

看世界

一人一把号

最近这几天，美国财政部和美国联储你方唱罢我登场，国债回购操作悬念大剧。8月18日，美国联储首次突破40万亿美元关口。尽管公告次日才发布，但市场当天就给出了激烈反应：30年期美债的盘中收益率直接飙到了5.3%，这是2007年6月份以来的最高位，也是19年以来的新高；30年期国债拍卖的中标利率为5.21%，是2001年以来的最高值。

同日，美国财政部照常进行20年期到30年期国债回购操作，额度为20亿美元，但却收到了差不多200亿美元的卖出报价，认购率高达10倍。

8月19日上午，美国财政部突然宣布，把针对10年期至30年期国债的回购操作从每次20亿美元加倍到40亿美元，窗口为9月9日至11月4日。美国30年期国债收益率应声而落，同时，美元走弱，黄金跳涨，美股一度反弹。

到了下午，美联储公布7月议息会议纪要。纪要显示，尽管联邦公开市场委员会（FOMC）最终以9票赞成、3票反对的结果，将联邦基金利率（政策基准利率）目标区间维持在3.5%至3.75%不变，但会议期间倾向加息的声音“可能不止最终投下反对票的3名委员”。

各吹各的调

按照美联储的声明，有两层意思：第一，财政部将把回购额度扩大到“可以超过每期40亿美元”；第二，财政部要为这些债券做市，相当于部长出马亲口认领了“最终做市商”的身份。不过，当天的市场非常不给面子，美债收益率再度反弹，回升至19日公告前的点位。

在连续3天的时间里，财政部亲自下场给美国国债做市，目的是按住长端收益率。但同时美联储公布的内容却在聊加息。这不“顶牛”了吗？

要理清其中脉络，还得从财政部的国债回购操作说起。

本次操作是2024年5月29日启动的。按照之前的计划，财政部会按季度买回部分已发行一段时间、流动性较差的长期债券，单次操作上限为20亿美元。

这套操作有两个特点：其一是“回购”而非“发行”。平时，财政部负责卖券、做市商们负责买券，而回购是做市商们卖券、财政部买券，整个交易方向是相反的。其二，财政部是一个对价格极其敏感的买家，说白了就是“价格报贵了人家真不买”。

截至今年7月底，这个项目已经累计买回了4405亿美元的美国国债。其交易结构非常清晰，短债的额度经常用不满，长债的报价倍数动不动就是8倍、10倍，最高还到过18倍。换句话说，做市商真正着急出手的是长债，所以，财政部成倍操作的也是长债。

不过，这并不等于变相量化宽松（QE）。根据美国媒体披露的国债回购操作流程，财政部先会发行一定数额的短债（有机机构评估是28亿美元），由货币基金或其他金融机构掏钱认购。此时，钱就进入了财政部存放在美联储的一般账户TGA（Treasury General Account）中。财政部再拿着这些钱，从做市商那里买回大量老旧的长债（据称面值为40亿美元）。

翻译一下，财政部发行短债28亿美元，相当于向市场借了28亿美元的现金；反手买回40亿美元面值的债券，也就是撕了40亿美元的欠条。里外一倒手，财政部“原地”缩表12亿美元。

为什么28亿现金能买回40亿面值的债券呢？因为财政部买的主要是二级市场上那些已经跌成“白菜价”的长债，其中又以2020年前后发行的长债为主。2020年，美国正处于“史无前例的超大规模量化宽松”中，美联储向市场注入了天量流动性，美国联邦基金目标利率全年维持在0%至0.25%的超低区间，因此当时发行的债券收益率也非常低，十年期收益率年初约1.8%，3月一度跌破0.5%，年末回升至约0.9%附近。现在市场上有大量收益率超过5%的长债可供交易，这些2020年发行的债券自然卖不动，只能打“骨折价”。

而美联储，在整个过程中只扮演了交易渠道的角色。发生变动的只有TGA账户，先存28亿美元，再划走28亿美元，一进一出，资金变动为0。从头到尾，美联储没有发行过1美元的基础货币，也没有向市场注入一丝流动性。所以，这不是QE，而是国债市场的扭曲操作（Operation Twist），即通过发行短债、回收长债，置换负债结构。

那么，这28亿美元原地缩表意味着什么？给财政部资产负债表“化个妆”当然是其中的重要原因，不过，这只是“面子”，“里子”体现在做市商的账本里。

对于做市商来说，美国监管机构就是握着命门的那只手。不过这只手只管两件事，一件是风险，一件是规模。

先来看风险管理。在美国的监管制度中，所有金融资产都对应着一个风险系数，其中，美国国债被默认为“永不违约的资产”，风险系数为0；其他金融资产的风险系数均大于0。假设一家做市商的资本金是100万美元，当它为一项风险系数为0.1的金融资产做市时，规模上限就是1000万美元，再多就“穿表”了。

再来看规模管理。这套标准的核心指标叫作“补充杠杆率”（Supplementary Leverage Ratio，简称SLR）。这是2008年国际金融危机后，监管机构针对大型金融机构新设置的资本约束指标，要求金融机构无论资产风险高低，都必须持有一定比例的一级资本。其目的，是要把做市商的资本金和总资产的比例限制在一个合理区间内，哪怕做市商只持有风险系数为0的国债，也不能无限量购买。

搞清楚了这两个概念再来看做市商的账本。做市商把长债卖给了财政部，收到现金后把之前融资用的回购借款还掉。这样一来，国债没了，借款也没了，做市商资产负债表的两边同时缩水，同样“原地”缩表，缩表规模为28亿美元。这相当于财政部直接出手，帮做市商腾空了“货架”，给未来要发行的新国债留出了空间。

不过，美联储的剧本和财政部那本完全不一样。

美联储资产负债表在2022年6月触及约8.9万亿美元的历史峰值后，经历了3年多的量化紧缩（QT）。然而，这一收缩进程在2025年12月戛然而止，原因是货币市场出现准备金不足的压力信号。美联储当月启动了一项名叫“储备管理购买计划”（RMP）的货币政策操作，其本质就是通过购买短债，向金融体系补充准备金。自2025年12月至今，美联储每月都会购买短债，初始规模为400亿美元，今年4月降至250亿美元，5月进一步降至100亿美元；截至7月，已累计购买约3100亿美元短期国债。

此时再把财政部和美联储两边的账本合起来看，怪事出现了：

财政部通过国债回购操作项目发行短债，抽走长债；美联储通过储备管理购买计划吃进短债——美联储成了财政部的短债“接盘侠”。

最新消息是，就在财政部宣布成倍回购的前6天，也就是8月13日，纽约联储发布公告称，8月14日到9月14日，储备管理购买直接降到零。说直白些，这个盘，美联储不想继续接了。

更奇怪的事情还在后面。财政部国债回购操作的目标有二：一是给做市商腾“货架”，确保其不至于踩到规模管理红线；二是压低久期风险，也就是要降低债券价格对政策利率波动的敏感程度。

那财政部的国债回购操作能直接压低久期风险吗？

如果只看回购规模，不能。即便财政部8月19日、20日连续两天宣布加码回购，一年能从市场抽走的久期风险也不过千亿美元级别，和美国国债40万亿美元的大盘子相比根本不值一提。哈佛大学的几位教授曾经用QE时代的数据作过一个测算，市场每抽走1000亿美元的久期风险，偿债端的期限溢价大概能下调5个基点，所以现在这个回购规模只能算是聊胜于无。

可如果看市场的反应函数，回购真正的价值就体现出来

国际

来稿邮箱 gjb@jirbs.cn

了。它是一个信号，相当于财政部敲锣打鼓地送了市场一张国债长端收益率看涨期权，而且亮明了行权价，就是5.25%到5.35%这个区间。

历史上，类似操作有过好几个成功案例。1961年，美国财政部连发6次公告，扭曲操作规模占当年国内生产总值（GDP）的1.7%，长端收益率总共被压低了15个基点。更夸张的是2001年10月30日，美国财政部直接宣布停发30年期国债，就这一句话，一分钱没花，30年期国债收益率单日暴跌34个基点，创1987年股灾以来最佳单日表现。所以，供给端的信号其实是非常“能打”的，有时候比真金白银还管用。

但这套操作能够成功的前提是，美联储肯配合，把短期利率压在一个极低的水平上。因为这套操作的本质是用短债置换长债，只是会计意义上的腾挪，并不涉及真实的还本付息。

而且，债券的票面利率不是财政部自己能说了算的，它和美联储公布的政策基准利率高度相关，每续借一次，短债的票面利率都得按照当时的政策利率重新谈。换句话说，如果美联储真加息，下个季度就会直接“涨”在财政部的账单上，所以，财政部赌的就是美联储不会加息。

但美联储在干什么呢？在讨论加息，至少看着像是在讨论加息。

8月28日，美联储主席凯文·沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上发表演讲时表示，“有令人担忧的迹象表明美国通胀水平过高”，除非通胀压力缓解，否则美联储“可能还有很多工作要做”。虽然沃什本人并没有明确表示支持加息，但市场对美联储9月加息的预期已经提高到了60%。

这就是整件事中最神奇的一幕——财政部还在疯狂加码短债，美联储却在释放加息信号。一切正应了网上那句戏言，“一人一把号，各吹各的调”。

中亚公路怎么收费？

董立斌

亚欧大陆桥是横跨亚洲与欧洲、连接太平洋与大西洋的国际运输大通道，尤其是东起中国连云港，西至荷兰鹿特丹的第二亚欧大陆桥（又称“新亚欧大陆桥”），作为中欧班列的主要载体，是共建“一带一路”倡议中重要的经济走廊。除了铁路大动脉外，密布整个中亚地区的公路网是构建立体化交通网络、打通“最后一公里”的关键支撑。

那么，中亚地区的公路究竟是怎样收费的呢？

当前，中亚收费公路呈现“一国先行、多国跟进、差异化运营”的格局。

哈萨克斯坦是中亚收费公路规模最大、体系最完善的国家。据哈萨克斯坦国家公路公司官方数据，截至2026年7月，该国运营收费公路29段，总里程6381.59公里，覆盖14段一级公路、15段二级至三级公路。依托“光明之路”新经济政策，哈萨克斯坦力推差异化定价、预付费优惠、质量缺陷停收机制，通行费全额用于道路养护。这些公路收费标准普遍不高，从新疆霍尔果斯口岸出境至哈萨克斯坦最大城市阿拉木图全程约300公里，小客车过路费折合人民币还不到10元，不少自驾游客惊呼“太便宜了”。

乌兹别克斯坦紧随其后。8月17日，乌兹别克斯坦总统新闻局宣布，该国首条收费公路乌尔根奇—希瓦高速公路即将通车。公路全长约35公里，连接花刺子模州的希瓦与乌尔根奇，预计可将原本1小时的车程压缩至不到20分钟。就在一个月前，总投资约22亿美元的塔什干—撒马尔罕高速公路项目正式开工建设，建成后两地公路通行时间可由原先的5.5小时缩短到2小时至2.5小时。专家指出，两条公路有助于进一步强化乌兹别克斯坦作为欧亚陆路运输枢纽的地位，带动沿线物流、商贸、旅游产业发展，并创造大量就业岗位。

吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦走的是精准发力的发展路径。吉尔吉斯斯坦瞄准造价高昂的隧道工程，自2026年起对南北干线隧道实施专项收费，全部收入投入设施运维，以破解重大工程后期管护难题。塔吉克斯坦的杜尚别—恰纳克收费高速，是该国唯一全线收费干线，串联首都与北部核心经济区，依靠特许经营模式偿还项目贷款，是中亚较早开展公路商业化运营的典型案例。

土库曼斯坦虽暂未落地商业化收费公路，但一直在持续推进国内干线道路升级

改造，为未来相关模式探索奠定基础。

收费公路在中亚逐步铺开，折射出区域基础设施转型的现实需求。长久以来，中亚公路建设维护高度依赖财政拨款，养护资金缺口高达40%至60%，“建得起、养不好”成为行业顽疾。还有不少公路依靠财政与国际贷款建成，后续常态化养护预算供给不足，道路损耗速度远超修复速度。

就此，亚洲开发银行发布报告指出，收费公路是破解中亚公路养护资金短缺的重要途径。使用者付费模式能够产生稳定现金流，搭建起“建设—收费—养护—再投资”的良性循环链条，助力中欧、中亚南北跨境物流走廊降本增效。

如今，这一探索已初见成效。世界银行针对欧洲西部—中国西部公路哈萨克斯坦境内段调研显示，高质量收费干线投运后，走廊通行时间缩短约67%，道路用户综合成本下降35%，有效带动了沿线就业与商贸繁荣。

不过，机遇之外，挑战同样不容忽视。亚洲开发银行技术评估报告提示，中亚收费公路行业面临多重共性制约。部分偏远干线客货车流量不及预期，直接影响特许经营项目的投资回报；通行收费会

抬高普通居民出行以及中小微企业货运成本，社会承受能力是绕不开的现实问题；部分国家配套尚不完善，电子收费普及率有待提高，跨境收费互认机制缺位；通胀与汇率波动抬高建设运维开支，进一步加大政府和社会资本合作（PPP）项目履约风险。

面向未来，由亚洲开发银行发起成立的区域性合作机制中亚区域经济合作（CAREC）专项工作组给出了四点建议：一是项目选址有所取舍，优先布局跨境运输走廊、大城市之间的高流量干线；二是加快数字化改造普及，大力推广不停车电子收费，推动多国收费数据互联互通；三是补齐社会保障配套，严格落实免费替代路线、本地用户优惠政策，平衡商业收益与公路的公共服务属性；四是落实全生命周期资产管理，将建设质量、运维效果、收费绩效相互绑定，规避“重建设、轻养护”的老问题。

2026年萨尔茨堡艺术节7月17日至8月30日举行。恰逢莫扎特诞辰270周年、萨尔茨堡老城列入《世界遗产名录》30周年，双重时代印记赋予这场活动特殊内涵。

萨尔茨堡艺术节组委会相关负责人对记者说，百年活动的生命力，在于构建多元的艺术体系，既守住古典艺术的顶尖水准，又让艺术真正走近和惠及大众。

不同于多数活动的流量模式，萨尔茨堡艺术节以文化品牌赋能产业发展，构建起“演出服务、文旅消费、文创衍生、数字赋能”的完整产业链，将艺术关注度切实转化为城市发展的持久经济动能。

据萨尔茨堡《回声》杂志报道，艺术节每年创造2.5亿欧元的附加值，为奥地利提供约3000个全职工作岗位，艺术观众日均消费414欧元，是平日游客日均消费的约两倍。当地创新推出“萨尔茨堡卡”一体化文旅服务，整合公共交通、文博场馆、名人故居等资源，实现从“单次打卡”到“深度旅居”的消费升级。

每年6至9月，奥地利各种艺术节接力登场，打造覆盖不同受众、跨越地域的夏令文化走廊。6月19日维也纳美泉宫夏夜音乐会拉开序幕；6月下旬，格拉茨市施蒂里亚音乐节演绎古典与早期音乐；7月起举办萨尔茨堡艺术节、布雷根茨艺术节、因斯布鲁克古乐节和巴德伊舍轻歌剧节；9月中旬，布尔根兰州的金秋音乐节将音乐与葡萄酒品鉴结合。

这套全域协同模式，有效分散单城客流压力，盘活阿尔卑斯山区、湖畔小镇等小众文旅资源，让奥地利域内城镇从单一网红城市打卡地，升级为“欧洲夏日艺术之都”，在欧洲文旅同质化竞争中走出差异化发展路径。（据新华社电）

本版编辑 韩 叙 王一伊 美 编 倪梦婷