

提升生產率 緩解老齡化壓力



程實

「千鈞將一羽，輕重在平衡。」去年Jackson Hole全球央行年會的主題是「勞動力市場轉型」，圍繞人口結構、勞動力市場與宏觀政策的關係進行探討，而其中「人口結構與政府債務累積的內在邏輯」成為焦點議題之一。與會的學者指出，在過去幾十年來利率的長期下行與政府債務的持續攀升之下，這一議題並非孤立的偶然現象，而是深植於全球老齡化的結構性邏輯之中。

全球老齡化不僅推高了各個經濟體的財政負擔，也同時擴張了社會對債務資產的需求。然而，財政與金融的可持續性，並非僅由人口結構決定，還取決於利率對債務的敏感程度、國際資本的流向，以及政治制度的穩定性等因素。利率對債務的敏感性可能被低估，全球對美元資產的信任並非永恆，財政赤字在政治經濟學約束下更趨僵化。一旦預期發生逆轉，債務可持續性的表象可能快速瓦解。

首先，人口結構帶來債務的脆弱平衡。直觀來看，老齡化社會必然帶來財政支出的顯著增加：養老金支付逐年上升，公共醫療成本持續膨脹，長期護理和社會保障負擔愈發沉重。這些剛性支出構成了財政赤字的長期化基礎，使得政府債務呈現出難以逆轉的攀升趨勢。

去年的Jackson Hole會議討論指出了老齡化與高債務的潛在關係：老齡化不僅推高了政府的財政負擔，同時也擴張了社會的資產需求。當前全球面臨的財政困境之所以並未立即演變成融資危機，恰恰是因為老齡化同時創造了對債務的強勁需求。換言之，老齡化社會不僅是債務的製造者，更是債務的吸納者。隨着老齡化加深，選民結構向中老年人傾斜，政治力量更傾向於維護福利支出，而非推動痛苦的財政整合。

其次，脆弱均衡不可持續。儘管老齡化創造了一個「高債務—低利率」的表面均衡，但在Jackson Hole會議的討論中，多位學者提醒人們警惕其脆弱性。一是，利率對債務的敏感性可能被低估。哈佛大學教授Dynan強調，現有文獻中多數研究給出的

債務敏感性範圍在1-6個基點之間不等。一旦現實更接近較高的測算數字，財政前景可能會迅速惡化。二是，全球資本市場的需求並非恆定不變。過去幾十年，美國國債之所以能夠保持安全資產的地位，在很大程度上依賴於全球對美元資產的信任。然而，未來這種外部需求未必能夠持續。地緣政治摩擦的加劇、新興市場的金融深化以及其他儲備貨幣的崛起，都可能削弱對美債的依賴。三是，財政危機往往並非源自「存量不可持續」，而是由「流量衝擊」觸發。即便整體債務結構看似穩定，短期的拍賣失敗、政治僵局或金融套利鏈條斷裂均可能誘發危機。

重建長期增長動能

最後，真正的出路仍在於財政整頓與生產率提升。總體來說，老齡化塑造的「高債務—低利率」均衡既為經濟爭取了時間，也埋下了長期風險。短期而言，低利率環境賦予財政政策一定的操作空間，各國可以繼續通過過度擴張來支撐經濟與社會穩定。但中長期看，依賴這一悖論均顯不可持續。財政整合若遲遲無法啟動，代際負擔固化將進一步增加結構性改革的難度。

總體來看，提升勞動生產率仍然是緩解老齡化壓力的關鍵途徑。對於財政政策而言，啟動結構性財政整頓可以幫助穩定市場信任和避免債務預期失控。壓縮低效支出，保持對技術創新、教育投資和勞動力市場改革的投入，有助於提升生產率、重建長期增長動能。

對貨幣政策而言，Jackson Hole的討論亦提供了重要啟示，老齡化帶來的高債務水平使得貨幣政策空間被擠壓，未來的貨幣政策或者需要在「通脹—就業—財政」多重約束下進行動態權衡。

(作者為工銀國際首席經濟學家)



▲全球老齡化推高了各個經濟體的財政負擔，提升勞動生產率是緩解老齡化壓力的關鍵途徑。

樓市印花稅的角色變遷



陳永傑

兩年前在香港買一個價值1000萬元的住宅，印花稅最多要交300萬元；如今同樣交易只需37萬元，稅款大慳近九成。短短數年之間的巨大落差，正好反映印花稅角色的角色轉變——由最初單純的庫房收入，到後來的樓市調控工具，如今又逐步回歸財政本位。

香港印花稅制度的起源可追溯至1866年殖民地時期。當時政府為增加財政收入，對各類法律文件徵稅，包括物業買賣契約、股票轉讓文書及租約等，屬於一種廣泛的文件稅，與樓市調控並無直接關聯。直至近十多年，印花稅才逐步演變為調控樓市的重要政策工具。

1980至1990年代初，印花稅結構相對簡單，對低價物業尤其寬鬆。部分住宅交易僅需定額20元或100元印花稅。1994年更把50萬元以下單位劃一為100元，「百元印花稅」沿用至今已超過30年。即使樓價翻倍上升，相關象徵性門檻仍然保留，近年適用範圍更提高至400萬元，體現照顧中小型物業買家的政策原意。至於高價物業，樓價

逾億元的豪宅稅率已升至6.5%，反映「能者多付」原則。

上年度收入近千億

真正改變印花稅性質的，是2010年後的「辣招年代」。在資金湧入與樓價急升背景下，政府先後推出額外印花稅、買家印花稅及雙倍印花稅，部分買家稅率一度高達樓價三成。印花稅由財政收入工具，轉變為壓抑需求、打擊炒賣的政策武器，樓市交易成本急升。

時至今日，印花稅仍是政府重要收入來源。受惠樓市及股市暢旺，本年度印花稅預算為庫房帶來995億元收入，按年增逾五成，創四年新高；與80年代末僅數十億元相比，增長已超過十多倍。

政府亦預計2026/27年度相關收入可達1010億元，佔該財年整體收入13%。在地價收入回落、樓市尚未完全復甦下，庫房對印花稅依賴加深，某程度上已成為公共財政的「命脈」。因此，穩住樓市、維持健康發展，不僅關乎市場信心，更直接影響政府財政收入。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)



▲近年本港地價收入回落，樓市尚未完全復甦，印花稅成為公共財政收入一大來源。

▲全國兩會正在召開，政府今年工作部署的一個看點，是持續強化民生導向，就業方面增量表述較多，更注重勞動密集行業承接就業的功能。



經濟觀察家

作為「十五五」開局之年的政府工作報告，不僅是對年度穩增長政策的部署，也體現了中長期政策邏輯框架的轉變。總體基調上，今次報告延續積極定調、更加注重效能。我們的理解是，未來政策組合或將偏積極，但不搞大水漫灌強刺激。

政府工作報告七大看點



梁中華

具體來看，政府工作報告對2026年工作部署有以下七大看點：

2026年實際GDP增長目標確定為4.5%-5%，較2025年的5%左右小幅下調並改為彈性區間目標。這一目標與2035年遠景目標總體銜接，與中國經濟長期增長潛力基本融合。結合近期國家主席習近平強調要樹立和踐行正確的政績觀，經濟增長目標的變化是引導地方在「正確政績觀」要求下，不再為追求名義目標而「堆項目、拉投資」，給高質量發展和風險出清留出空間。2026年廣東、浙江等經濟大省將目標調整為區間值，並在報告中增加「在實際工作中全力爭取更好結果」的表述，表明全國及地方對保持經濟合理增長的積極性仍存。

一、目標設定積極務實

物價目標維持2%左右，赤字率隱含的名義GDP增速約5.04%，價格目標的設定考慮了預期引導和現實可能。2026年CPI目標為2%左右，與2025年一致。另一視角看，2026年財政赤字率隱含的名義GDP增速約5.04%，較去年4.9%有所回升，隱含的GDP平減指數在0-0.5%的區間，去年為-0.1%，反映對物價回升的判斷有所改善。

就業目標方面，城鎮調查失業率5.5%左右，城鎮新增就業1200萬人以上。今年就業總量壓力仍存，結構更加突出。筆者認為，一方面，以人工智能為代表的新興產業加快發展，對就業結構產生衝擊，需要通過發展勞動密集型服務業，增強對中低技能勞動力的吸納能力。另一方面，政策重心更加突出「投資於人」來應對。2026年1月人社部新聞發布會透露將「實施穩崗擴容提質行動，出台應對人工智能影響促就業文件」，後續將延續穩崗返還、就業補貼、擔保貸款等存量政策，重點支持勞動密集型等就業容量大的傳統行業企業穩定現有崗位。

二、財政支出力度不減

2026年財政支出力度不減，結構更優，效益更好，動能更強。一是，今年的赤字率擬按4%左右安排，較2025年持平，赤字規模5.89萬億元（人民幣，下同），較上年增加0.23萬億。一般公共預算支出規模將首次達到30萬億元、比上年增加約1.27萬億元。二是，擬發行超長期特別國債1.3萬億元，特別國債3000億元。新增地方專項債4.4萬億元，較上年持平，重點用於建設重大項目、置換隱性債務、消化政府拖欠賬款等。三是，廣義財政赤字11.89萬億元，較上年增加300億元，廣義財政赤字率8.1%。2026年財政赤字、債務總規模和支出總量較2025年小幅增加，在2025年更加積極的基礎上繼續保持相當規模，體現了政策的積極取向。

財政發力節奏或前置，方向聚焦提振消費、投資於人、保障民生。2026年財政政策方向聚焦三條主線：

一是以內需為抓手穩增長。圍繞擴大內需和提振消費，優化「兩新」實施與財政貼息組合，靠前發力推動投資止跌回穩、城市更新提速；二是把「投資於人」置於更高優先級，通過提高養老金、醫保財政補助、育兒與失能老人補貼、兜牢「三保」，系統性提升公共服務支出比重、促進居民就業增收；三是重視地方財政困難與債務治理，「開展整合統籌使用轉移支付資金試點」，強調各級政府要更好「當家理財」，以提高轉移支付效能、健全地方稅體系為抓手，繼續推進隱性債務置換與經營性債務重組。

貨幣適度寬鬆是大趨勢，但節奏相對穩健，需要綜合考慮內外環境和政策協同效應。政策目標上，延續「把促進經濟穩定增長和推動物價水平合理回升」作為重要考量，在此基礎上靈活高效運用降準、降息等多種工具組合，保持流動性合理充裕。信貸方面，提出「降低融資中間費用，促進社會綜合融資成本低位運行」，表明政策重點或不再是降利率，而是通過中間費用降低融資成本。

結構上，更加注重定向發力，引導金融機構加大對擴大內需、科技創新和中小微企業等重點領域的支持力度。其中，將「擴大內需」置於結構性政策重點首位，設立1000億元財政金融協同促內需專項資金，通過「再貸款+財政貼息」、擔保增信等方式，支持服務消費、養老等領域，強化財政金融協同擴內需。

宏觀政策更加強調協同有效。報告提出要「強化改革舉措與宏觀政策協同」，增強宏觀政策取向一致性、放大「組合拳」效應和健全預期管理機制。

三、建設強大內需市場

擴大內需、建設強大內需市場置於任務首位，關注服務消費和有效投資潛力釋放。消費方面，優化存量政策，服務領域或為擴內需的重點。一是，優化「兩新」政策實施，超長期特別國債2500億元用於消費品以舊換新。二是，服務領域或成為擴內需的重點，實施服務消費提質惠民行動，活躍線下消費、釋放文旅、賽事、康養等領域消費潛力。三是，從居民收入着手建立促進消費長效機制。制定實施城鄉居民增收計劃，將在促進低收入群體增收、增加居民財產性收入、完善薪酬和社保制度等方面推出一批務實舉措。

投資方面，着力實現投資止跌回穩，挖掘釋放有效投資潛力。中央預算內投資規模7550億元，較2025年增加200億元；安排8000億元超長期特別國債資金用於「兩重」建設，較2025年持平；發行新型政策性金融工具8000億元，撬動更多民間投資與社會資本。項目方面，優化實施「兩重」項目，及早謀劃、推進「十五五」重大工程項目。

四、積極發展人工智能

現代化產業體系建設注重傳統產業優化提升和新興產業培育並重，人工智能重要性提升。關於培育壯大新动能有以下增量：

一是，優化提升傳統產業置於建設現代化產業體系的首位。鞏固提升傳統產業優勢是現代產業體系的基礎，本次安排2000億元支持大規模設備更新，實施產業鏈高質量發展行動，礦業、冶金、化工、輕工等傳統產業或迎來新的發展機遇。

二是，相較於2025年，新增重點點提及打造集成電路、未來能源、具身智能、腦機接口、6G等產業。

三是，「人工智能+」的重要性進一步提升，相較於2025年將作為數字經濟中的重要一環，本次報告提出「打造智能經濟新形態」並作為單獨段落。

五、地產風險持續收斂

房地產和地方政府債務風險有望進一步收斂。地產端，2025年中央經濟工作會議明確「因城施策控增量、去庫存、優供給」後，地產政策出台密度明顯提升，多地提出收購存量商品房重點用於保障性住房、放開限購政策、完善「白名單」融資支持等。住房公積金制度改革作為關鍵抓手延續推進，有望釋放部分合理需求。

化債端，2026年是用於置換地方隱性債務的約6萬億元特殊再融資債，基本發行完畢之年，化債資金落地節奏或延續2025年特徵，隱債置換債仍將前置發行。在堅持主動化債、不得新增隱性債務紀律的基礎上，今年將更加聚焦地方政府融資平台經營性債務風險的化解。

六、建設全國統一大市場

全國統一大市場建設更加強調制度完善和規範地方政府行為，消費稅改革或平穩推進。完善制度建設，著重規範地方政府招商引資、不合理稅收優惠補貼等行為。相較於2025年「加快建立健全基礎制度規則，破除地方保護和市場分割」，本次報告強調「制定全國統一大市場建設條例」，制度建設更趨完善。針對地方政府經濟促進行為，明確「出台地方政府招商引資鼓勵和禁止事項清單，規範稅收優惠、財政補貼政策」。

財稅體制改革方面，細化消費稅改革表述，相較於2025年，「加快推進部分品目消費稅徵收環節後移並下劃地方」的表述，本次報告明確將「調整優化消費稅徵稅範圍、稅率，並推進部分品目徵收環節後移」，預計改革為漸進式推進。

七、大力保障社會民生

政策持續強化民生導向，圍繞就業、社保和教育更大力度保障和改善民生。其中，就業方面增量表述較多，更加注重勞動密集型行業承接就業的功能。一方面，提出進一步增加以工代賑投資規模、支持勞動密集型行業企業穩定崗位、增強服務業帶動就業能力。另一方面，完善穩就業配套政策，與2026年總體要求中「着力穩就業、穩企業、穩市場、穩預期」，將「穩就業」置於首位呼應。主要措施包括延續實施穩崗返還等措施，出台支持靈活就業人員、新就業形態人員參加職工保險的政策等。(作者為國泰海通首席宏觀分析師)