# 过去15年,匈牙利财政与货币政策的相互作用\*

毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György) -保洛陶伊·达尼尔 (Palotai Dániel)

在2001年实行通货膨胀目标制定政策后的12年里,匈牙利的财政政策和货币政策之间紧密关联、相互影响,但是两者缺乏协调性,导致匈牙利经济蒙受了严重的损失。在匈牙利历经2-3年的时间里,于2013年完成了对财政政策的改革,后又对货币政策进行了改革。自此,创造了这两类政策之间的协同配合,帮助这两类政策实现了各自的目标(如达到价格稳定、财政稳定和创造可持续预算政策),也以此奠定了长期增长的基础。

该论文研究的课题是:过去15年当中预算政策和货币政策之间的主要搭配方式是什么,以及在不同的时间段里处于不同活跃度和不同主导程度的财政、货币政策通过何种途径产生相互作用,怎样评价它们(共同)运作的成果。我们采用了埃利克•利珀(Eric Leeper)的模型作为框架,运用了过去15年的经济历史作为实际数据和经验。其中,本文详细介绍了从2010年到2013年间实施的财政政策改革和2013年之后实施的货币政策改革的原因、目的、主要内容和效果。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: E52、E63、O23

**关键词:** 货币政策, 财政政策, 经济政策的协调配合, 财政主导理论, 匈牙利经济历史

## 1. 前言

经济政策的两大主要支柱,财政政策和货币政策之间的关系对经济政策的成效起了决定性作用。利珀(Leeper 1991)发表的财政主导理论为研究两类政策之间的关系提供了耐人寻味的理论框架<sup>2</sup>。简而论之,利珀(Leeper)

<sup>\*</sup> 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

毛托尔奇•捷尔吉(Matolcsy György)匈牙利国家银行行长。

保洛陶伊·达尼尔(Palotai Dániel)匈牙利国家银行负责经济学和重大事务的总经理

电子邮箱: palotaid@mnb.hu

该论文发表于《金融与经济评论》2016年第2期 http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/gyorgy-matolcsy-daniel-palotai-en.pdf

<sup>「</sup>作者们感谢绍洛伊•阿科什(Szalai Ákos)、卡萨伯•罗兰特(Kaszab Lóránt)、瑞夫•亚当(Reiff Ádám)、鲍科绍伊•葛尔盖伊(Baksay Gergely)、梅泽尔•贾博(Meizer Gábor)为编写本篇论文提供的帮助。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 最新的《宏观经济学手册》(Handbook of Macroeconomics)为财政主导理论用了一个章节的篇幅, 这是显示该问题重要性的良好佐证。(见*Leeper and Leith 2015*)。

研究的课题是:紧缩和宽松的财政政策需要搭配何种货币政策;反而亦然,如果两者进行不兼容的战略又会有何影响。

下面我们根据利珀(Leeper)的理论和概念来解析匈牙利过去15年里的经济政策。我们将会看到,利珀(Leeper)的方法非常适合指出:在这两大经济政策的决策力量之间,何时不可能出现协调配合,何时有实现协调配合的机会但尚有不足,何时实现了真正的协调配合。显然,经济政策的成功与否取决于这两大因素之间的配合情况。匈牙利经济最成功的时期:正是财政和货币政策互为协调、互为合作时期,而当其中一类政策强行制约另一类政策时,后者只能给出越来越坏的回应。

第一部分是对利珀(Leeper)理论的简单介绍;第二部分是关于被错误的财政政策主导的时期(2002-2009);第三部分写的是财政政策已为协同合作创造了机会,而货币政策尚未利用这一机会的三年(2010-2012);第四部分是关于两类政策的协同合作以及至今得到的成果(2013-2015)。最后一章是我们做出的结论。

### 1.1 财政主导理论

利珀(Leeper)理论讲到,财政政策和货币政策可以分为主动型和被动型,这取决于每一类政策有多么遵守它们的自我目标。此外,根据政策的决策者是主动型还是被动型,可区分出财政主导和货币主导这两个概念,让我们更准确地描述以上所提到的目标和行为。

货币政策在模型中的目标,是让通货膨胀在预测时期内达到设定的目标。如果货币政策严格遵照该目标实施其决策,那么它就是主动型(严格的);如果允许通胀率偏离目标,那么它就是被动型(宽松的)³。利珀(Leeper)对财政政策采取了与货币政策反向的定义。主动型(或者扩张性的,宽松的)财政政策允许预算赤字超出可维持的水平,被动型(紧缩的)财政政策注重于确保其长期的稳定性⁴。两类政策扮演主动型还是被动型的角色,决定了经济政策是财政主导(主动的——扩张性的财政政策和被动的——宽松的货币政策)还是货币主导(主动的货币政策和被动的财政政策)。除此之外当然也有主动—主动和被动—被动的经济政策搭配。

货币主导是根据利珀(Leeper)理论:货币政策是主动型,财政政策是被动型。央行严格遵照通胀率目标实施政策,这样一来,财政政策别无选择,只能保持被动状态(也就是紧缩的财政政策),不然就会威胁到国家预算的

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> 按照利珀(Leeper)的思想我们也可以解释为: *货币政策规则*(或者是泰勒规则)认为当通货膨胀率比通货膨胀目标高出1个百分点的时候,那么名义利率的增长幅度高于1%(与和通胀目标匹配的名义利率相比),因为要使名义利率减去通胀率所得到的有效利率得到增长。

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup>依照利珀(Leeper)观点,根据财政规则规定,当债务的实际价值超过一个界限值的时候,预算盈余就要增长。

长期稳定。利珀(Leeper)将这个经济政策的搭配方式看作为基本状态,该 状态可保障经济政策的两大支柱间稳定的合作模式。

财政主导指的是由主动型(扩张性)财政政策和被动型(宽松性)货币政策组成的经济政策组合。也就是说,财政政策允许过高、超过长期可持续的赤字水平。为了维持国家预算的整体平衡,根据利珀(Leeper)模型推论,需要央行放弃其通货膨胀目标,让通胀率增高。换句话说,是要实施宽松的货币政策。这样央行就会创造铸币税收入,并可将其转为预算收入,用另一种方法描述,就是通过通货膨胀使债务贬值。当然,在现实当中这个问题要复杂得多,除了经济学障碍之外,还有众多法律和信誉上的障碍,而在利珀(Leeper)模型中,该问题已被按照上述方式所看待。在财政主导环境下,国家预算的整体平衡可以得到维持,维持方法主要不是通过保持预算平衡,而是通过制造高于合理水平的通货膨胀。也就是说,央行需要局部或完全放弃其设定的通胀目标,这样便成为了被动型(宽松的)。5

接下来出现的问题是,如果与之前所介绍的情况相反,在货币政策和 财政政策同时主动或同时被动的情况下会发生什么。通过原来的模型*(利珀 Leeper, 1991)*可以看到,在货币政策和财政政策同时主动或被动的情况下, 无法实现平衡状态。'因此,央行在平衡经济系统上扮演者重要作用:它要时刻掌握财政政策动向,并采取相应的策略来应对。

值得关注的是,在财政政策为主动的(扩张性的)情况下,对于匈牙利国家银行来说没有好的选择,它只能选择是局部放弃还是完全放弃自身目标,或者严格维持目标(保持主动)。在它选择前者的情况下,通货膨胀会

<sup>5</sup> 在财政主导的情况下,除了扩张性的财政政策之外,所谓的"资产效应"也会提升通货膨胀。因此,居民的(名义)资产会因为更多的交易和/或更低的税务而增加(或者简单点说:"人们口袋里的钱变多了"),而这看起来变得更多的资产会鼓励居民额外消费,并进一步增长通货膨胀。

<sup>6</sup> 如果两类政策均为主动的,那么国家财政的整体长期平衡无法实现。财政政策允许大额赤字,央行却维持低通胀率,这样下去最终会导致预算崩溃,引发危机。如果两类政策均为被动的,那么预算赤字低,但央行仍然允许高通胀率。这是不太切合实际的一种搭配。

持续上升,超过预先设定的目标;而在选择后者的情况下则会破坏国家财政 预算的整体平衡,极端的情况下甚至会引发破产或危机。

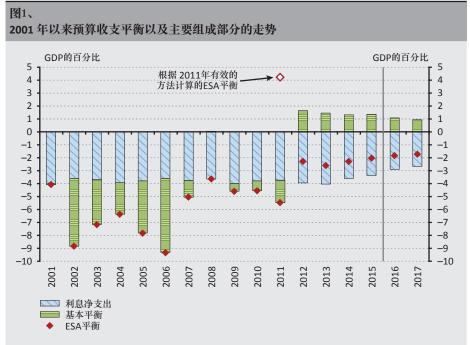
戴维格和利珀(Davig, Leeper, 2008)对分析论述进行了进一步的调研,研究了一开始不可持续的经济政策搭配在一定几率下转变成可持续状态的情况。研究结果表明,如果现有制度不稳定(比如因为货币政策和财政政策均为主动的),那么系统恢复稳定的条件,就是财政政策在将来至少有少量转为被动的可能性。换句话说,如果投资者预计将来会发生有益的转变,就会包容此阶段这看起来不可持续的经济政策的搭配状况。

我们将按照以上的框架系统介绍匈牙利在过去15年的经济政策。我们要提前申明,从经济政策决策者的观点出发,我们认为利珀(Leeper)的用词并不适用于所有情况下。一方面,从审慎角度来看,他的模型里对于主动和被动政策的含义在财政政策和货币政策上是不同的。货币主动代表不惜一切代价维持通胀目标,而财政主动则代表不可持续的,高开支的政策。若以此推论,财政主导所指的却是以财政政策为主来决定的经济政策搭配,其中最大的重点,是财政政策本身的不可持续性,需要货币政策做出相关的配合。与此同时在货币主导的环境下,提出的货币政策并不能起到主导和决定性作用,而是匈牙利国家银行运用自己可以运用的手段,专注于达成自身设定的通胀目标。综上所述,在财政主导的情况下,两类政策之间没有切实合作的可能,因为匈牙利国家银行只有放任通胀或实施过于紧缩的货币政策这两种选择,但采用主动的货币政策(用利珀 Leeper 的话说是货币主导)尚有存在合作的可能性。最后值得我们重视的是,利珀(Leeper)的模型中提到的主导含义代表的不是"重要性",而只是代表一种经济政策搭配而已。

## 2. 极具缺乏协调性的财政主导和无力的货币政策 (2002-2009)

介绍完财政主导理论之后,将其框架运用在此理论中,从而研究匈牙利自2001年实施的通胀目标制到2010年之间经济政策的发展情况以及在此形成的主要宏观变量。可以说在没确定具体结果前,主要原因是由于不负责任的货币政策所导致,所以2002年至2010年期间是匈牙利经济史上的浪费时期(Leeper 的模式中委婉措辞为"积极的")。这既不适合采用通货膨胀来抵消债务的宽松型货币政策,又不适合采用为了稳定物价而取消过于增长的紧缩型货币政策。由于2002年起这不负责任的财政政策举措,导致在所研究的大部分时间里,政府的财政政策和中央银行的政策之间在原则上也没有和谐的余地。当然这并不能免除货币政策在这一时期的错误举动所导致的外币贷款扩张等问题现象的出现所要承担的责任。

观察实际经济增长和财政预算平衡的关系可以看到,这两个对国家经济的可持续发展和赶超来说或许是最重要的两大因素,却从未在2002-2010年期间的任何一年中同时出现过。因为二十一世纪初全球经济繁荣的推动(从2002年开始)以及持久的过度宽松型财政政策,从而导致了实体经济的增长(到2006年为止),但并没有负责地达到财政预算的收支平衡(见图1)。



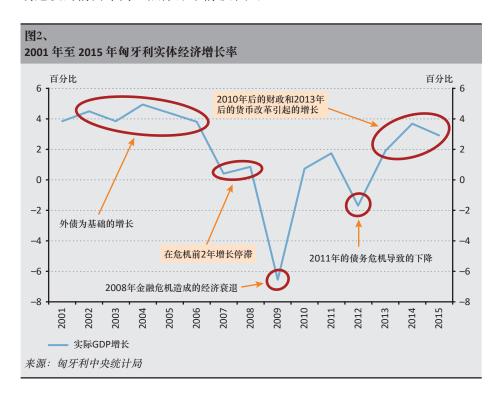
备注: 匈牙利国家银行在《通货膨胀报告》中对2016-2017年的预报。2011年,根据当时有效的统计规则,预算中有4%的盈余,但统计方法后来被追溯修改而导致根据当年的数据预算有赤字。原因是在2014年欧盟实行ESA2010欧统局统计方法之后,养老基金资产由国家接管导致的资产增加在交易当年(与之前的规则相反)不能计算为政府部门收入。

来源: 欧盟统计局、匈牙利国家银行

2006年之前,约为4%的经济增长速度未能持续,因为2010年前历任政府的财政政策造成了持久的结构性失衡。在财政主导下,历任政府主要试图通过高幅度预算赤字(2002年至2006年间平均为7.9%,2002年至2010年间为6.4%)促成增长并且隐瞒经济框架中日益严重的结构性问题。由于劳动收入中(按照国际标准来算)过高的税务负担以及无理宽松的社会福利制度,到二十一世纪中旬匈牙利已然成为欧洲就业率和经济活动比率最低的国家之一。7家庭和企业部门较低的负债净额,加上高额的财政赤字,从而导致了庞

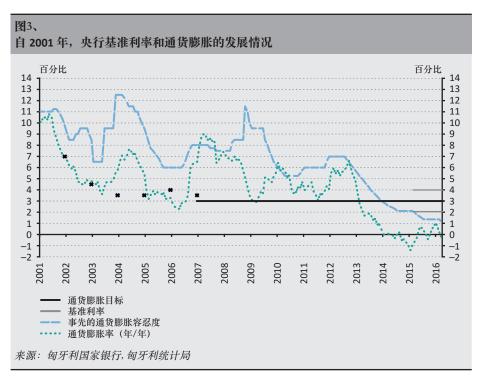
<sup>『</sup>毛托尔奇•捷尔吉(Matolcsy György) - 保洛陶伊•达尼尔(Palotai Dániel)(2014)

大的双重赤字。国民经济外部融资需求净值的快速上涨导致越来越大的外部脆弱性风险,而在2003年后外汇贷款迅速普及且进一步加剧和扩张(图10)。缺乏稳定的宏观经济基础(如广泛的就业以及内外宏观金融平衡)的增长于2006年失去了蒸蒸日上的势头,而且在2008年秋季爆发的全球货币和资本市场危机的前两年内已然停滞不前(见图2)。



这种错误的基于高额外债、缺乏针对强化国内产能的结构性改革、无理维持高额财政赤字和过高主导财政政策的举措,直接导致了较高的通货膨胀,而中央银行仅关注其主要法定任务(即价格稳定)试图以维持高基准利率来平衡以上的问题,但是没有成功。国内的消费物价指数多半高于央行自2001年以来在通货膨胀目标制度框架内所规定的通货膨胀目标(图3),也就是说,尽管央行的指导利率很高,也未能如愿实现其首要目标。

从2001至2010年期间,匈牙利平均通货膨胀率对比波兰、捷克和斯洛伐克经济体(V3)所高出2.5个百分点的事实上充分说明匈牙利通货膨胀率持续高涨(图4)。这是一个重大的通货膨胀差距,但是财政和货币政策自2013年初开始协调后,这种重大的通货膨胀差距基本上得以消除。2013年后,原先平均2.5个百分点的差距缩小至0.3个百分点。





持续远高于目标的通货膨胀有害于匈牙利经济。不仅在不必要的程度上 侵蚀了资产和投资工具的实际价值,而且还侵蚀了家庭实际的工资和公司实 现的利润,因而对国内总需求产生了负面影响。通过财政政策促进通货膨胀 以及将其无理由地维持在高水平的目的:是在没有结构性改革和降低初级预 算赤字的情况下,削减国债的实际价值。

这种错误政策最有害的后果之一就是:通过勉强维持高于经济体需要的名义基准利率和收益率曲线,推动了匈牙利私营界去选择远低于国内利率的外币借贷,主要币种为瑞士法郎的贷款居多,但也有少量欧元贷款。除了巨大利率差距之外,到2008年金融危机爆发为止持续坚挺的福林也是外币债务高筑的原因之一,与之同时,经济界人士并未意识到汇率的实际风险。在上述过程中以及在不利经济政策组合的形成中,可能在2001年到2008年之间施行的"区间钉住"汇率制度也起到了作用。<sup>8</sup>经济界人士用外汇借贷造成了巨大损害并且严重侵蚀了央行货币传导机制的效率,因为大部分贷款失去了其直接的利率敏感性。在全球范围内外汇债务已在私企部门和国家部门之间造成了极大的外汇波动风险。此外,高福林利率以大量的利息支出增加了国家财政预算的负担,因而进一步增加了财政赤字和政府债务。

由于2002年以来经济政策的管理不善,2008年爆发的全球金融和资本市场危机,对匈牙利来讲已经成为经济基本面大大削弱、无法维持增长、经济活动率极低、双赤字和负债累累的全欧盟最脆弱的经济体之一。这一巨大的外部负面冲击迅速席卷了匈牙利,可惜匈牙利经济政策无法充分应对。

由于这种高度的脆弱性(因国外机构投资者突然退出),国内政府证券市场几乎立即冻结。为了解决这个问题并且为了稳定国内商业银行的资本状况和中央银行的(原来不足的)外汇储备提高至适当水平,当时匈牙利政府和中央银行管理层不得不寻求国际货币基金和欧盟的帮助,并且大幅度提高了基准利率。被迫跟国际债权人借了一系列贷款,进一步扩大了国家债务(其还款任务落在了2010年之后担任的政府的肩上),也进一步束缚了政府经济政策的手脚。

国家总负债与国民生产总值(即 GDP)的比值是衡量经济政策效率的一个标准,因为这个宏观经济指标包含主要预算平衡、政府利息支出、通货膨胀率、汇率和实际增长变化的影响。证明2002年至2010年期间经济政策的根本缺陷是:即使拥有良好的外部经济环境、宽松的财政政策、较高的通货膨胀率,也未能充分推动实体经济的发展从而降低(或至少维持最低水平的)国债率。与此相反,国家债务对GDP比率从2001年底的52%,至金融危机之前

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> 乔伊博克•奥迪拉(Csajbók Attila) – 湖戴茨•安德拉什(Hudecz András) – 道马什•巴林特(Tamási Bálint)(2010)

已达到66%,2010年底超过80%(图5)。同时,按照人均GDP我们日益落后于其他本地区国家的发展。<sup>9</sup>在这一方面可以肯定的是,截止2010年进行的财政主导政策是失败的,2006年宏观经济失衡之后几乎未能创造经济增长。

### 3. 财政政策的转变和预算的整顿(2010-2013年)

二十一世纪开始的第一个十年期间,以高预算赤字和不断上升的国债比率为特征的 财政政策在2010年后发生了剧烈转变。当时上任的政府宣布的目标是,减少以地区和国际标准均突出的国家债务到可持续的水平以及下调预算赤字至马斯特里赫规定的国内生产总值3%的限制以下。除了这些主要目标外,通过扩大就业促进实体经济,打击"黑色经济"和减轻经济的外部脆弱性,其中淘汰外币贷款成为了经济政策的当务之急。在扭转2010年前的负面宏观经济趋势之后,所有重大领域均取得了实质性的进展。因此,"与往期的基于过高负债的增长模式相反,将创建更加依靠国内融资、更加可持续性收敛渠道的机会"。10

就财政与货币政策之间的关系而言,财政政策成果中最重要的结果:是结束了早期有害的财政主导制并且彼此尊重对方的独立,为同一终极目标的两个领域之间创造了适当的合作机遇。然而,货币政策在这个时期并没有试图和政府各项政策达到协调,也未能抓住财政整顿对其提供的机遇。既没有价格稳定又没有金融稳定,而且当时的匈牙利央行的管理层也没有支持匈牙利政府的经济政策。

2010年后财政扭转的主要目标是打破2002年后总负债与GDP比率剧增的负面趋势以及调整到下降趋势(图5),与此同时不阻碍,反而尽可能的支持这多年衰落的经济复苏起来。高额的国债(包括过高的外币和外债比率)存在着高度的宏观经济脆弱性和重大的实体经济风险。政府强调了减少国债的重要性,并制定了相关的债务法规,于2011年通过《基本法》将其提升到宪法层面。

减少负债比率的第一个也是最重要的工具是将预算赤字占 GDP 的比重限制在较低水平。不仅因为二十一世纪初不负责任的财政政策导致2010年的重大负债,从而需要财政收支的迅速改善,也因为这也是欧盟的财政预算义务。也许匈牙利是唯一的自从加入欧盟那年(2004年)起就被列入过度赤字程序(EDP)的国家,因为匈牙利每年都违反了马斯特里赫特标准里所规定的——财政预算赤字占国内生产总值的3%。持续违反这一标准的行为有

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> 毛托尔奇•捷尔吉(Matolcsy György) (2008)

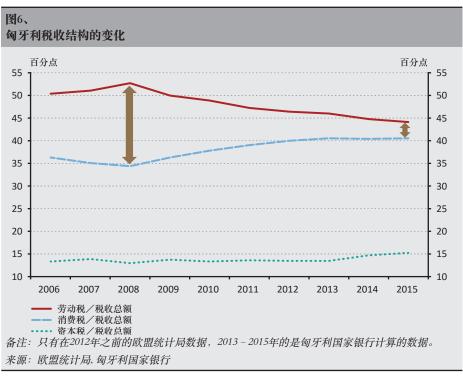
<sup>10</sup> 毛托尔奇•捷尔吉(Matolcsy György) - 保洛陶伊•达尼尔(Palotai Dániel) (2014)

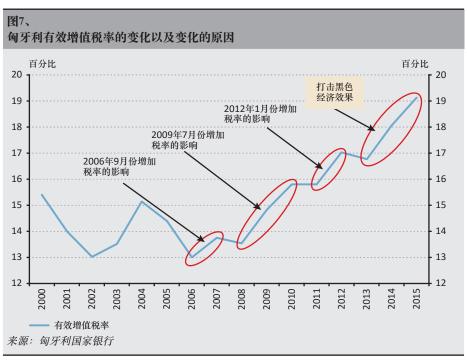


可能导致欧盟凝聚力资金暂停,特别是布鲁塞尔试图比过去更加严格地强制 执行欧盟规则的(在2008年全球金融资本市场危机和2011年欧洲债务危机爆发 以后的)几年中。政府不能再冒着失去欧盟资源的经济风险,所以不得不以 实质性的和可持续的方式来整顿财政预算。

政府整顿财政预算时试图给家庭的可支配收入尽量不起到负面影响,同时(包括跨国公司的参与),要创造基于大税收基础的公平的税收政策。创造这种财政空间的一个关键因素是使用所谓非正统财政工具(比如金融部门、零售部门、通讯部门和能源部门的特殊税务负担)。

此外为了记录零售业的交易,将在线收银机连接到税务局和海关税控网络上的电子收款机注册制,大幅度提高了消费税的比例。随着零售销售量的增长,根据2014-2015年估计的有效增值税增长率的提高(2个百分点)表明,在打击"黑色经济"方面这个举措发挥了重要作用。(图7)这就说明,在没有提高增值税的条件下,却能够成功增加与消费有关的税收,同时也缓解了合法纳税企业的竞争优势。





2010年后财政政策(同1998 - 2002年周期一样)优先支持地社会经济目标群体又是家庭和中小企业。为了提高家庭收入状况,政府制定了统一的固定比例的个人所得税制度,引入并不断扩大了让孩子的家庭享受重要支持的家庭税基优惠制度。不仅通过推出统一个人所得税税率减轻了劳动收入的税务负担,而且通过把边际税率降至地区标准,促进劳动参与率以及降低隐藏收入。除了个人所得税制度之外,还出台了"就业保障行动计划"。在其范围内,政府专门通过大幅度减少雇主的捐税而保障劳动力市场中的弱势群体(25岁以下或55岁以上失业人员、产假后回到工作的母亲、无技能和长期失业者)就业。

政府以大幅度提高优惠(10%)企业税率(将上限提高至5亿福林),引进优惠小企业税收形式【KATA(小规模纳税人逐项纳税制度)、KIVA(小型企业纳税制度)】来支持和提高中小企业的盈利能力和竞争力。

财政预算平衡收入方的增长是依靠由新型政策支持的税收和养老金改革以及(尽管全球实际经济衰退持续)仍日益消退的匈牙利"黑色经济",而预算开支方面的结构重组和调整是通过实施《塞尔·卡尔曼计划》(Széll Kálmán Tervek)而确保了基础。这些计划的主要目标之一是收紧在2010年之前过度宽松的社会福利制度,并且将有能力工作的劳动力从非经济活动人口中转移到在劳动力市场活动的人群当中,因为在2010年之前,匈牙利的就业率是欧洲最低的。"公共工作计划"的扩大,由国家促进以及以教育项目的扩大也是"以工作取代援助"的经济政策的一个关键因素。

在重大调整预算收支两个方面之后,2012年,基本平衡占国内生产总值的百分比在12年来首次出现盈余,预算赤字与国民生产总值的比例远低于3%,降低至2.3%,而在随后的几年内也稳定在相同水平。(图1)一个特别的成就就是在实现预算的重组和整合的同时,欧盟统计局的数据显示税收负担总额相对于国内生产总值的比例下降了1.5个百分点,如果一并算入强制性私人养老基金会员费的情况下,相对于国内生产总值的税收负担总额与2010年政府变更前期相比,下降了约2.5个百分点,以此下降到了欧盟平均水平以下(图8)。

财政周转后,2013 年针对匈牙利的欧盟过度赤字程序于九年后终于取消了。这是一个显著的成就,不仅是因为消除了欧盟资源暂停对经济政策的不断威胁,也是由于匈牙利政府的财政政策(尽管受批评)终于在国际上得到认可。

中央银行(预期)的利润成就也在过度赤字程序的消除中发挥了作用。在 2012 年底,匈牙利国家银行预测了下一年央行亏损2030亿福林,而欧盟委员会根据这个预测认为需要进一步的调整预算,这个事件很好地表明当时的中央银行和财政政策的矛盾。然而,2013 年 3 月份央行的新任领导层表明可以避免这种情况并且在2013年年底的财政报表中显示出富有盈余。



通过政府为可持续性整顿预算赤字以及启动和推动经济增长采取的措施,到2010-2011年国家债务得到了稳定,而且尽管欧洲因为金融和经济危机衰退,2012年后逐步下降。<sup>11</sup>2011年创下历史高点的80%负债比率下降到2015年年底的5.5%。(图5)与此同时,国债的外币比例也连续大幅下降:2011年达到了历史新低(52%),而到2015年下半年缩减至35%。据我们评估,到2016年第二季度,在偿还最后一期欧盟国际货币基金组织贷款后可能已达到32%。

值得指出的是,2008年,欧盟28个成员国的平均负债比率比匈牙利债务比率低11个百分点,但是与匈牙利相比之下,欧盟平均债务与GDP的比率一直在上升,接近90%。到2014年年底的时候,欧盟的平均债务比率比匈牙利的高12个百分点以上,而尽管欧盟的平均负债比率预计会下降,这个差距可能在2015年仍然存在。(图9)2002年和2010年之间上升的匈牙利债务趋势显示,匈牙利未能利用二十一世纪初全球稳健经济状况提供的机会,而且依靠外债融资的实际经济增长(平均4%左右)以及高于目标的通胀率也没能抵消当时长期财政赤字(平均6-7%)提高负债的作用。

<sup>11</sup> 鲍科绍伊• 葛尔盖伊(Baksay Gergely) - 绍洛伊•阿科什(Szalay Ákos)(2015)

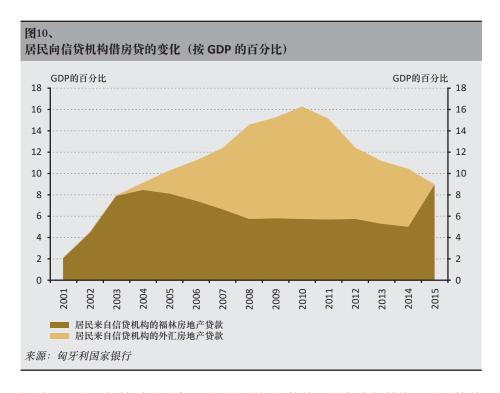


备注:由于当时还没有掌握欧盟时间序列的2015年实际数据,所以我们使用了欧盟委员会最新的 2015年的估计。

来源: 欧盟委员会、匈牙利国家银行

除了全面财政整合、救济外币债务人之外,逐步淘汰外币贷款又是经济政策的重中之重。其理由是到 2010 年,大部分私营部门贷款是用外币计值的,这使得整个匈牙利经济变得对汇率高度敏感。外币贷款的普及程度除了大大削弱了匈牙利货币政策转导机制的效率外,同时还造成了超常的宏观财政的(在世界范围内都脱颖而出的)脆弱性。经济的汇率敏感性变得很显著:除了汇率可能贬值之外,外币债务人负担不断上升,也显著地加重了家庭和企业的收入状况和盈利能力,同时也给财政制度带来了重大的系统性风险。在2008年全球危机爆发后,不良贷款迅速崛起也反映了这个现象。最大问题出在零售外币抵押贷款上,因为 2003 年这些贷款的比重大幅度攀升(图10),而且相关偿债负担的增加使得成千上万的人面临失去家园的风险。

2010年为了解决这一道迫在眉睫的问题,政府做出的第一步就是禁止了向居民提供外汇抵押贷款,并且推出一系列有助于防止社会灾难的举措。政府宣布暂停驱逐违约家庭,通过提前还款计划减少家庭外汇风险,推行汇率上限机制,并且为社会最脆弱的居民设立了匈牙利资产管理公司。2012年政府的援助还并不是全面的解决方案,不过广泛地、大大地改善了债务人的情况。政府这时候还无法实现一个彻底的解决方案,为了将外汇贷款转换成



福林以及为了保持财政稳定,需要中央银行的外汇储备确保转换所需要的外 汇。然而当时政府还不能指望中央银行的帮助。

因财政赤字和国债占国内生产总值的比重日渐好转以及外债的大幅度下降,匈牙利风险评估2012年就开始显著改善。匈牙利日益改善的市场不仅体现在风险溢价【包括信用违约互换(例如CDS)】下降,还体现在国债利率的大幅度下降(图11)。

既创建内部宏观经济平衡又创造了实质性的活动余地, (在这方面政府措施发挥了重要作用) 2012 年良好的通货膨胀前景要求放松货币政策。当时7%的基准利率的下调,国家货币委员会一开始不是很愿意此操作,通过召开外部成员反对内部成员的会议上,于2012年8月才得以实现。因此随之持续三年的减息周期之所以有余地,是因为(在降低的通货膨胀率和越来越固定的通胀预期条件下)得到了在2010年后的整顿逐渐巩固的预算财政政策信誉的保障,和全球各地的国际投资者风险承担意愿涨势的支持。

# 4. 财政政策和货币政策间良好的协同作用以及从中获得的成果 (自 2013 年起)

2013年3月,随着央行新领导上任,货币政策迎来了全新时期,同时,这对财政政策和货币政策的协同合作也是全新的开始。此后,匈牙利国家银行(匈央行)在其常规政策之外,开始引入新颖、创新的工具和体制来达成其首要目标(实现并维持价格稳定)。另外,根据其法定义务的要求,在不危及到其达成首要目标的情况下,尽力支持"维持金融中介体系的稳定"并"用其所掌握的工具支持政府的经济政策"(2013年第一百三十九法令第3条第2款)。与审慎的财政政策搭配后形成的经济政策搭配,在利珀(Leeper)模型中也得出了良好的平衡结果,引导两类经济政策分支达成目标(可持续的预算、稳定的价格)。

自2013年以来,央行政策多方面的应对预算政策起到了良好作用。我们将在下面部分通过这些主要政策和体系来介绍货币政策转变的主要步骤和成果:(i)减息周期,(ii)增长信贷计划(NHP),(iii)自我融资计划,(iv)积极配合个人外币贷款福林化工作,以此改善了货币传导机制,并在最近启动了(v)增长支持计划(NTP)。

### 4.1 以积极创新的货币政策工具来实施货币政策的改革

(i) 减息周期。2013年之前,匈牙利通胀率持续高出目标值,而2013年以来,匈牙利(和全球)通胀率持续下降,一来因为内外需求低迷;二来因为负面开支冲击,该冲击在其他地方甚至造成了通胀收缩的威胁。在匈牙利,通胀收缩风险仅以负消费者价格指数的形式象征性地在2014-2015年间体现,其主要原因是匈牙利政府实施了多阶梯式机构服务价格下降政策,该政策以"月费减价"而闻名(图3)。2013年年初,匈牙利年消费者指数跌破了3%的通胀率指标,并于当年年底实际归零,如此,通胀率比货币政策所期望的水平要低了许多。除此理由外,匈牙利国内实体经济成绩不理想也是放宽货币政策的原因。

为了及时应对这些问题,央行新领导决定继续之前由外部人员于 2012 年开始实施的审慎又连贯的减息周期计划。为了同时达成通胀指标,又刺激实体经济增长,基准利率从2012年8月份的7%降低到了2016年4月底的 1.05% (图11)。如此,基准利率通过多个减息周期被降到了历史新低。

(ii) 增长信贷计划。由于匈牙利实体经济增长明显低于预期值、商业银行实施杠杆(Deleveraging)措施,导致银行信贷行为大幅缩减,因此,匈牙利国家银行决定实施新式政策。2013年6月,匈牙利央行启动了名为"增长信贷计划"(NHP)的政策,该计划类似于英格兰银行实施的"融资还贷款"计划,与其之间个别条款中有所出入。该计划在其框架内为商业银行提供零利率的

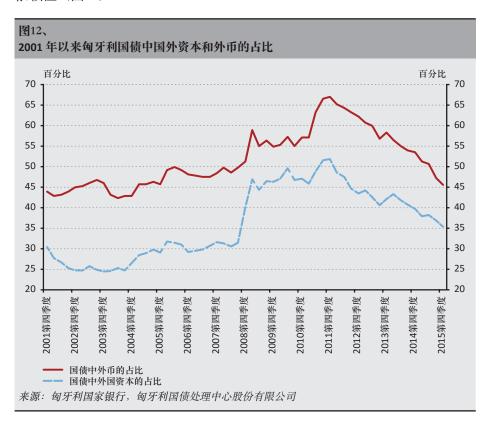


再融资信贷,由商业银行以最高2.5%的利率差价转贷给中小企业,用途可以为投资、流动资金、欧盟补贴的先融资和外币贷款转换。在该计划实施的两个阶段里,一共有31000家企业获得了总额2万1千亿福林的贷款。这样,作为过度期手段的NHP成功达到了由匈牙利国家银行设立的目标,顺利巩固了市场,刺激了增长。同时,NHP在各银行的常规产品中开始扮演越来越大的角色,长期如此可能阻碍市场化信贷的恢复过程。因此,央行自2016年起启动了增长支持计划,通过该计划逐步取消增长信贷计划,并同步实施一个拥有正面促进作用的新信贷计划,帮助各银行重新回到市场化信贷。

(iii) 自我融资计划。为了降低匈牙利经济的外部脆弱性,匈牙利国家银行于2014年实施了更多的非常规化政策手段。匈牙利央行于2014年将"自我融资计划"投入实施,并于2015-2016年通过几个步骤扩张了该计划的范围,该计划是为了减低直到2011年年底为止持续增长的对外债务和外币债务的水平。

在该计划框架中,央行的主导政策方针与政策的具体内容均有所变化。 匈牙利国家银行希望以此达到的目的,不是让国内银行将流动资产投入央行的 货币冲销产品,而是更多的选择将流动资产投入具备国债特征的金融产品。 此类产品流动性强、有可靠的担保,并属于匈牙利金融市场的非央行产品。作为自我融资计划的第一步,央行将其期限为两周的基准债券改变成为了存款,并推出央行条件利率互换产品(IRS),通过对利率风险的处理鼓励国内银行多考虑投资更长期的非央行证券,特别是国债。该计划于2015年实施了第二个步骤,匈牙利国家银行以此继续贯彻其货币政策工具的改造,鼓励各银行减少在央行基准产品上的资本投入。其主要手段是将基准产品原来为两周的期限提升为三个月,此外,央行还实施了一系列辅助政策。12

自我融资计划对匈牙利经济,尤其是对国债融资结构做出了改善,加强了对国内资本的依赖,大幅降低了匈牙利宏观财政的脆弱性。除了鼓励国内融资市场之外,自我融资计划还为大量到期的外币债务通过福林资源还款创造了条件,以此大幅减少了国债中的外币占比,同时也降低了债务对汇率的依赖性(图12)。



<sup>1&</sup>lt;sup>2</sup> 自我融资计划框架中实施的金融产品更改还包括不断限制2周期的存款,并最终于2016年4月底正式 取消了该产品和央行的利率掉期产品。

(iv) 个人外币贷款福林化。经济政策的两大主要支柱之间除了建立建设性的直接合作通道和相互合作机制之外,在其他领域建立合作关系也是至关重要的。比如个人外币贷款的福林化,就是财政政策和货币政策共同影响到的领域之一。匈牙利政府在实施救济外币贷款者的政策,同时削弱外币贷款市场的占有率时,央行起到了非常重要的角色。外币贷款市场中存在着系统级别的风险,主要威胁到货币传导机制、金融稳定性和经济增长。作为匈牙利国内银行体系的最高机构,匈牙利国家银行在银行界与国家政府之间的会谈上扮演了积极的、甚至是创始人的角色,从而为解决个人外币贷款问题从专业角度上指明了方向,并保障了所需的外币流通(通过保障大约96亿欧元)。

能够成功淘汰个人外币贷款,归功于良好的时机、充分的专业准备和各方之间的建设性谈判。<sup>13</sup>匈牙利最高法院于 2014 年 6 月 16 的司法决议中为之后一系列的清算、福林化的准备和保障工作奠定了法律基础。在执行之前,各方进行了多轮专业辩论和商讨,因为淘汰外币贷款有多种途径和节奏。考虑到对于国家外汇储备量的要求,匈牙利国家银行选择支持一步到底的兑换方式。因为福林化流程的特点,需要提前设定固定兑换汇率,为此需要三方(政府、各银行、匈牙利国家银行)紧密合作。该计划在实施过程中,不能让外界得知外币福林化的方式、时机和汇率,否则整个福林化的工作可能被获得消息的市场投机者破坏而以失败告终。<sup>14</sup>

与淘汰个人抵押贷款计划相关的央行外币招标工作于 2014 年秋季和 2015 年初实施,个人和汽车外币贷款的福林化招标工作于 2015 年 8 月和 9 月实施,如此,到 2015 年年终时,匈牙利居民的账目上已基本没有外币贷款余额。

(v) 增长支持计划。名为增长支持政策的新计划从 2016 年 1 月 1 日起启动,该计划一来通过逐渐停止增长信贷计划,二来通过启动具备良好刺激作用的市场化信贷计划 (PHP),从而促进各银行回归市场化信贷。该计划的目的是:同步无障碍地停止增长信贷计划和恢复市场化银行信贷;此外,在 2016年提升目标中小企业界贷款余额 2500-4000 亿福林,相当于 5-10% 的年贷款增长率。在停止增长信贷计划的第三个步骤中,匈牙利国家银行为国内中小企业界提供两波 3000 亿福林的贷款额度(其中一半为外币),并同步实施市场信贷计划(PHP),试图促进各银行于信贷市场活跃度的增长。作为该计划的一部分,央行提供的产品中增加了一款带有信贷条件的利率掉期互换业务(HIRS),和一款支持银行流动资金管理的特惠存款方案。央行通过条件式的针对性金融产品来促进信贷市场的增长,即参加该计划的银行,须承诺至少提升相当于其享用HIRS额度的四分之一的贷款余额。匈牙利国家

<sup>13</sup> 科洛日•帕尔•佩泰尔(Kolozsi Pál Péter) — 鲍瑙伊•亚当(Banai Ádám) — 沃纳克•鲍拉日(Vonnák Balázs)(2015)

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> 纳吉■麦顿(Nagy Márton 2015)

银行正在研究开发一套企业信贷信息管理系统,用来帮助各银行提升信贷风险评估的准确度。

### 4.2 货币政策转折的良好增长与财政作用

通过贯彻实施基准利率的减息周期、低费率的基准金融工具、增长信贷 计划和市场信贷计划,不仅达成了价格稳定这一首要目标,还达到了刺激实 体经济、通过增加投资和提高就业增长潜能的目的。

在此情况下,通过货币政策手段刺激经济而实现的不仅是央行的目标, 也是预算政策的目标,两大系统的运作相辅相成。由于实体经济的增长,就 业率也会随之增长,另外,工资增速调整、内需和投资支出增加将为预算增 加增值税、所得税的收入,同时减少劳动市场补贴开支。综上所述,预算平 衡无论在收入面还是在支出面上都将得到改善。

随着预算赤字占国民生产总值比例的减少,国家的债务比率能得到进一步改善,并以此改善国家的风险评级。随着投资市场渐渐看好匈牙利,可减低风险溢价并降低收益率曲线。如此,预算不仅能依赖首要的收支项,也能因为减少利息开支而得到改善。由于信用提升而得来的受益减少,在其他因素不变的情况下,能提供更多的减息空间,并以此持续良性循环,直到通胀率和实体经济增长达到国家经济的结构性要素所期望的理想水平,为此,央行的基准利率将做出相应的配合。

以上所述效果可量化估算。根据匈牙利国家银行业专家的预估,2013 年以来,央行通过其货币政策做出的贡献相当于经济增长的一半左右,而且通过提高投资量增长,实际提升了国家的 GDP 潜在增长率。在过去 3 年里,央行通过减低基准利率为匈牙利经济带来了显著增长,并使通胀率往目标值上靠近了 1.5 个百分点。<sup>15</sup>该过程得到了增长信贷计划所创造的增长效果的支持。根据估算,该计划在2013-2015年间对经济增长的实际贡献量相当于减息周期的贡献量。<sup>16</sup>

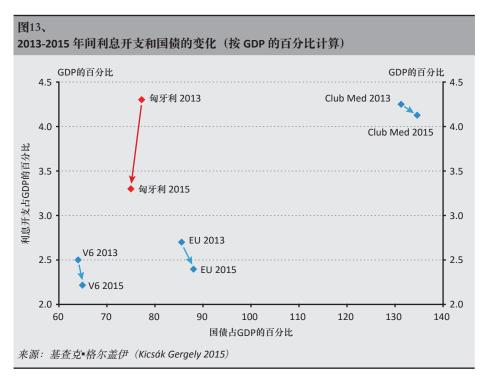
国家财政的利息支出也因央行的政策得到明显好转。匈牙利的债务风险评级由于严谨的预算政策而得以改善,央行的减息周期(共减595基点)和自我融资计划使得过去3年里的匈牙利国债收益大幅减少(图11)。与 2012年8月预测的收益曲线相比,2015年和 2016年通过降低收益曲线而得到的利息支出分别为 3000亿福林以上和4100亿福林以上。前者 GDP 占比为 1%,后者为 1.2%,该比例长期可能上升到 1.7%。17通过减低利息支出而获得的收益给预算开支腾出了更多额度,使得进一步改善国家经济竞争力的政策措施

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> 费切尔•丹尼尔(Felcser Dániel)– 肖什•加博尔•达尼尔(Soós Gábor Dániel)- 瓦劳迪•鲍拉日 (Váradi Balázs 2015)

<sup>16</sup> 匈牙利国家银行 (Magyar Nemzeti Bank 2016)

<sup>17</sup> 基查克•格尔盖伊 (Kicsák Gergely 2015)

可以在不影响预算的严谨性和赤字指标的情况下被实施。欧盟委员会2015年的预测指出,2013-2015 年之间匈牙利预算的利息开支削减的程度在地区和整个欧盟都有突出的成果,而国家负债率因受益于它而降低的程度是独一无二的成果。(*图13*)。<sup>18</sup>



降低收益率曲线和央行基准工具费率除了能改善预算收支的状态外,还 能改善央行的成绩。因为央行财政债务面上的大部分债务都是通过符合基准 利率的货币冲销工具来支付利息的,所以减低基准利率等于改善了匈牙利国 家银行的财政。

2012 年 8 月开启的减息政策,其良性的副作用是帮助避免央行赤字以及这一赤字在财政预算里的报销。于 2013 年继续实施的减息政策、比预期更为疲软的货币汇率以及高牌价的兑换(比如在提前偿还IMF贷款时)创造了额外的汇率利润。以此,不仅抵消了 2013 年央行的亏损,还创造了 300亿的盈余,该盈余在 2014 和 2015 年仍顺利地维持着,使央行免于增添国家预算的负担。<sup>19</sup>

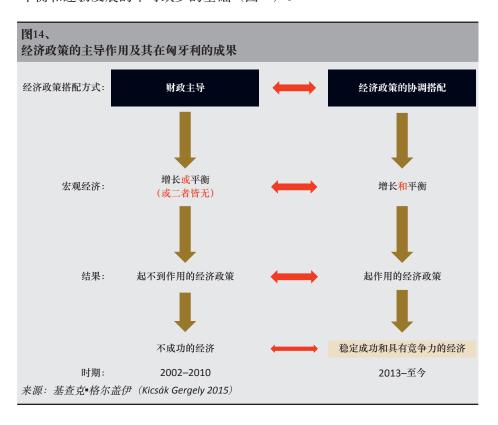
<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> 基查克•格尔盖伊 (Kicsák Gergely 2015)

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> 毛托尔奇■捷尔吉 (Matolcsy György 2015)

### 5. 结论:

财政和货币政策之间的关系。二者之间的联系和相互之间的影响不仅在理论层面上,又在有效地货币政策和宏观经济趋势的积极塑造方面发挥着关键作用。过度的财政主导导致在 2002 年和 2010 之间匈牙利经济未能同时实现财政政策平衡和实际经济增长,甚至在 2007 年和 2010 年期间匈牙利既没有实现平衡又没有出现增长。然而,在2010年之后,发生了分两步的财政和货币转变。前者塑造了财政平衡,而后者在财政预算稳定的基础上采取了实现价格稳定和金融稳定的必要措施。两个经济政策之间在2013年后实现了独立而又建设性的和谐,反映在匈牙利宏观经济发展(实际增长、通货膨胀、就业率、预算赤字、国内外国债、脆弱性和风险感知等)的持续改善之上。

总之,两种经济政策领域的和谐而富有成效的合作是同时实现宏观财政 平衡和蓬勃发展的不可缺少的基础(*图14*)。



## 参考文献:

- Baksay, G. Szalai, Á. (2015): A magyar államadósság jelenlegi trendje és idei első féléves alakulása. Magyar Nemzeti Bank. http://www.mnb.hu/letoltes/baksay-gergely-szalai-akos-a-magyar-allamadossag-jelenlegi-trendjei-es-idei-elso-feleves-alakulasa.pdf 鲍科绍伊•葛尔盖伊-绍洛伊•阿科什(2015)《匈牙利国债发展趋势和国债今年上半年的变化》。
- Blanchard, O. (2004): Fiscal Dominance and Inflation Targeting Lessons from Brazil. NBER working paper No. 10389. 布兰查德(2004)《财政主导和通货膨胀目标法 巴西的教训》。
- Csajbók, A. Hudecz, A. Tamási, B. (2010): Foreign currency borrowing of households in new EU member states. MNB Occasional Papers 87. 乔伊博克•奥迪拉 湖戴茨•安德拉什 道马什•巴林特(2010)《欧盟成员国向居民提供的外汇抵押贷款》。
- Davig, T. Leeper, E. (2008): Endogenous Monetary Policy Regime Change. NBER International Seminar on Macroeconomics. 戴维格 利珀(2008)《内生的货币政策变化》。
- Fan, J. Minford, P. Ou, Z. (2014): The Role of Fiscal Policy in Britain's Great Inflation.

  Cardiff Business School Working Paper. 梵 明福德 欧(2014)《英国大通货膨胀中财政政策的作用》。
- Felcser, D. Soós, D.G. Váradi, B. (2015): The impact of the easing cycle on the Hungarian macroeconomy and financial markets. Financial and Economic Review, 14(3):39–59. 切尔•丹尼尔 肖什•加博尔•达尼尔 瓦劳迪•鲍拉日(2015)《减息周期对匈牙利宏观经济和金融市场的影响》。
- Kicsák, G. (2015): Az állami kamatmegtakarítások jelentősen megnövelik a költségvetés mozgásterét. Magyar Nemzeti Bank. http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-az-al-lami-kamatmegtakaritasok-jelentosen-megnovelik-a-koltsegvetes-mozgasteret.pdf 基查点•格尔盖伊(2015)《国家节省的利息会大大增加预算的活动空间》。
- Kolozsi, P.P. Banai, Á. Vonnák, B. (2015): *Phasing Out Household Foreign Currency Loans: Schedule and Framework*. Financial and Economic Review, 14(3):60–87. 科洛日•帕尔•佩泰尔 鲍瑙伊•亚当 沃纳克•鲍拉日(2015)*《淘汰个人外汇抵押贷款:时间安排和框架》*。
- Leeper, E. (1991): Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies. Journal of Monetary Economics. 27:129–147. 埃利克•利珀(1991) 《"主动"和"被动"货币和财政政策下的平衡》。
- Leeper, E. Leith, C. (2015): *Inflation Through the Lens of Fiscal Theory*. The Handbook of Macroeconomics. 埃利克•利珀(2015)*《通过财政理论透视通货膨胀》*。
- Magyar Nemzeti Bank (2016): *Félidős jelentés 2013–2016*. http://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf匈牙利国家银行(2016)《中期报告2013-2016》。

- Matolcsy, Gy. (2008): Éllovasból sereghajtó Elveszett évek krónikája. Éghajlat Könyvkiadó Kft., Budapest. 毛托尔奇•捷尔吉(2008)《从领先者变成落后者 失落的岁月纪事》。
- Matolcsy, Gy. (2015): Egyensúly és növekedés. Kairosz Kiadó, Budapest. 毛托尔奇•捷尔吉(2015)《平衡与增长》。
- Matolcsy, Gy. Palotai, D. (2014): *Növekedés egyensúlytalanságok nélkül*. Polgári Szemle, 10(1–2). 毛托尔奇•捷尔吉 保洛陶伊•达尼尔(2014)*《无失衡的增长》*。
- Nagy, M. (2015): Forintosítás hogy is volt ez? Magyar Nemzeti Bank. https://www.mnb.hu/letoltes/15-01-28-nagy-marton-istvan-forintositas-hogy-is-volt-ez.pdf 纳吉•麦顿 (2015) 《福林化 这是怎么发生的?》。