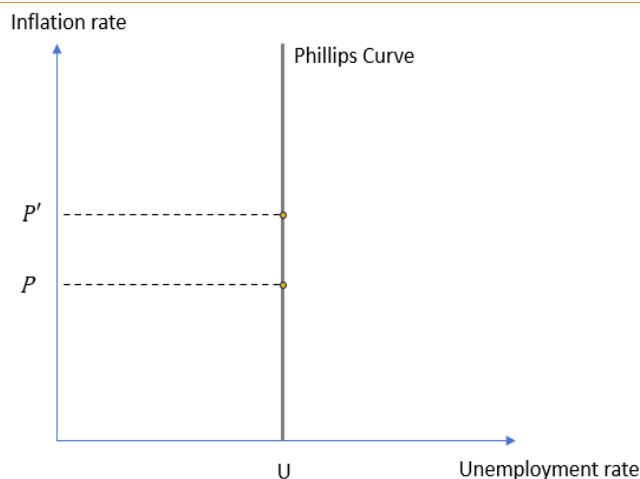
这些通胀预期理论时常与一些经典经济学模型相结合：根据菲利普斯曲线 (The Phillips curve)，通胀率与失业率呈反比关系。在 1970 年代的“大滞胀”出现之后，费尔普斯和弗里德曼将通胀预期这一变量加入到菲利普斯曲线的理论中，随着通胀预期升高，人们要求雇主以大致相同的比率增加工资，以此来保护自己的购买力，菲利普斯曲线也会随之上移，短期内实际通货膨胀与预期通货膨胀之间的差异决定了失业率，从而解释了当时的“滞胀”现象；随后，以卢卡斯和萨金特为代表的理性预期学派，提出了与理性预期相结合的菲利普斯曲线，经济主体能够完全预期到政府实施的宏观调控政策，扩张型政策引起的通货膨胀不能降低失业率而只会引起通货膨胀率的上升，不论短期还是长期，菲利普斯曲线均趋于垂直；新凯恩斯主义则引入了粘性价格，短期内预期通胀和实际通胀之间的差异依然可以影响失业率，长期预期将得到调整，令失业率回归自然水平。

图 1：增强预期的菲利普斯曲线



数据来源：西南证券整理

图 2：理性预期下的菲利普斯曲线是一条垂直的线



数据来源：西南证券整理

通胀预期对经济的作用主要通过以下途径：

(1) 金融市场。根据费雪方程式，实际利率=名义利率-预期通胀率 ($r = i - \pi^e$)，若名义利率保持不变，当通胀预期上升时，实际利率随之下降，通过金融市场的变化将进一步强化通胀预期。尤其当名义利率触及零利率下限 (ZLB) 时，提高通胀预期也成为刺激经济的一种方法。

(2) 消费者行为。欧拉方程显示，通胀预期的变化将影响实际利率，若通胀预期上升，家庭实际利率降低，将刺激家庭减少储蓄并增加当期消费。

$$c_t = E_t c_{t+1} - \sigma^{-1}(i_t - E_t \pi_{t+1} - \ln \beta)$$

(σ^{-1} 为当前消费和未来消费之间的跨期替代弹性，衡量选择消费而不是储蓄的机会成本(实际利率决定)的影响， β 为家庭的时间偏好率)

(3) 工资谈判。工人在预期物价上涨时通常会要求更高的工资水平，来维持实际购买力，若薪资预期大幅上涨，企业可能通过提价来维持利润，从而形成“工资-价格”螺旋上升。尤其是在高通胀环境或者劳动力供需紧张的情况下，工资增长更容易受通胀预期上涨的影响。

2 案例分析：海外国家如何改善通胀预期？

2.1 主流方式（需求侧）

2.1.1 超常规货币政策

宽松的货币政策通常被认为是改变通胀预期，并提高物价水平的最重要的方式，尤其是超常规货币政策，如量化宽松（QE）等。货币政策作为需求端政策，可以通过压低利率、投放货币量等方式，促进投资和消费。而当利率处于零下限（ZLB）时，超宽松货币政策在一定程度上能够对经济发挥更好的作用。如果市场参与者相信央行愿意不惜一切代价实现通胀目标，那么当通胀预期存在下降风险时，通胀预期可能会被锚定在通胀目标水平，有利于压低实际利率并增加支出。如果家庭和企业相信未来经济会好转，消费和投资也会相应增加。例如，2008 年金融危机后，美国经济快速下行，美联储接连开展了三轮 QE，对美国通胀预期起到推升作用：2008 年 11 月美联储首次推出量化宽松政策（QE），从家庭调查数据来看，在首轮 QE 实施 2 个月后的 2009 年初消费者调查的通胀预期触底回升，但 1 年期和 5 年期的预期均低于危机爆发前水平；从市场指标来看，2009 年 1 月 10 年期通胀保值债券（TIPS）盈亏平衡通胀率开始回升，直至 2010 年 1 月左右回到危机前水位。在量化宽松计划实施初期，不论家庭还是市场都没有担心通胀环境来临。2009 年 Q2 美国经济衰退告一段落，但复苏却十分缓慢，2010 年 8 月，时任美联储主席的伯南克在“杰克逊霍尔”会议上暗示将进一步购买长期证券，11 月美联储推出第二轮 QE 来支持经济复苏。在伯南克暗示第二轮 QE 后 1 个月左右，美国家庭和市场的通胀预期均有显著改善，密歇根大学消费者调查的对未来 1 年的通胀预期从 2010 年 9 月的 2.2% 上升至 2011 年 4 月的 4.6%，5 年期的预期从 2.7% 上升至 2.9%，10 年期 TIPS 盈亏平衡通胀率从 1.55% 上升至 2.63%。

但 QE 对于扭转通缩预期的效果并不总是奏效。Wieladek (2024)²测算了 82 项关于量化宽松与传统货币政策研究的估算结果，测算发现 QE 在英国和美国对通胀的影响是传统货币政策的 2-4 倍，但在欧元区则不然。欧元区 QE 效果不及美国、英国的原因可能有³：(1) 与美国、英国不同的是，欧洲企业对银行的依赖程度更高，欧洲央行对 2008 年全球金融危机的最初反应是通过直接银行贷款来稳定金融市场，大规模资产购买直至 2015 年才启动；(2) 鉴于 QE 在市场利率存在较大下调空间且金融市场陷入困境时最为有效，而欧元区开

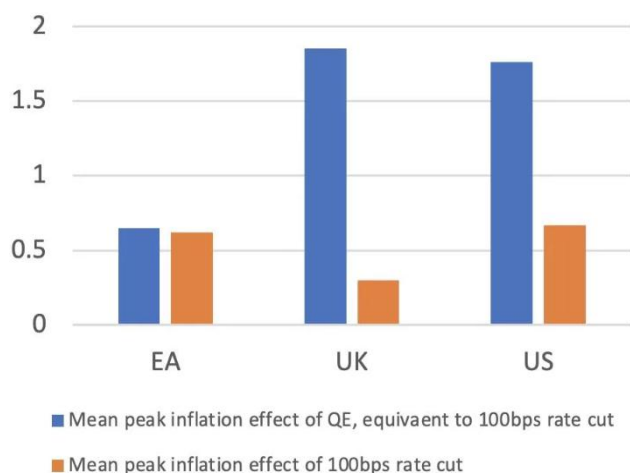
² Tomasz Wieladek, Quantitative easing generates more inflation than conventional monetary policy, 3 Jan 2024

³ The ECB Asset Purchase Programmes: Effectiveness, Risks, Alternatives, the European Parliament's Committee, Monetary Dialogue Papers, September 2020

启 QE 时已经连续处于低利率水平，且银行业困境已基本化解，因此对欧元区的潜在宏观经济影响非常有限。比较各成员国的影响，意大利和西班牙的影响与美国和英国的影响相似，而德国和法国的影响较小。

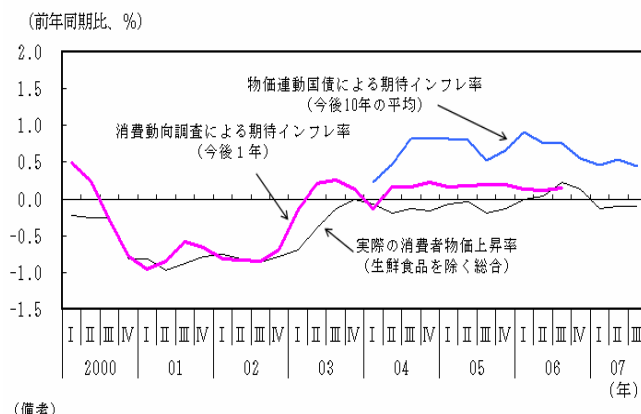
此外，2001 年日本首次采用 QE 的方式来刺激经济，但对居民通胀预期的影响有限。2001-2005 年日本核心 CPI 同比持续负增长，消费者预期未来一年的通胀率也位于极低水平；2013 年日本央行设定了 2% 的通胀目标，并引入 QQE，货币政策进一步宽松，而通胀预期并未得到显著改善。通货再膨胀论学者、前副行长岩田（2018）⁴指出，未能实现通胀目标的原因在于消费税上调导致的经济低迷，以及原油价格下跌等日本央行无法控制的外部因素；也有学者⁵认为，日本过度依赖利率作为货币政策工具，以及量化宽松未能将更多资金投入居民和非银行企业手中，是量化宽松政策未能如愿刺激经济增长的两个原因。

图 3：当 QE 相当于 2% 的降息时，货币政策采用 QE 或降息的方式对通胀平均影响的对照



数据来源：CEPR，西南证券整理

图 4：2001 年 3 月日本首次 QE 后，日本消费者对未来一年物价上涨率的预期小幅上升，但仍保持在低位



数据来源：CEPR，西南证券整理

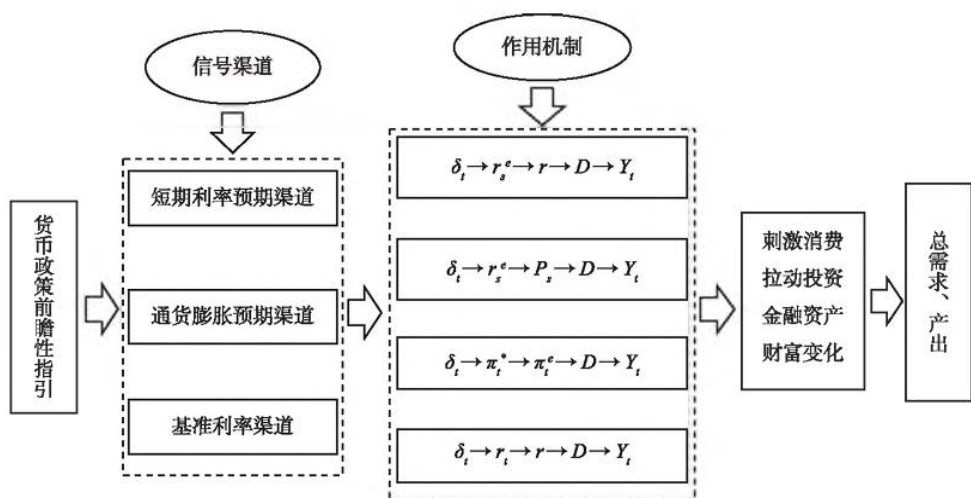
2.1.2 前瞻性指引和央行可信度

前瞻性指引已成为现代央行工具箱的重要组成部分，主要通过塑造私营部门对未来政策走势的预期来发挥作用。“前瞻性指引”主要是央行通过公开声明来传递政策路径，其中包括通胀目标管理等，基本原理是通过央行沟通来管理公众预期，可有效缓解危机时期通胀水平和经济增长的下降。

⁴ 日本銀行副總裁岩田規久男，最近の金融経済情勢と金融政策運営，2018 年 1 月 31 日

⁵ John Greenwood, The Japanese Experience with QE and QQE, Cato Journal, Vol. 37, No. 1 (Winter 2017)

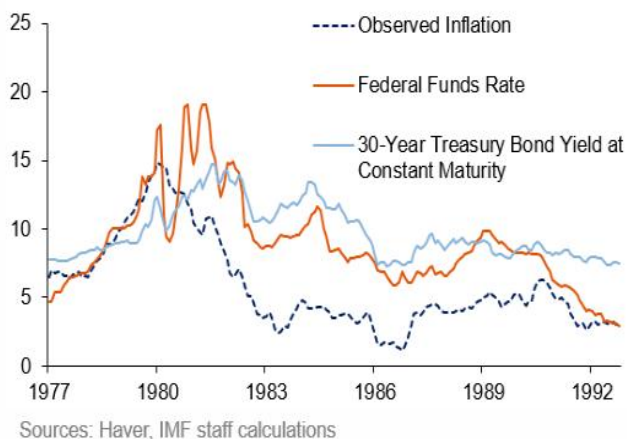
图 5：前瞻性指引信号渠道及作用机制



数据来源：《货币政策前瞻性指引研究的最新进展》，西南证券整理

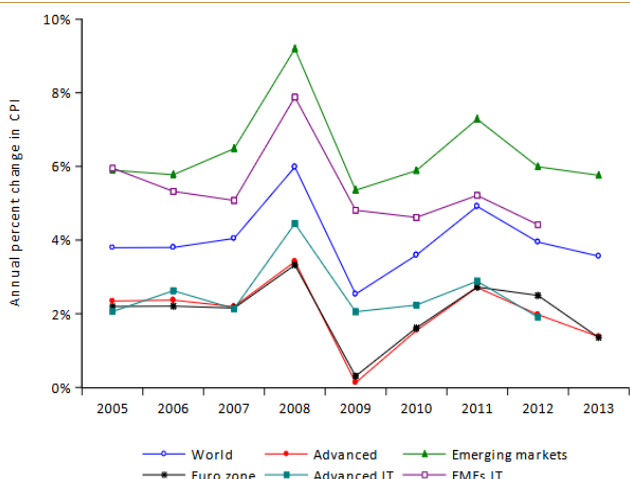
多国央行通过采取“通胀目标制”，有助于锚定公众的通胀预期。20 世纪 90 年代，许多国家央行陆续采用“通胀目标制”作为货币政策制度，央行在公众监督下运用货币政策工具使实际通胀趋于目标通胀率。第一个采用通胀目标制的国家是新西兰，至今已有 30 多国正式采用。美国在 2012 年明确设定了 2% 的通胀目标，2021 年欧洲央行宣布将中期通胀目标由此前的“接近但低于 2%”调整为 2%。根据研究显示⁶，拥有“通胀目标制”的发达国家通胀波动较小，而且始终接近发达国家通常采用的 2% 的目标，拥有“通胀目标制”的新兴国家比新兴国家整体有着更低的通胀率表现，而且正在缓慢向发达国家通胀率趋同。通胀目标制的优势之一是它体现了更高的政策透明度。

图 6：1980 年代，美国实际观测到的通胀率下降速度远快于以长期债券收益率为代表的长期通胀预期，这表明货币政策的可信度需要很长时间才能重新确立



数据来源：IMF，西南证券整理

图 7：按是否有“通胀目标制”国家划分的通胀率表现

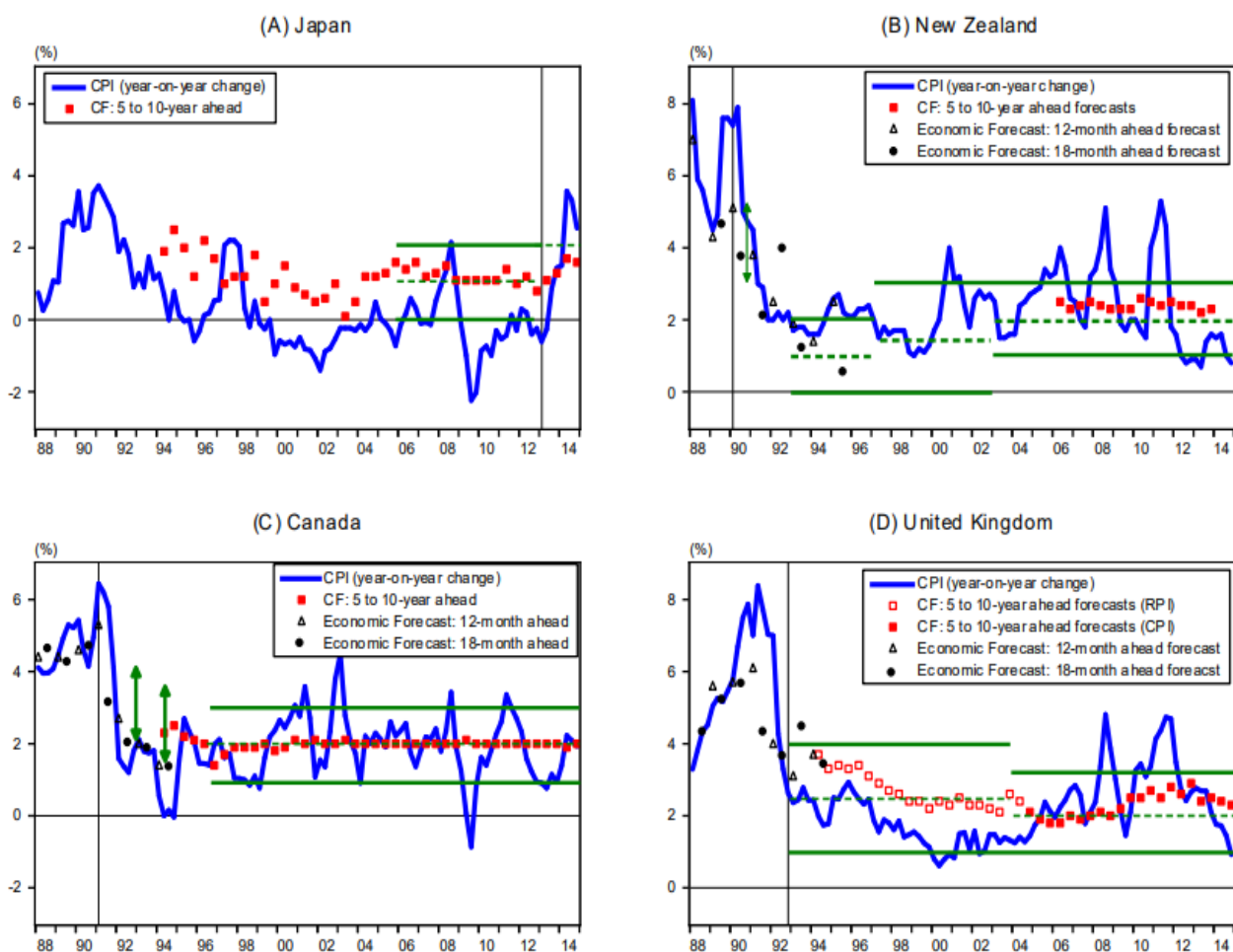


数据来源：NBER、西南证券整理

⁶ Bordo, Michael D. and Siklos, Pierre L., Central Bank Credibility, Reputation and Inflation Targeting in Historical Perspective (November 2014). NBER Working Paper No. w20693

然而，如果公众不相信或忽视这些前瞻性指引，私营部门对其他宏观经济变量（例如产出和通胀）的预期将不受央行沟通的影响，从而导致前瞻性指引不会对经济产生有效的影响⁷。例如，日本银行工作论文 Nakazono（2016）⁸认为，在超宽松货币政策推出后，不论是专家还是家庭的长期通胀率预期均未能达到央行设定的 2% 水平，经济主体对货币政策立场的感知，并未发生足以引发政策机制的剧烈改变，因为在引入 QQE 之前，日本货币政策已经十分宽松。这也表明在长期流动性陷阱下，实施有效政策存在困难。另外，阿根廷为了抗击高通胀，2016 年设立通胀目标，但很快结束于 2018 年，其失败的主要原因，一是中央银行票据（LEBACs）出现了爆炸式增长，二是央行负面可信度冲击，2017 年 12 月阿根廷内阁首长、经济部长和央行行长宣布了新的更高的通胀目标，市场将其视为对阿根廷央行自主权的干涉，负面信誉冲击使得通胀目标不可信⁹。

图 8：与其他通胀目标锚定较好的国家相比，日本长期通胀率预期虽小幅升高，但仍未达到 2% 目标水平



数据来源：日本银行 Nakazono（2016），西南证券整理

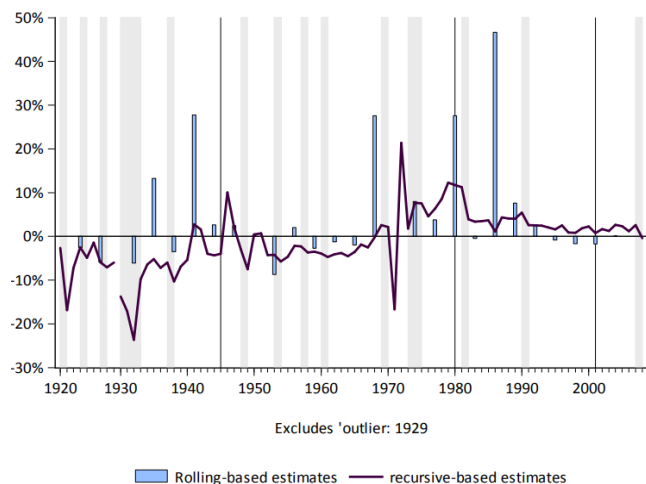
⁷ Stephen J. Cole, Enrique Martínez García and Eric Sims, Living Up to Expectations: The Effectiveness of Forward Guidance and Inflation Dynamics Post-Global Financial Crisis,

⁸ Yoshiyuki Nakazono, Inflation expectations and monetary policy under disagreements (January 14, 2016).

⁹ Nicolás Cachanosky, Federico Julián Ferrelli Mazza, Why did inflation targeting fail in Argentina?, The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 80, 2021, Pages 102-116, ISSN 1062-9769

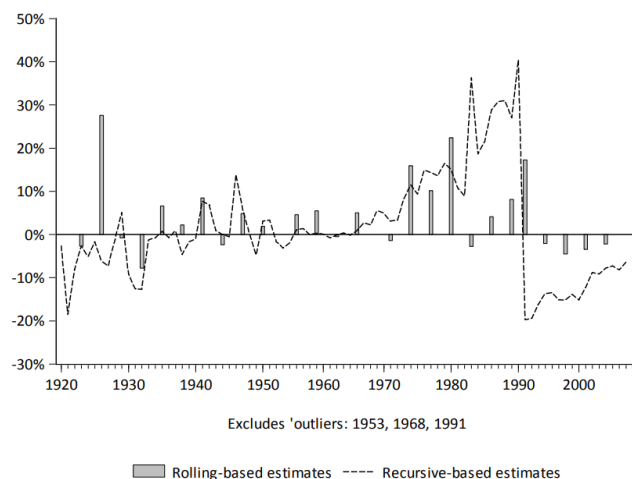
因此，前瞻性指引对公众预期的影响，取决于货币当局的信誉和声誉。中央银行的信誉被定义为遵循清晰明确且透明的规则和政策目标的承诺。Alex Cukierman 表示信誉指“公众相信政策确实发生了转变的程度，而这种转变实际上也确实发生了”，且信誉是需要通过历史积累而成的，例如 Benjamin Franklin 表示“建立良好的声誉需要做很多好事，而毁掉声誉只需要做一件坏事”。央行的独立性、透明度、问责制以及现行的货币政策策略都是影响货币当局信誉和声誉的因素¹⁰。

图 9：美联储信誉变化估计（利率工具）



数据来源：Bordo and Siklos (2014)，西南证券整理；注：指标越靠近 0 意味着央行该工具可信度越好，越偏离 0 意味着可信度越不佳

图 10：美联储信誉变化估计（货币工具）



数据来源：Bordo and Siklos (2014)、西南证券整理；注：指标越靠近 0 意味着央行该工具可信度越好，越偏离 0 意味着可信度越不佳

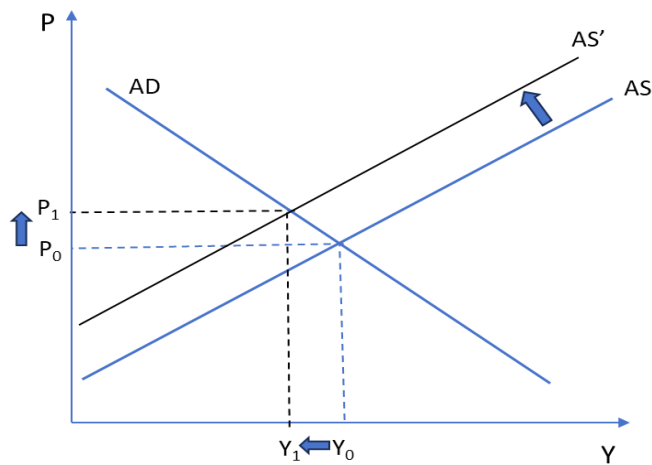
2.2 非主流方式（供给侧）

当名义利率触及零下限（ZLB）时，成功刺激经济的一种方法是提高通胀预期，但上述案例发现需求端政策（如 QE、通胀目标制等）并不时常奏效，通过供给端政策（如行政干预）或者进口价格冲击使得居民通胀预期提升也有部分案例。假如根据简单的总需求—总供给（AD-AS）模型，总需求的扩张将导致 AD 向右移，AS 保持不变，此时价格和经济产出同时增加，但如果总供给收缩，AS 向左移，价格上涨的同时经济产出减少，意味着供给冲击会给经济带来负面效益；但 Eggertsson 和 Krugman¹¹描述了一种特殊状态——新凯恩斯债务驱动型的衰退模型，私人部门开始快速去杠杆，出现需求不足、通货紧缩的问题，利率接近零下限，经济陷入流动性陷阱中。在这种特殊状态中，许多常见的宏观经济规则都被颠倒了，在价格持续走低的情况下，反而会增加实际债务，并抑制总需求。此时，反转的总需求曲线是一条向斜上方倾斜的线，价格越低，需求越弱。在这种情形下，扩张性的财政政策能够弥补私人部门去杠杆导致的产出损失。

¹⁰ Bordo, Michael & Siklos, Pierre. (2016). Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration. 10.1017/CBO9781316570401.004.

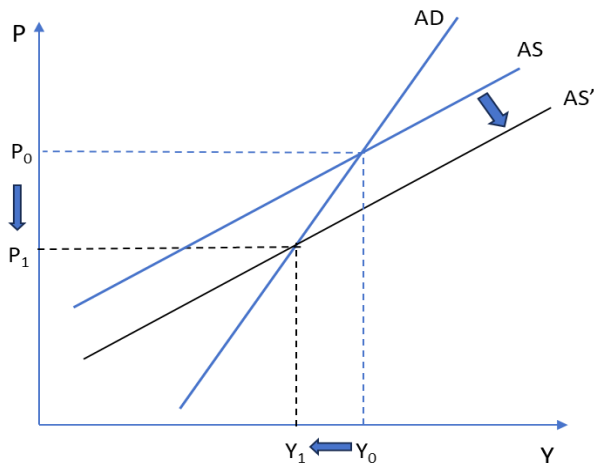
¹¹ Gaulti B. Eggertsson, Paul Krugman, Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach*, The Quarterly Journal of Economics, Volume 127, Issue 3, August 2012, Pages 1469–1513, <https://doi.org/10.1093/qje/qjs023>

图 11：经典 AD-AS 模型下供给收缩导致价格上涨、产出下降



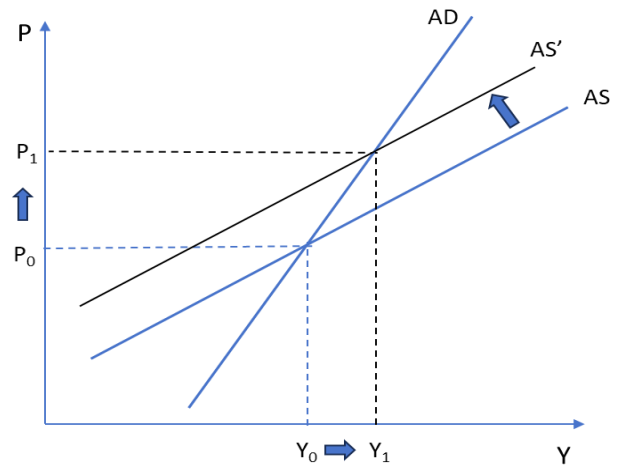
数据来源：西南证券整理

图 13：根据“努力悖论”，若工作意愿或者生产率提高，AS 向右移动，反而会造成价格下降和实际工作量减少



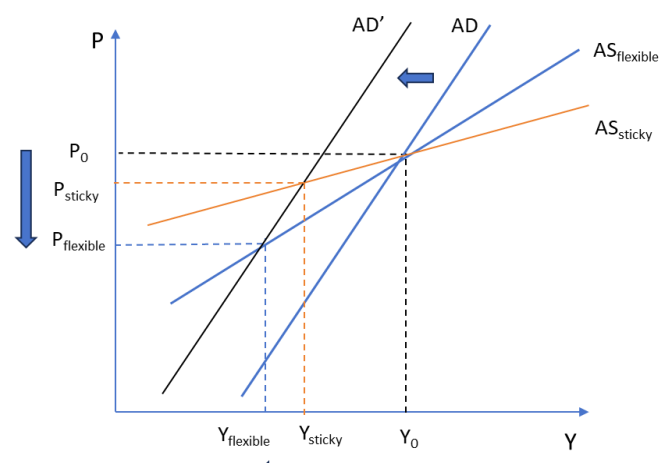
数据来源：Gauti B. Eggertsson, Paul Krugman (2012), 西南证券整理

图 12：特殊状态下供给收缩不一定导致产出下降



数据来源：西南证券整理

图 14：根据“灵活性悖论”，当经济面临去杠杆冲击时，价格灵活会导致需求收缩时，价格和产出下降幅度更大



数据来源：Gauti B. Eggertsson, Paul Krugman (2012), 西南证券整理

2.2.1 行政干预价格

在美国经历了 4 年经济萧条和通货紧缩之后，1933 年 3 月罗斯福当选美国总统，实施了一系列政策措施：（1）**挽救金融业**。通过政府的手直接干预金融机构，来恢复公众对银行、抵押贷款公司和证券交易的信心；（2）**退出金本位**：通过美元贬值的方式在一定程度上促进了美国商品出口；（3）**恢复农业收入**。减少农业剩余产品，向农民发放农业贷款，提高农产品价格；（4）**刺激工业生产**。修改禁酒令，放弃反垄断法，推出《国家工业复兴法》（NIRA），要求各行业制定行业守则，确定工人工资、工时、产品价格、增产数额等，并批准一项额度为 33 亿元的公共工程计划，相当于 1933 年美国 GDP 的 5.8%。另外，还推出了《全国劳工关系法》，赋予雇员组织工会、同雇主集体谈判的权利；（5）**加强社会保障**。为失业者提供工作岗位，提出由工资税资助的养老计划等。

经济学家们普遍认为,罗斯福新政中的 NIRA 是一项紧缩性政策,延长了大萧条。例如,凯恩斯在给罗斯福的公开信¹²中提到,“复苏与改革的顺序并未被正确把握,改革有时被误认为复苏手段,尤其《全国工业复兴法》本质上是改革,却披着复苏外衣仓促推进,实际对复苏几无助益”,“过分强调更高价格水平本身的补救价值,可能会导致人们对价格在经济复苏中所能发挥的作用产生严重的误解。通过提高总购买力来刺激产出才是提高价格的正确途径,而不是反过来”。

但近年来也有学者发现在特定的情形下,“行政干预”对提高通胀预期以及走出通缩困境具有重要意义。Eggertsson (2012)¹³利用允许扭曲楔形的一般均衡模型发现,如果在名义利率为 0 且存在过度通缩的“紧急”情况下,《国家工业复兴法》通过增加企业垄断力量并鼓励工会提高工资,能够对经济产出起到扩张性的作用。这一反常识的效果主要是通过预期渠道来实现的,《国家工业复兴法》提高了企业和工人的通胀预期,更高的通胀预期可以降低实际利率,从而刺激需求。但这种情况仅在“通缩螺旋”发生时才能奏效。

之后有学者指出,在《国家工业复兴法》推出之前,美国民众的通胀预期可能已经发生了变化。这也意味着除了行政干预市场定价、提高工人工资的供给侧政策之外,还有其他因素在改善美国大萧条之后的通胀预期。Jalil 和 Rua (2015)¹⁴梳理了当时美国民众通胀预期的变化:1933 年 3 月罗斯福就任之后,关于通货膨胀的新闻报道和公众讨论显著增多,在五大日报中,包含“inflation”或“inflationary”等词语的新闻文章数量从 1933 年 1 月到 4 月增加了两倍多,《商业周刊》和《经济学人》中当代观察家的报告也显示,1933 年第二季度通胀预期已经开始上升。推动通胀预期上升的事件包括放弃金本位、罗斯福承诺提高价格、参议院通过《托马斯修正案》等。之后,由于罗斯福计划采用《国家工业复兴法》,通胀预期在 8 月份突然放缓,经济复苏也在 8 月至 11 月遭遇挫折。

此外,也有学者利用 20 世纪 30 年代法国的经验,证明供给侧政策反而导致了法国的滞胀。1936 年 6 月,雇主和工会签署了《马蒂尼翁协议》,将工资提高 7%至 15%,还规定了每周 40 小时的工作制,以提高工人的购买力、刺激经济并结束罢工。另外,人民阵线政府首脑莱昂·布鲁姆还采取了控制谷物价格的措施。J Cohen-Setton et al. (2017)¹⁵发现,法国当时的供给侧政策(尤其每周 40 小时工作制)的确提高了实际通胀率和预期通胀率,使实际利率降低约 40 个百分点,但是产出却几乎没有增长。但跟 NIRA 不同的是,法国人民阵线政府在提出高工资政策时,并没有提高商品价格的相关举措,退出金本位也是在几个月后(1936 年 9 月)。

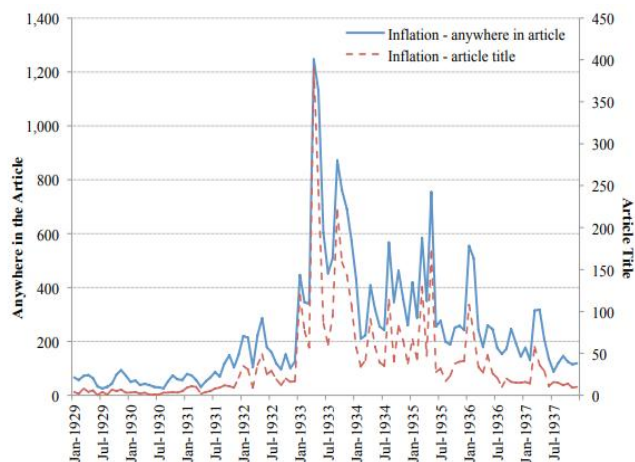
¹² John Maynard Keynes “An Open Letter to President Roosevelt”(1933)

¹³ Eggertsson, Gauti B. 2012. “Was the New Deal Contractionary?” American Economic Review 102 (1): 524–55.

¹⁴ Jalil, Andrew and Rua, Gisela, Inflation Expectations and Recovery from the Depression in 1933: Evidence from the Narrative Record (April, 2015). FEDS Working Paper No. 2015-29

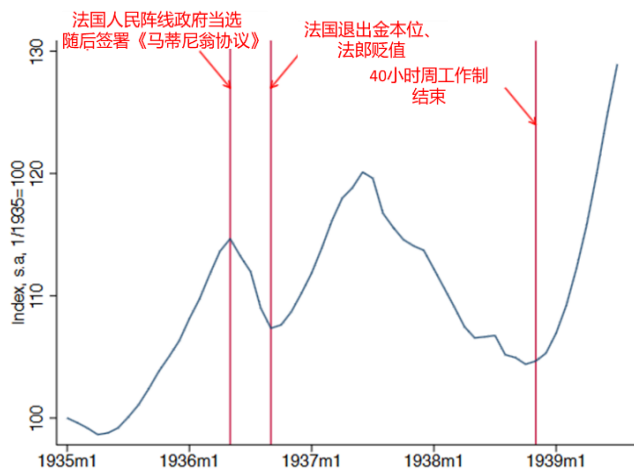
¹⁵ Cohen-Setton, Jeremie and Hausman, Joshua and Wieland, Johannes, Supply-Side Policies in the Depression: Evidence from France (March 1, 2017). Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 17-4

图 15：美国五家全国性日报新闻机构汇总的“inflation”或“inflationary”等词的月度出现频率



数据来源：Jalil 和 Rua（2015），西南证券整理

图 16：1935-1940 年，法国工业产出的变化



数据来源：J.Cohen-Setton et al.（2017），西南证券整理

2.2.2 非常规财政政策

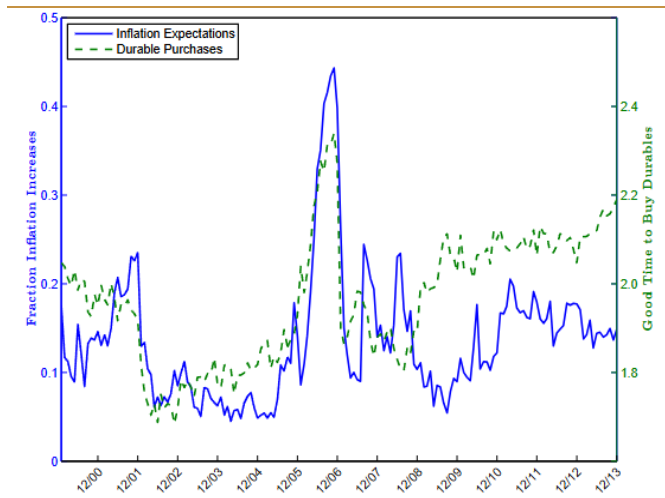
近年来经济学家们也将视角投向新型的财政政策工具，来引导家庭预期。Feldstein (2002) 提出，在低利率的环境下，提前宣布未来将提高增值税税率的信息，使消费者产生通胀预期并增加当期消费支出，同时降低所得税税率来保持总收入水平不变。通过这种方式可以激励家庭尽早消费，而不是等到物价大幅上涨之后才消费。另一种方式是，提高企业所得税，并实施一项大规模投资税收抵免政策（且每年将逐步减少），因而企业也会有较大动力在投资品价格上涨之前进行购买。这项政策的好处在于，可以在不增加公共预算赤字的情况下，刺激私人部门进行支出。

从实证研究来看，这一理论在部分欧洲国家得到验证。D'Acunto et al.（2016）¹⁶使用来自市场调研的微观数据，用德国提高增值税（VAT）的例子，验证了非常规财政政策可以通过通胀预期渠道来刺激消费。2005 年 11 月，德国政府意外宣布将增值税（VAT）提高 3 个百分点，并于 2007 年生效，导致德国家庭 2006 年的通胀预期以及 2007 年的实际通胀率上升。并且，作者也没有发现在增值税实际上调之后，消费行为出现逆转的迹象。另外，D'Acunto et al.（2018）¹⁷还分析了波兰的案例，2009 年 1 月至 2012 年 12 月的样本显示波兰家庭平均通胀预期与其耐用品购买意愿之间存在正相关性，而且在增值税上调公告发布后（2010 年 7 月）和实际增值税上调前（2011 年 1 月），相关性有所增强，证明增值税上调的确有助于推升消费者的通胀预期，并刺激消费需求。

¹⁶ Francesco D'Acunto & Daniel Hoang & Michael Weber & Michael Weber, 2016. "Unconventional Fiscal Policy, Inflation Expectations, and Consumption Expenditure," CESifo Working Paper Series 5793, CESifo.

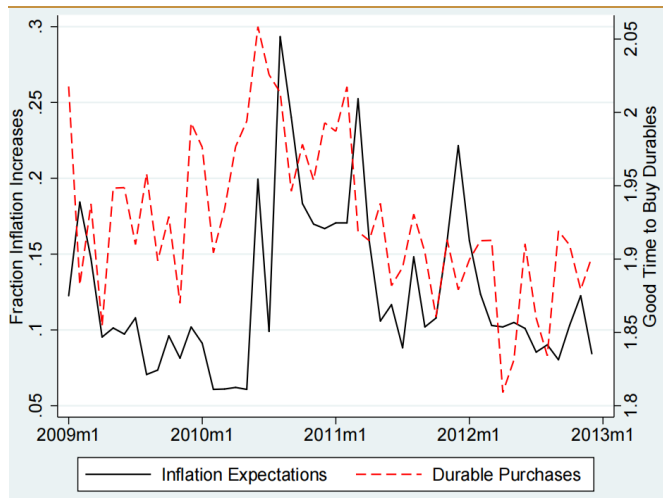
¹⁷ D'Acunto, Francesco, Daniel Hoang, and Michael Weber. 2018. "Unconventional Fiscal Policy." AEA Papers and Proceedings 108: 519–23.

图 17：德国消费者月度平均通胀预期和耐用品购买意愿



数据来源：D'Acunto et al. (2016)，西南证券整理

图 18：波兰消费者月度平均通胀预期和耐用品购买意愿



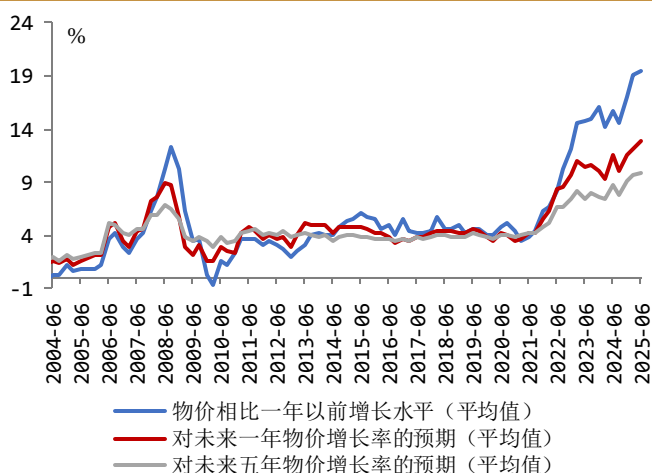
数据来源：D'Acunto et al. (2018)，西南证券整理

2.2.3 外生价格冲击

新冠疫情导致全球供应链紧张，叠加俄乌冲突推升原油价格，2022 年以来的这一轮日本物价上涨主要由进口价格推升，包括原材料成本以及运输费用等。无论从涨幅还是范围上看，这轮日本物价的变化较之前都有明显改善。日本 CPI 同比增速自 2022 年 4 月以来持续保持在 2% 以上，2025 年 6 月仍录得 3.3% 的同比涨幅，而且上涨的品类比例也达到 1990 年代初以来最高水平（剔除消费税影响）。但成本推动型的通胀并没有对日本经济产出带来显著冲击。2023 年日本经济反而出现了超预期的改善，不变价 GDP 同比增速录得 1.4%，楼市、股市也涨势惊人。与此同时，日本消费者的通胀预期也在升温。根据日本央行 2025 年第二季度“生活方式意见调查”，日本居民对未来一年通胀率的平均预期为 12.8%，对未来五年的预期为 9.9%，超过 80% 的受访者认为未来一年/五年的物价水平还会继续上涨。

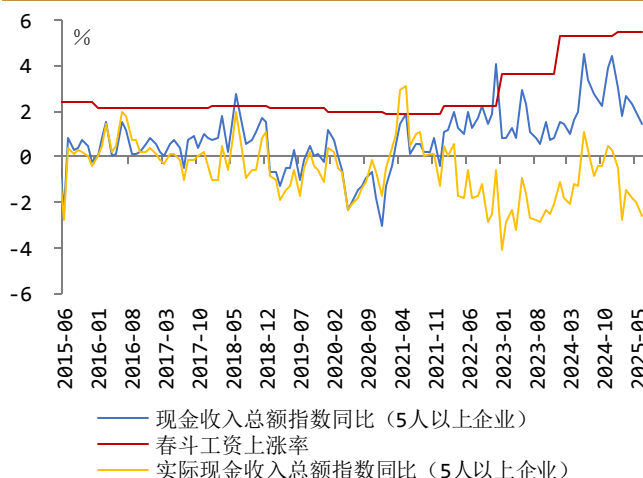
尽管在过去三十年内，日本当局竭尽所能试图摆脱通缩，采取了包括 QE、QQE 在内的超常规货币政策，以及不断扩大的财政赤字，但在当期对于扭转通缩收效甚微。然而，这次触发日本通胀预期以及实际通胀走高的却是供给端能源和食品价格的突然上涨。在通胀预期高涨的背景下，日本员工工资近年也出现了上涨，这在一定程度上也得益于日本劳动力愈发短缺。2023 年日本春斗薪资增速超预期达到 3.8%，为 1993 年以来最高水平，2024 年进一步升高至 5.28%，2025 年继续小幅升至 5.46%。这也意味着日本通胀将逐步从进口价格驱动转向“工资-物价”内生驱动，当前不少日本的学者和官员认为日本已经基本摆脱了长期的通缩困境。

图 19：在 2022 年供应链+石油危机冲击后，日本家庭通胀预期快速走高



数据来源：日本银行，西南证券整理

图 20：2023-2025 年日本春季薪资谈判工资涨幅持续走高



数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

3 借鉴总结：中国这轮“反内卷”将如何影响通胀预期？

就国内目前物价持续低迷的情况而言，有必要避免中长期通胀预期下行，改善产出缺口并提高通胀率。从上述案例总结来看，如果要扭转通胀预期持续下降的趋势，可能需要具备以下四个条件：

其一，不论是需求侧还是供给侧政策，都需要机制调整（Regime Shift），才能够打破特定情形下的螺旋式通胀/通缩。就如同理性预期学派的托马斯·萨金特（Thomas Sargent）在 1982 年的论文《The Ends of Four Big Inflations》中的结论，只要政府能够果断、可信地转变其政策“体制”（Policy Regime），就可以迅速且以远低于预期的社会成本来终结通货膨胀。从去年 9 月之后，国内的政策方向也发生了一定变化，提升市场预期、促进物价回升成为政策阶段性的重要任务，政策方向的转变有助于改善通胀预期。2024 年 9 月，央行、证监会和金监局出台了一揽子金融政策，推出了两项支持资本市场的货币政策工具，体现了政府对股市的支持态度，打消了此前市场的疑虑，之后也触发了股市大幅上涨的行情；12 月，中央经济工作会议强调综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，并首次在通稿中提出“促进物价合理回升”；2025 年 7 月中央财经委员会第六次会议上强调依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，月底的政治局会议也明确“依法依规治理企业无序竞争”。

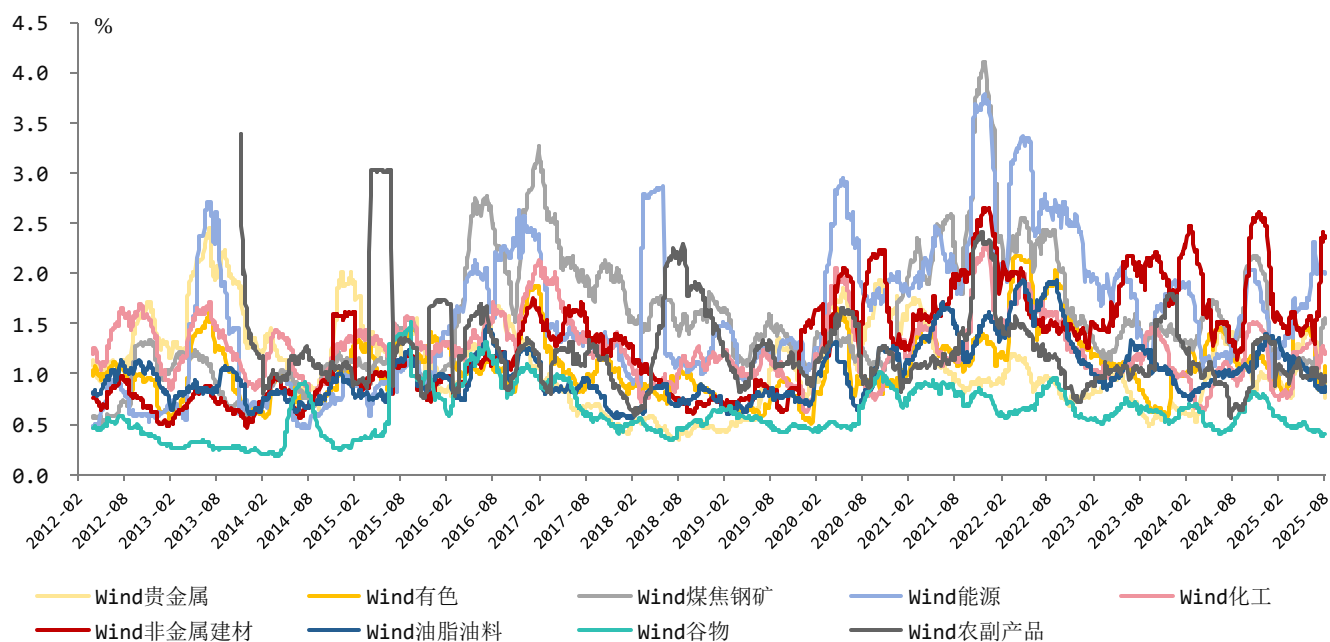
图 21：2013 年以来中国重要中央高层会议通稿前 20 位高频词的变化

2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年1-7月
发展	发展	发展	改革	发展	发展	发展	发展	发展	发展	发展	发展	发展
经济	经济	改革	发展	改革	改革	改革	疫情	经济	建设	经济	经济	经济
改革	创新	经济	供给侧	经济	建设	建设	防控	绿色	经济	建设	改革	市场
创新	改革	创新	国家安全	供给侧	经济	脱贫	建设	建设	疫情	耕地	消费	高质量发展
经济发展	消费	经济发展	经济	建设	自然灾害	经济	经济	改革	现代化	高质量发展	风险	建设
区域	投资	企业	企业	经济发展	高质量发	高质量发	流通	就业	防控	现代化	建设	消费
土地	民生	风险	市场	市场	创新	供给侧	消费	金融风险	安全	人口	就业	企业
民生	一带一路	供给侧	经济发展	风险	市场	产业	高质量发	民生	改革	风险	现代化	海洋
深化改革	宏观政策	市场	产能	稳定	供给侧	就业	产业链	监管	科技	产业	房地产	现代化
升级	市场	人口	需求	对外开放	企业	产业链	市场	企业	民生	安全	高质量发	竞争
农业	生产	民生	杠杆	房地产	就业	新时代	供应链	高质量发	市场	改革	区域	就业
就业	增长点	基础设施	创新	调整	科技	民生	安全	科技	新时代	企业	产业	服务
质量	就业	生育	住房	增长	新时代	企业	就业	安全	就业	消费	需求	科技
产能	国际	西藏	库存	企业	投资	改革开放	储备	疫情	创新	化解	市场	内外贸
市场	环境	宏观政策	稳中求进	知识产权	扶贫	市场	公共卫生	平台经济	国际	需求	化解	融资
稳中求进	城镇化	稳中求进	风险	民生	污染	开放	需求	节约	平台经济	盐碱地	以旧换新	国际
服务业	企业	就业	民生	创新	民生	现代化	生产	环境	消费	高水平	民生	民生
债务	化解	产能	增长	实体经济	金融	稳中求进	循环	能源	产业链	新时代	绿色	资本市场
住房	基础设施	住房	绿化	投资	科学	制造业	科技	资源	稳中求进	教育	预期	招商引资
城镇化	农业	城镇化	地方	外资	稳中求进	创新	民生	防控	扩大内需	科技创新	安全	对外开放

数据来源：中国政府网、共产党员网，西南证券整理；注：高层重要会议包括每年中央经济工作会议、中共中央政治局会议（涉及经济议题）、中央财经委员会会议（十八届为中央财经领导小组会议），加粗的为每时期新增提及的高频词

其二，若通过供给侧的方式改变通胀预期，需要价格的高波动率以及价格上涨的普遍性。2025 年 2 月日本央行工作论文分析了日本家庭中长期通胀预期的形成机制，发现在价格高波动时期，家庭由过往经验形成的中长期通缩预期可能会被打破，因为在物价变动大的时期，人们对物价动向表现出强烈的关注，对未来的预期也会受到近期通胀实际感受的强烈影响。另外，日本自 1990 年之后形成的“价格固定范式”被打破，与商品价格的普遍上涨有关，因为在中长期低通胀预期被锚定后，只要少数生产商和商店提高价格，消费者就会改变购买渠道。而这次在能源、食品价格快速上行、日元疲软以及供应链短缺等多重因素冲击下，日本物价呈普遍的上涨之势。2023 年之后，国内不论 CPI 还是 PPI 增速均处于低波动状态。然而，近期“反内卷”行情催化下，部分工业品价格走高，有助于推升 PPI 同比。南华工业品指数、生产资料价格指数同比走势通常领先 PPI 同比，6 月以来两个指数虽然仍在同比下降，但是降幅持续收敛，或预示着后续 PPI 同比降幅也将逐步收敛。但近期价格上涨的主要是工业原材料，尤其是非金属建材、能源等，与终端消费关联度高的谷物、油脂油料、农副食品等价格波动率相对较低，因此可能在短期内对 CPI 的影响较小。

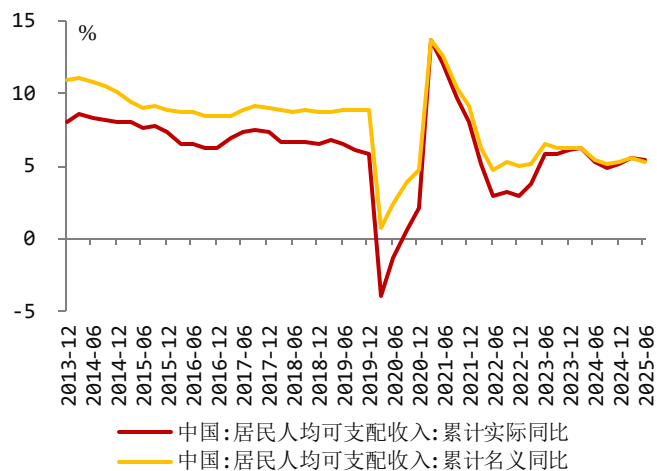
图 22：Wind 大类商品指数过去 60 日波动率走势



数据来源：wind，西南证券整理

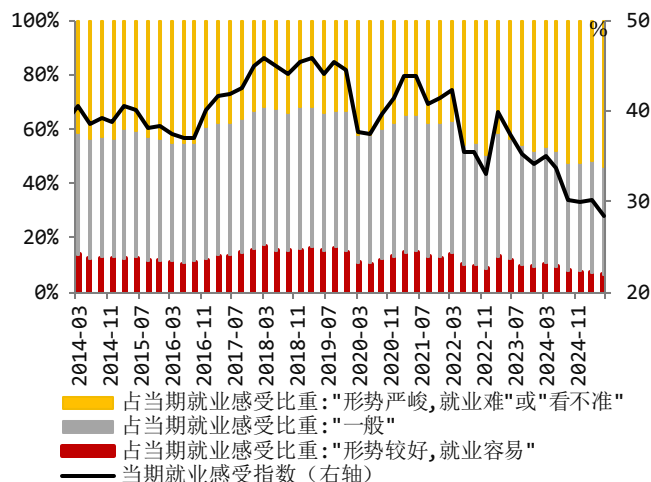
其三，不论是罗斯福新政还是日本近期的通缩叙事打破，都离不开工资水平的提高。例如，1935 年《社会保障法》正式成为美国法律，凡年满 65 岁退休的工资劳动者，根据不同的工资水平，每月可得 10 至 85 美元的养老金，1938 年美国《工资工时法》通过，限定每周 40 小时工时，每小时 40 分最低工资，并禁止使用 16 岁以下童工；2025 日本全国加权平均最低工资的指导标准上调至每小时 1118 日元，较当前的 1055 日元上涨 6%，是日本最低工资标准连续第 23 年上调。2025 年上半年，我国居民人均可支配收入名义、实际同比增速分别为 5.3%、5.4%，均低于疫情前平均增速水平（2014-2019 年名义、实际人均可支配收入同比增速平均为 9.1%和 7.1%）。央行城镇储户问卷调查中居民就业感受指数也在持续走低，2025 年第二季度该指数降至 28.5%，为 2014 年以来最低水平。2025 年 7 月，国务院办公厅发布关于《进一步加大稳就业政策支持力度》的通知，明确扩大稳岗扩岗专项贷款支持范围，扩大社会保险补贴范围，支持企业稳定就业岗位等多项政策，7 月底，我国政治局会议明确指出“要扎实做好民生保障工作”、“突出就业优先政策导向”，后续国内稳就业促增收的政策仍需持续发力，只有就业和收入企稳，物价工资良性循环才有望打通，居民通胀预期才能持续回升。

图 23：目前国内居民人均可支配收入增速低于疫情前平均水平



数据来源：wind，西南证券整理

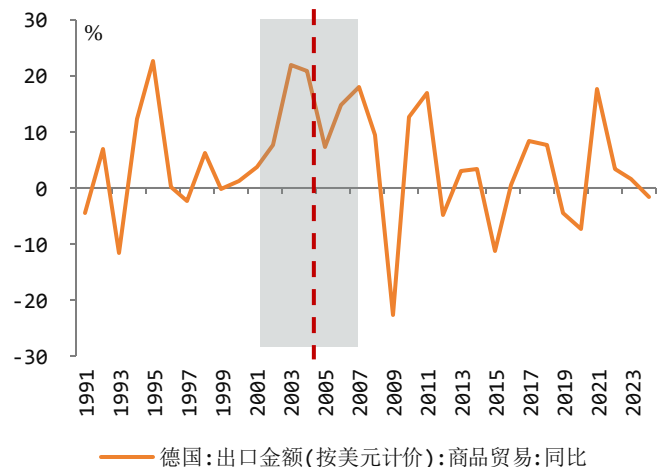
图 24：中国人民银行城镇储户调查：对当期就业感受



数据来源：wind，西南证券整理

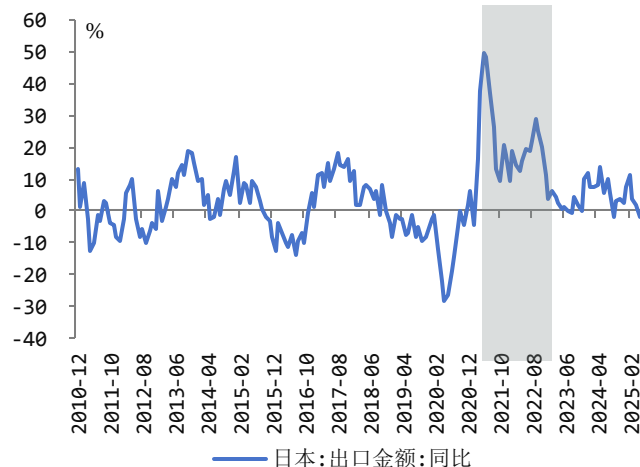
其四，财政、货币政策保持宽松状态，或者外部环境较好，需求端有支撑。例如，罗斯福新政中除了限制恶性竞争和生产过剩外，还同时出台了 33 亿美元的公共投资计划，通过“以工代赈”的方式扩大就业；德国在 2005 年提高增值税税率之前已经实施了一系列税制改革，最低个人收入所得税的比率从 1998 年的 25.9% 下降到 2005 年的 15%，同时德国出口景气度也较高，2003 至 2007 年间（除 2005 年）商品出口均保持双位数增长，具备较好的外部环境需求；日本在 2022 年面临外部价格冲击时，出台了削减家庭电费补贴、向有新生儿的家庭发放现金券、抑制汽油价格补贴等财政支持措施，缓解通货膨胀带来的压力，2022 年由于日元贬值以及海外需求增加，日本还实现了双位数的出口增长，对经济增长有支撑。从国内的情况来看，目前财政、货币政策均保持宽松状态，7 月底中共中央政治局会议提出“宏观政策要持续发力、适时加力”，而且我国宏观调控政策仍有发力空间，债务率相比其他发达国家依然较低，且利率未来也有调降空间。外需方面，上半年“抢出口”背景下我国出口实现较快增长，下半年出口压力或将边际增大，但企业也在加快拓展欧盟、东盟等市场。

图 25：2005 年德国增值税上调前后出口实现双位数增长



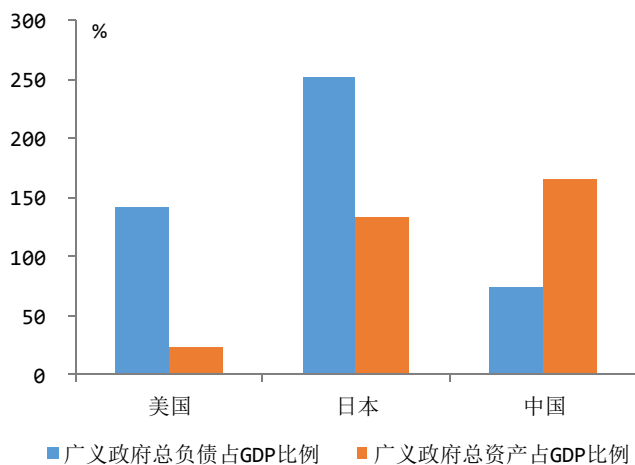
数据来源：wind，西南证券整理；注：红色虚线为德国增值税上调时间，灰色区域代表 2003-2007 年德国出口实现高增长。

图 26：2021-2022 年日本出口保持高增长



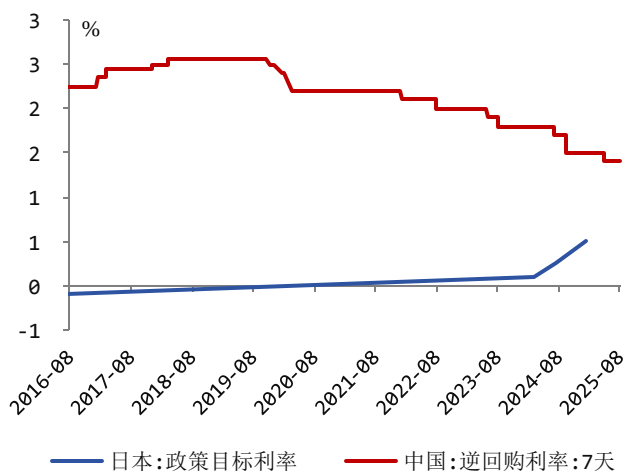
数据来源：wind，西南证券整理；注：灰色区域显示日本 2021-2022 年实现出口高增长。

图 27：与美日相比，中国政府债务持续性较好



数据来源：中国人民银行，西南证券整理

图 28：与日本相比，中国政策利率仍有下调空间



数据来源：wind，西南证券整理

4 指标跟踪：中国的通胀预期指数

通胀预期不是一种能够直接测量的变量，通常需要综合多种方式来判断，目前国内衡量通胀预期的方式包括四类：（1）统计调查法，通过问卷调查等方式对家庭或者专业人士等进行调查，然后将获得的定性的数据转化为定量数据，但调查频率偏低且容易受到问题设计和调查样本的扰动；（2）网络信息提取法，随着互联网的普及，近年来部分学者也采用对媒体信息进行分析的方式，来观测公众心理预期的变化；（3）金融市场提取法，美国等发达经济体通常以名义国债利率与同期限的通胀保值债券（TIPS）的差额作为通胀预期指标，但由于国内缺乏相关金融产品，学者大多采用利率期限结构模型，提取其中隐含中长期通胀预期的因子；（4）计量建模法，构建通胀率与其他经济变量的计量模型，通过参数估计得出对未来的通胀预期。

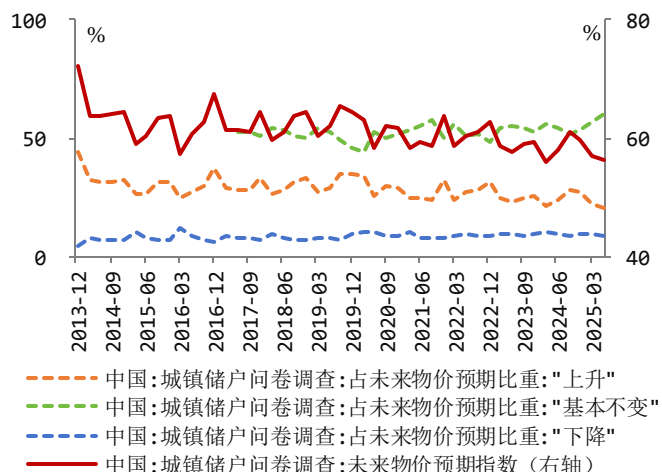
4.1 统计调查法

从家庭调查来看，中国人民银行每个季度会进行城镇储户问卷调查，调查对象为全国 50 个调查城市、400 个银行网点各随机抽取 50 名储户，共 20000 名储户。问卷会询问居民对下季度物价的判断，并采用扩散指数法进行计算。从最新的调查数据来看，2025 年 Q2 城镇储户对于未来物价的预期指数为 56.4%，比上季下降 0.7 个百分点，且为 2009 年 Q1 以来的最低水平。其中，20.3% 的居民预期下季物价将“上升”，60.1% 的居民预期“基本不变”，9.0% 的居民预期“下降”，10.6% 的居民“看不准”，对下季房价，8.9% 的居民预期“上涨”，56.8% 的居民预期“基本不变”，21.7% 的居民预期“下降”，12.7% 的居民“看不准”。

从专业机构的预测来看，Wind 一致预期显示主流券商机构预期 2025 年下半年国内物价水平将有所回升。在“反内卷”相关政策的推动下，Wind 一致预期 CPI 同比将从 6 月份的 0.1% 升高至 11 月的 1.5%，将扭转自 2023 年 3 月以来持续低于 1% 的低位波动态势；PPI 同比将从 6 月份的 -3.6% 上升至 11 月的 -0.9%，该降幅或为 2024 年 7 月以来最小水平。

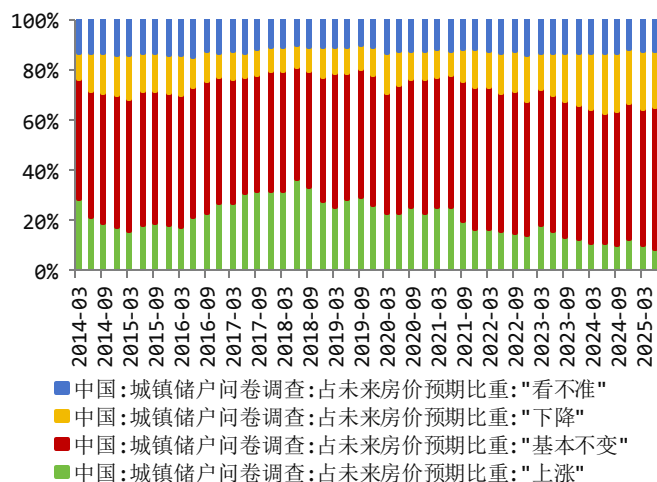
从企业调查来看，采购经理指数（PMI）是对企业采购经理的调查结果，其中包括对价格的调查，例如主要原材料购进价格指数和出厂价格指数，出厂价格指数通常对当月的 PPI 环比走势有指引作用。2025 年 7 月，主要原材料购进价格指数升至 51.5%，在连续 4 个月收缩之后重回扩张区间，而出厂价格指数仍处于荣枯线之下，为 48.3%。

图 29：中国人民银行城镇储户调查：对未来物价的预期



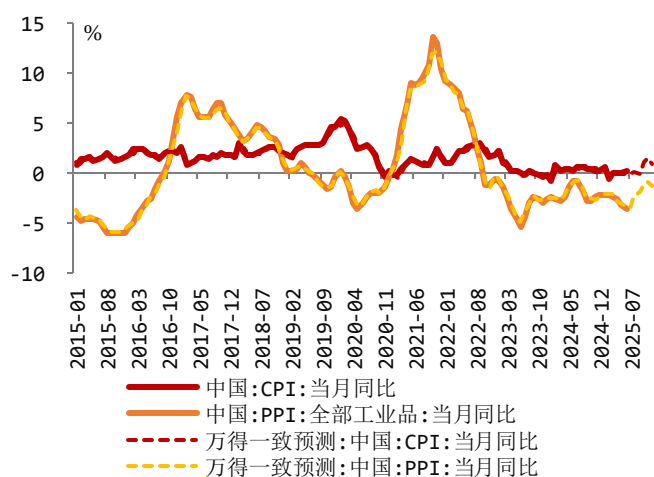
数据来源：wind，西南证券整理

图 31：中国人民银行城镇储户调查：对未来房价的预期



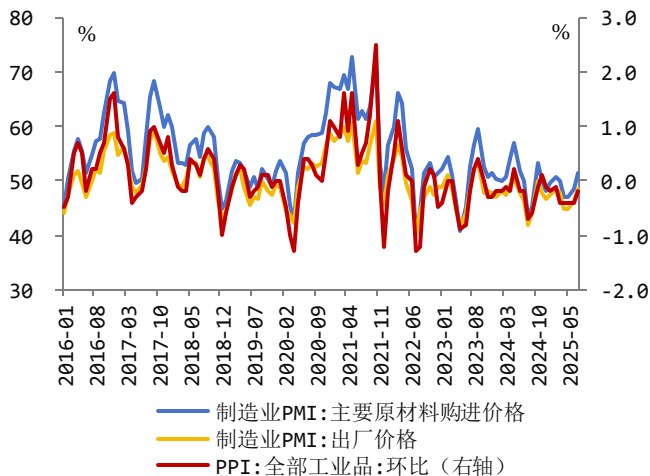
数据来源：wind，西南证券整理

图 30：CPI、PPI 万得一致预测今年下半年物价回升



数据来源：wind，西南证券整理

图 32：制造业出厂价格 PMI 通常与 PPI 环比走势一致

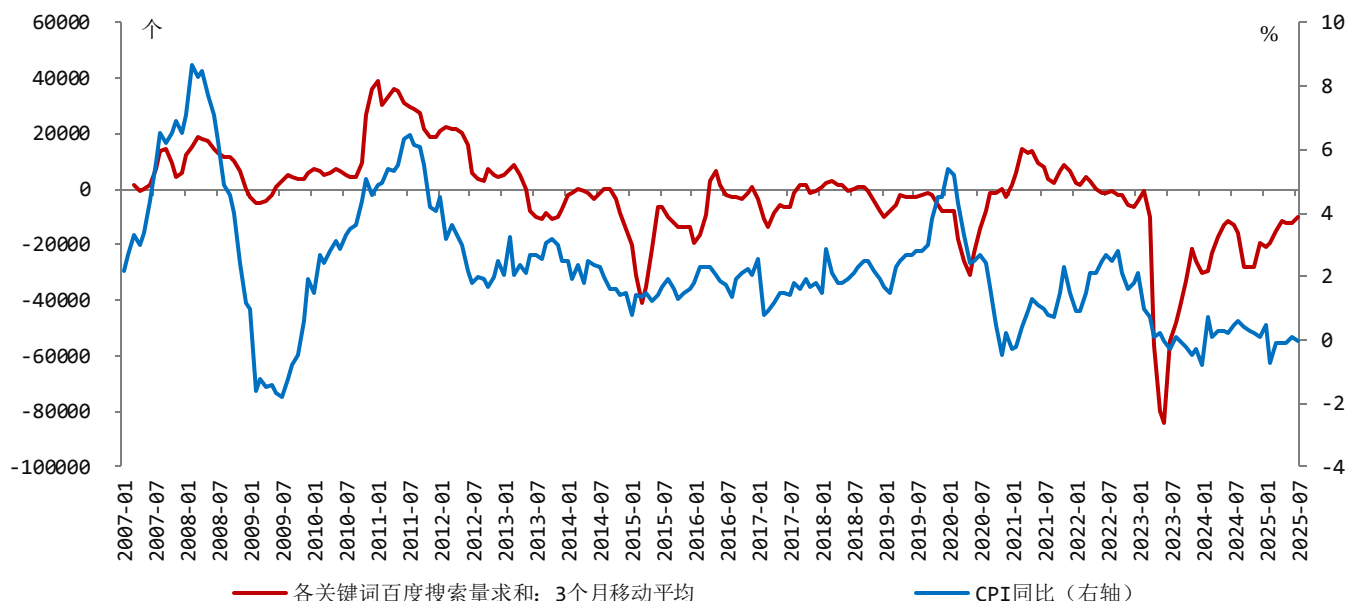


数据来源：wind，西南证券整理

4.2 网络信息提取法

从网络搜索数据来看，“百度指数”基于百度网民行为数据，可以提取某关键词在百度的搜索规模，我们通过“百度指数”提取“通胀”、“涨价”、“房价上涨”、“物价”关键词，设为涨价类指标（正向指标），“通货紧缩”、“降价”、“通缩”等关键词设为降价类指标（负向指标），并将六个关键词月度搜索量相加，再进行三个月移动平均，合成为网络预期通胀指数。该指数与CPI同比走势有一定相关性（ $R^2 = 31\%$ ），在2021年下半年之后持续下降，2025年以来小幅上升，但目前仍相当于2015年水平。

图 33：中国人民银行城镇储户调查：对未来房价的预期



数据来源：Baidu 指数、wind，西南证券整理

4.3 金融市场提取法

从金融市场隐含的通胀预期来看，美国可以通过相同期限的国债名义利率与通胀挂钩指数债券（TIPS）的差值来表征市场交易的中长期通胀预期。但由于国内金融产品不够完备，没有 TIPS 市场，所以国内学界通常采用利率期限结构模型来分离通胀预期因子。例如，Dai 和 Singleton(2000)¹⁸采用两因子无套利高斯仿射利率期限结构模型，姚余栋和谭海鸣(2011)¹⁹采用卡尔曼滤波法将两因子高斯仿射模型，从国债收益率曲线中分解出水平因子，并解释为我国中长期通胀预期，曾耿明和牛霖琳（2013）²⁰从中国银行间国债收益率曲线中分解出债券市场实际利率和通胀预期的整个期限结构，洪智武和牛霖琳（2020）²¹利用混频无套利 Nelson-Siegel 利率期限结构扩展模型，提取了中国通货膨胀预期的期限结构并对其进行影响因素分析。

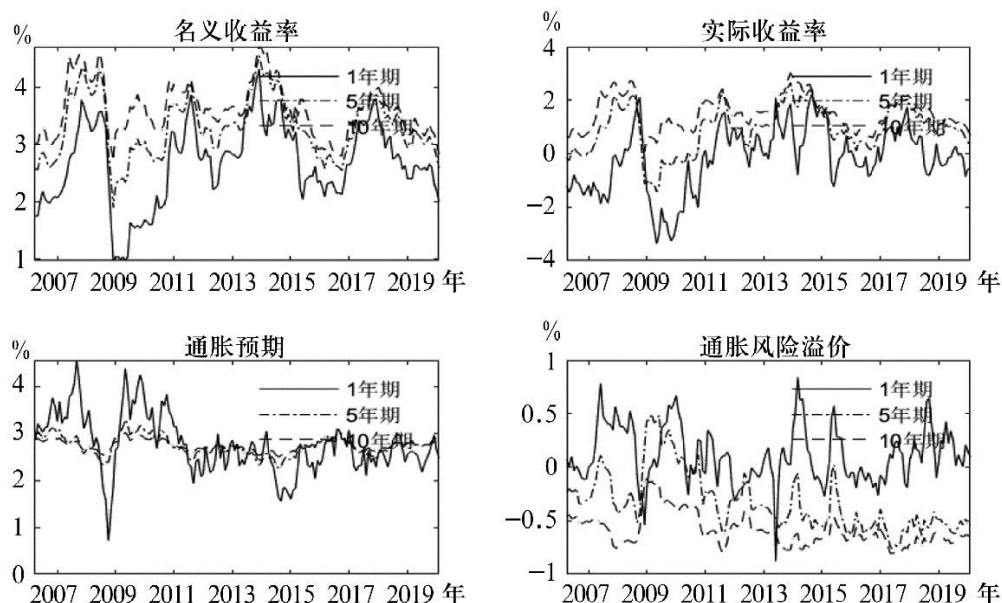
¹⁸ Dai, Q., & Singleton, K. J. (2000). Specification Analysis of Affine Term Structure Models. The Journal of Finance, 55(5), 1943–1978. <http://www.jstor.org/stable/222481>

¹⁹ 姚余栋, 谭海鸣. 中国金融市场通胀预期——基于利率期限结构的量度[J]. 金融研究, 2011, (06): 61-70.

²⁰ 曾耿明, 牛霖琳. 中国实际利率与通胀预期的期限结构——基于无套利宏观金融模型的研究[J]. 金融研究, 2013, (01): 24-37.

²¹ 洪智武, 牛霖琳. 中国通货膨胀预期及其影响因素分析——基于混频无套利 Nelson-Siegel 利率期限结构扩展模型[J]. 金融研究, 2020, (12): 95-113.

图 34：根据混频无套利 Nelson-Siegel 利率期限结构扩展模型对名义收益率曲线的分解



数据来源：洪智武和牛霖琳（2020），西南证券整理

4.4 计量建模法

大多通胀预期的计量模型研究显示通胀预期具有适应性学习特点。赵留彦（2005）²²基于 1995-2004 年月度的国债回购利率和通胀率，设定预期通胀率和预期真实利率的 VAR 模型，通过状态空间模型和卡尔曼滤波法，估计预期通胀率和预期真实利率的变动；刘金全和姜梅华（2010）²³通过状态空间卡尔曼滤波平滑算法推断出通货膨胀率预期，发现中国通胀预期受实际通胀及滞后值影响较大，意味着消费者主要根据近几年的通胀情况形成通胀预期，通胀预期具有适应性特点；李成等（2012）²⁴基于 1992 年第 1 季度到 2010 年第 3 季度的季度数据，运用新凯恩斯动态随机一般均衡模型测度了我国的通胀预期，同样发现通胀预期变动具有迟缓性并可能自我实现，近年来逐渐趋于理性；董春丽（2018）²⁵运用 2006-2016 年通货膨胀率和利率月度数据，使用 VAR 模型和卡尔曼滤波算法，测定了公众通胀预期的数据，也发现通胀率与通胀预期之间具有长期稳定关系，通胀预期具有很强的惯性。

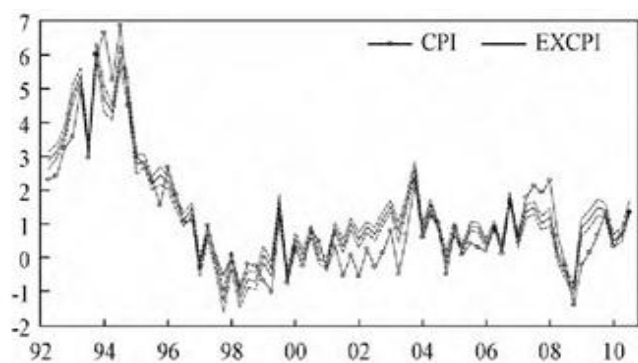
²² 赵留彦.中国通胀预期的卡尔曼滤波估计[C]//经济学（季刊）第 4 卷第 4 期（总第 17 期）.北京大学经济学院金融系,2005:22-43.

²³ 刘金全,姜梅华.中国通货膨胀率预期与实际通货膨胀率之间的影响关系研究[J].现代管理科学,2011,(04):22-24+33.

²⁴ 李成,马文涛,王彬.学习效应、通胀目标变动与通胀预期形成[J].经济研究,2011,46(10):39-53.

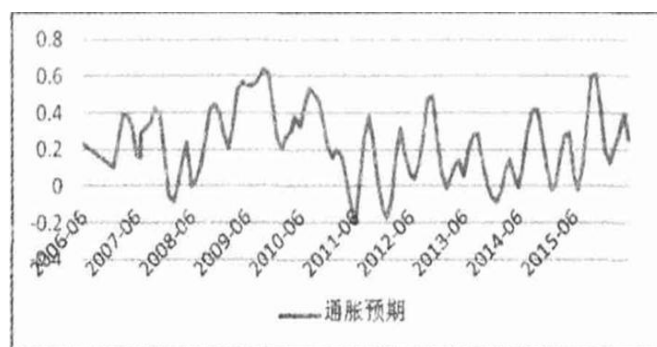
²⁵ 董春丽.基于卡尔曼滤波的中国通胀预期测定[J].遵义师范学院学报,2018,20(02):48-51.

图 35：李成等测算 1992-2010 年公众通胀预期与实际通胀率



数据来源：李成等（2012），西南证券整理

图 36：董春丽测算 2006-2016 年中国通胀预期



数据来源：董春丽（2018），西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn