

百年一目标：匈牙利国家银行百年使命反思*

毛托尔奇·久尔吉^{id}

这项研究是对匈牙利国家银行历史的致敬，银行一百年来一直致力于创造和维持匈牙利经济的价格和金融稳定，并支持其可持续增长。我们正在从央行的角度寻找过去百年匈牙利经济表现的答案。因此，我们的研究涵盖了1924年以来的决定性时代，涵盖了两次世界大战之间的时期、第二次世界大战后建立的社会主义经济体系以及政权更迭后时代的里程碑。分析的主要目标是通过历史教训指明应对挑战的方向。历史时代提出的重要要求是，为了实现和维持价格和金融稳定，支持经济发展并为绿色转型等未来挑战做好准备，必须保持中央银行的独立性，并确保中央银行的独立性。经济政策部门的活动。在过去近12年里，匈牙利国家银行逐渐创造了支持实现上述目标的机会，直到今天。

《经济文献杂志》（JEL）编码：N14，N24，N44，E42

关键词：经济史；货币政策；央行历史；匈牙利经济

一，引言

2014年，匈牙利独立的中央银行——匈牙利国家银行（MNB）迎来了100岁生日。1924年的成立并不是在经济平衡的时期，而是在政治、经济和社会绝望的时期。作为“第一次世界大战”的失败者之一，匈牙利必须适应不断变化的欧洲和重新出现的国际秩序，现在它是一个规模较小且资本匮乏的经济体。一体化的关键要素之一是建立自治的中央银行，这也保证了国家的金融主权。读一下当时的形势评估，可以毫不夸张地说，央行的成立是实现国家目标的第一个时刻，无论是在振兴国内经济生活还是在建立国际联盟方面。

1924年5月24日，财政部长科拉尼·弗里杰什（Korányi Frigyes）在匈牙利国家银行成立大会上发表讲话时强调，中央银行“是我们能够再次提高经济生活基础、稳定货币、达到以前的高度，并为其获得生产正常化、收入和财富分配的转变最终实现所必需的荣誉。停止并恢复正常”（Schandl 1924：1）。因此，国家的第一个独立中央银行有望通过保证价格稳定来支持经济增长和社会发展所需的基本面的“健康”。一百年后，这一目标仍然是央行日常运作的基础。

自1920年以来，作为一个小型开放经济体，我们与世界经济的流动紧密相连，这与具有类似特征的其他经济体以及我们的经济体一样，从根本上决

*所刊文章只代表作者本人的观点，不代表匈牙利国家银行的官方主张。

毛托尔奇·久尔吉（Matolcsy György）：匈牙利国家银行行长。

本文原文发表在学术期刊《金融与经济评论》匈牙利语版2024年12月号。<https://doi.org/10.33893/FER.23.4.13>

定了央行的机遇和挑战从几个维度来看（Akkaya等 2023）。当全球发生重大变化时——无论是经济金融危机还是国家之间的战争——整个经济必须重新开始建设——就像匈牙利在1920年、1945年、1956年、1990年发生的情况一样。同样在2010年央行扮演着特别重要的角色。没有比该基金会的历史更明显的例子了。

1920年代伴随着在今天看来仍然被认为是现代的中央银行的建立在当时就融入国际货币体系。正如央行创始行长波波维奇·山多尔（Popovics Sándor）指出的那样，匈牙利国家银行的创建“建立在科学长期以来建立的基础之上，并且这一实践已被整个文明世界所接受，但除此之外，匈牙利的具体利益也必须得到充分考虑”（Bácskai 1994）。由于世界经济出现的问题和残破国家重新一体化带来的挑战，1930年代的特点是一系列解决贸易、资本流动和地缘政治问题的尝试。就央行而言，这意味着采取旨在继续稳定计划、管理债务、创造金融稳定以及防止国家影响力增加的措施。然而，新世界大火及其后果长期剥夺了央行的自主权。

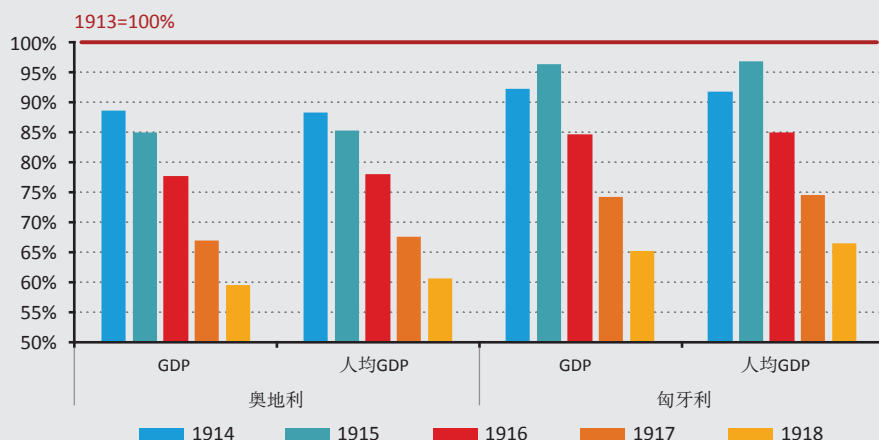
第二个更重要的阶段与匈牙利经济的社会主义时代有关。1940年代末建立的计划经济体制，即中央集权的经济管理体制，极大地限制了国家和匈牙利国家银行的回旋余地。国有化政策也涵盖了银行业，从根本上改变了我们银行体系的结构。1947年至1987年间，不再是二级银行体系，而是单级银行体系，中央银行仅充当政府决策的执行人，主要在与金融流动性和州际信贷交易有关的事务上。

中央银行历史的第三个主要阶段包括政权更迭、重建两级银行体系和重新独立以来已经过去的三十多年。虽然这一时期可以分为几个小节，但需要强调的是，从2013年开始，央行逐步创造了支持恢复物价稳定、维护金融稳定、经济增长和绿色转型的机会。近百年来，从2013年开始，在保持平衡的同时，首次实现了趋同。与此同时，2020年的十年也带来了非同寻常的挑战，疫情、战争、通货膨胀达到了很长一段时间以来未见的程度。由于政府和央行成功的危机管理，经济恢复增长，恢复平衡取得重要进展。然而，工作不会停止，灵活性和创新对于赢得未来几十年也至关重要。牢记匈牙利国家银行的使命目标——确保价格稳定、维护金融稳定以及支持政府的经济和环境可持续性政策——未来将继续通过快速有效的决策来支持增加国家福祉。

二，两次世界大战之间的岁月

第一次世界大战的浩劫之后，拥有超过5000万人口的内部市场的奥匈帝国的解体，开创了中东欧的新局面。这一过程也给匈牙利带来了根本性的结构性变化，匈牙利沦为小型开放经济体，并在战争中失利：实体经济和金融部门都进入了新的局面。与战前最后一个和平年1913年相比，1918年匈牙利的国内生产总值（GDP）下降了近35个百分点（图1）。除了战争损失之外，1920年特里亚农和平法令的桎梏使其更难重新站起来，加剧了该国的国际孤立。据估计，GDP直到1925年才再次接近1913年的水平（Romsics 2017: 388）。

图1：匈牙利和奥地利国内生产总值与1913年水平相比的发展



来源：舒尔茨（Schulze）（2009:83）

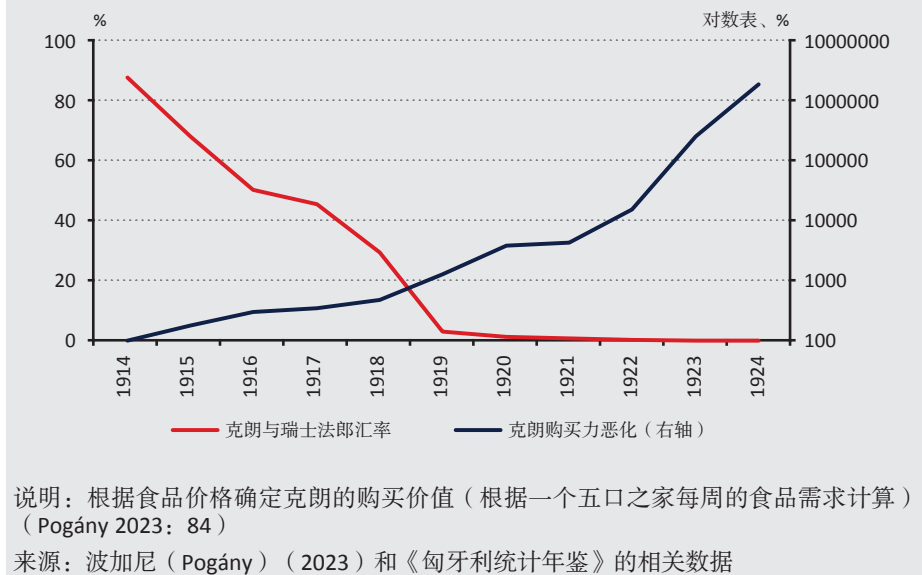
由于《特里亚农和平条约》，匈牙利只能保留其先前国民收入的40%和大约55%的工业能力（Fellner 1930）。虽然制造业的很大一部分仍然留在该国被截断的地区，但原材料基地却被困在该国的被吞并地区。超过60%的铁路和公路网、超过一半的国内制造业以及主要粮食产区已经转移到境外（Virág 2020）。君主制崩溃后，匈牙利不仅脱离了运转良好的经济货币联盟，而且还被排除在国际资本流动之外。

对于匈牙利经济政策来说，不断上涨的生活成本问题和结构转型融资需求同时成为紧迫问题。赔偿义务的不确定性导致无法获得外国信贷，因此决策者计划依靠内部资源（主要是增税）来稳定局势。

然而，物价水平的持续上涨不利于稳定。其前因是奥匈银行的战争融资政策在第一次世界大战期间就已经造成了通货膨胀。到1918年10月，君主制国家的生活成本已上升至1914年7月水平的1589%。两个时期之间，流通中的货币数量增加了1167%。与此同时，1918年10月的矿石储量仅达到1914年7月水平的24%，而以瑞士法郎为基础的克朗汇率到1918年秋季跌至1914年夏季价值的42%（Schulze 2009: 100）。

1920年代初，他们试图通过激进的信贷政策让国家重新站稳脚跟，并支持必要的经济结构调整，从而强烈刺激了通货膨胀，这一事实在匈牙利加剧了继承的情况。所有这些导致1923年夏季出现恶性通货膨胀和克朗贬值（图2）。由于物价不断上涨，恢复公共财政平衡已成为最重要的任务（Pogány 2023）。

图2：匈牙利克朗汇率及购买力的发展



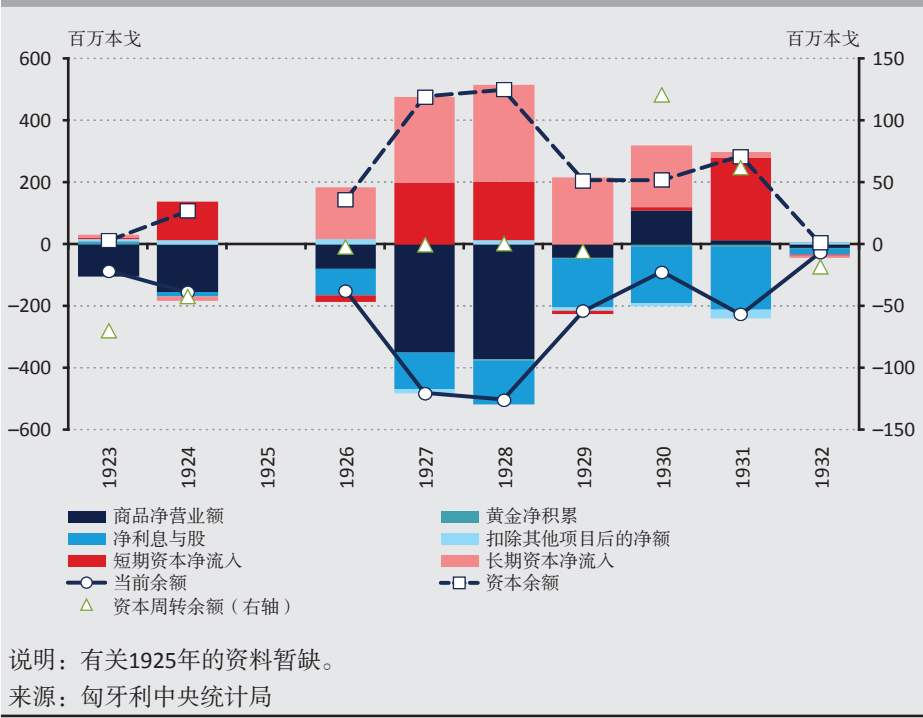
纯粹依靠内部资源的稳定尝试已经失败。恶性通货膨胀导致了无望的经济形势，因此贝特伦政府很快就清楚匈牙利需要国际社会的帮助（Radnóti 1926）。最后，由于英格兰银行的大力支持——国家银行行长波波维奇·山多尔的个人干预确保了这一支持——与人民联盟的贷款协议为成功的稳定奠定了基础（Péteri 1985）。该解决方案要求进行严格的货币、财政和货币改革。该计划最重要的条件之一是自治、独立的中央银行的运作，该银行实际上于1924年6月24日开始运作（Popovics 1924）。

由于基础上的货币和财政整顿，以及在人民联邦贷款协议框架内流入该国的外汇资源，出现了极其迅速的稳定。由于预算调整，到1925年公共财政呈现顺差，对外贸易收支平衡有所改善，消费价格的快速上涨突然放缓（Botos, 1999）。克朗汇率稳定下来，同时进行了货币改革，其结果是于1927年1月1日推出新的匈牙利货币本戈。与克朗一样，本戈与英镑的汇率挂钩（Popovics 1929）。

然而，担任央行行长的波波维奇·山多尔不仅要更换旧货币，还要停止将央行贷款视为补充战争期间损失的流动资金的做法。波波维奇认为这会引发通货膨胀，因此从经济的角度来看极其有害。早些时候，他警告政府在获取外国贷款时要谨慎，考虑其用途（Schlett 2014）。匈牙利国家银行在这方面的主要担忧是，大部分外国贷款将用于消费，而不是用于提高竞争力的投资（Ferber 1983）。资本和经常项目余额的数据也支持了这一点，该数据表明后者的永久性赤字随后被流入的贷款所覆盖（图3）。

1920年代后期，匈牙利市场开放，西方信贷源大量涌入，商业银行的总资产资产负债表清楚地表明了这一点。从匈牙利中央统计局相关年鉴的数据可以看出，1925年至1929年间，信贷机构部门的资产从19亿彭戈增加到61亿本

图3：1923年至1932年间匈牙利国际收支的演变



戈，增长了三倍多。信贷扩张显著，而内部资本形成过程仍远低于其潜力，因此主要是短期外国贷款推动了匈牙利经济（Réti 2011）。匈牙利国家银行官员对年内不断增长的债务存量表示担忧，并很早就认识到加强国内贷款流程是可取的。尽管当时利率逐渐降低，但现有金本位制度所实行的严格汇率政策缩小了货币当局的回旋余地（Pogány 2003）。

当全球经济危机袭来时，不利的贷款流程、全球农产品价格下跌以及资本流动急剧减少的负面后果达到顶峰。银行关闭三天、临时资本限制、证券交易所停牌、长期通货紧缩以及国际贸易大幅下降的时期改变了经济和金融政策的范围。与区域贸易伙伴相比，通过金融机构中心，国内监管确保了更大程度的审慎性（Varga 2016），然而1930年代前期对国家银行的目标是清理信贷机构因不良负债而膨胀的资产负债情况，处理无力支付问题，并恢复离开的储户的信心。然而，根据匈牙利中央统计局年鉴，这十年来贷款和存款量的恢复速度缓慢。

因此，匈牙利经济从多个角度都面临着严峻的形势。匈牙利粮食的传统接收国开始实行保护主义政策，同时廉价的美国粮食作为世界市场上的竞争对手出现。由于全球经济形势不佳，国际银行撤回了向匈牙利提供的贷款，因此央行不得不动用储备金来偿还之前的贷款。国内收入下降和失业率上升导致内部消费大幅下降（Virág 2020）。然而，名义人均GDP持续上升，直到1920年代平均每年增长4%，而到了1930年代平均每年仅增长1.5%。与奥地利相比，我们的发展水平也逐渐提高，直到第二次世界大战爆发（图4）。

图4：匈牙利人均GDP水平与奥地利和欧盟27国相比的变化



说明：欧盟27国基于麦迪逊数据库（Maddison Database）中可用成员国数据的汇总。

来源：麦迪逊数据库，欧盟统计局

从1930年代后期开始，二战前的军备浪潮和全球贸易链的恢复导致了国民经济的重新增强，但国际金本位制度的逐渐侵蚀和预算政策资源的相对匮乏又产生了需求。中央银行通过增加票据流通量为政府投资提供融资。尽管事实上，根据中央银行独立的理念，严格的法规保护了匈牙利国家银行在其创始文件中不得购买政府债务，但所有这一切都是如此。结果，到1937年，内债水平上升到1931年水平的两倍（Botos 1999）。

因此，从1930年代后半叶起，工业发展就成为政府经济政策的首要议题（Germuska 2012）。当时最著名的融资计划是旨在军备和基础设施发展的杰尔军备计划。然而，这也标志着财政和货币政治权力逐渐融合的开始，以至于发行纸币的特权几乎成为政府意志的专属工具。军备计划的财政负担，以及第二次世界大战的无担保融资，以及国家财富的严重枯竭和金融体系的崩溃，导致了世界第二大恶性通货膨胀（Siklos 1991）。

三，社会主义时期中央银行独立性的中止

按1938年的价值计算，第二次世界大战的物质损失约为220亿本戈（Virág 2016: 12）。与1938/1939年的人类和社会受害者一起。我们在战争期间的损失是国民生产总值的四倍多（Virág 2020: 74）。商品供求平衡被打破，公共债务水平再次严重恶化，国家收入减少，但通过发行无担保纸币来弥补。所有这些导致了自1945年7月以来长达13个月的货币严重恶化。

匈牙利的恶性通货膨胀最终在1946年7月10日创下了世界纪录，尽管使用了官方价格，但每日货币贬值仍接近349%，这意味着价格大约每11小时翻一番（Virág 2016: 20）。这导致1946年8月1日新货币福林的推出，这是该国重建的重要组成部分。为了遏制通货膨胀，除了新货币、价格和工资改革外，还需要提供充足的商品库存，并有效实施公共财政重组计划。福林的引入并不自动意味着物价水平上涨的完全停止：由于公共财政和商品赤字

的规模，物价继续上涨。1948年中期，平均食品价格比两年前的水平高出近60%（Marton 2012: 379）。

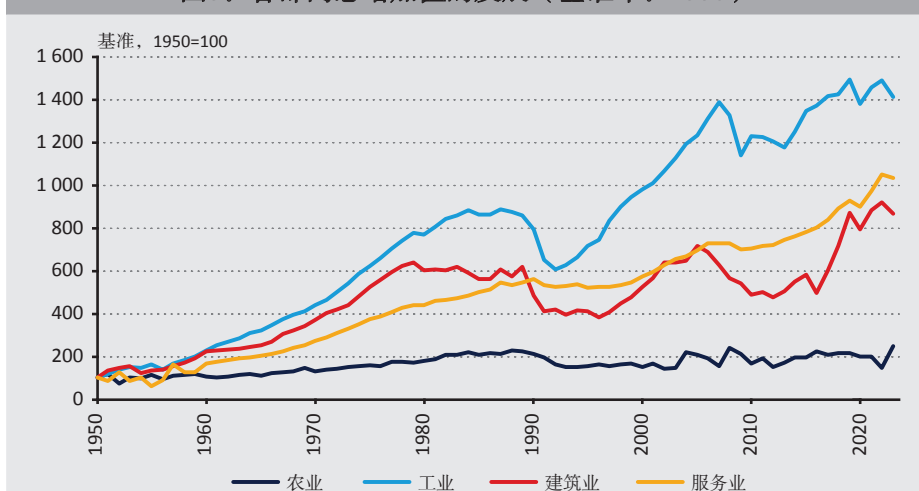
与第一次世界大战后的稳定计划相比，一个重要的区别是，第二次世界大战后的重建是在没有大量外国贷款的情况下进行的。第一阶段是在福林推出后的第二年启动的三年计划，其主要结果是工资增加和失业率下降。然而，对稳定起到非常重要作用的是，二战期间，当苏联红军逼近时，1945年1月该国30吨黄金储备、大量外汇储备和许多其他贵重物品逃走了。乘火车前往奥地利。一旦进入美国占领区，美国军队就没收了这些黄金，这些黄金于1946年6月归还，建立了社会对货币稳定的信任。

第二次世界大战失败后，国家控制的不稳定导致1949年共产主义一党专政的形成。1947年底，已经开始的国有化进程也波及到了金融机构，作为这一进程的一部分，匈牙利国家银行也被国家接管。随着1948年上半年的国有化，匈牙利国家银行历史上经典的中央银行时代结束了。在1947年立法背景下建立的一级银行体系框架内，尽管也以清理形象的名义创建了专门的金融机构，但匈牙利国家银行也履行了商业银行的职能。

社会主义时期的特点是中央集权的信贷政策、中央集权的货币流通和有计划的外汇管理（Botos – Botos 2004）。匈牙利国家银行的货币政策必须支持投资、冷战时期的强制军事发展和农业重组。在这一切的实施的，央行仅发挥行政作用。这些年来，中央银行和商业银行的任务得到了官方权力的补充。这种三重交织在外汇管理中最为明显（Bozó 2000）。

到1950年代初，资本主义经济的清算完成了。在公有制、国家全面控制的社会主义经济体制下，市场的真实需求完全被抛到了后台。政府开始大规模的工业和军事发展。1950年启动的第一个五年计划的主要目标是把匈牙利从农业国家转变为工业经济国家。其结果很快就在生产方面显现出来（图5）。

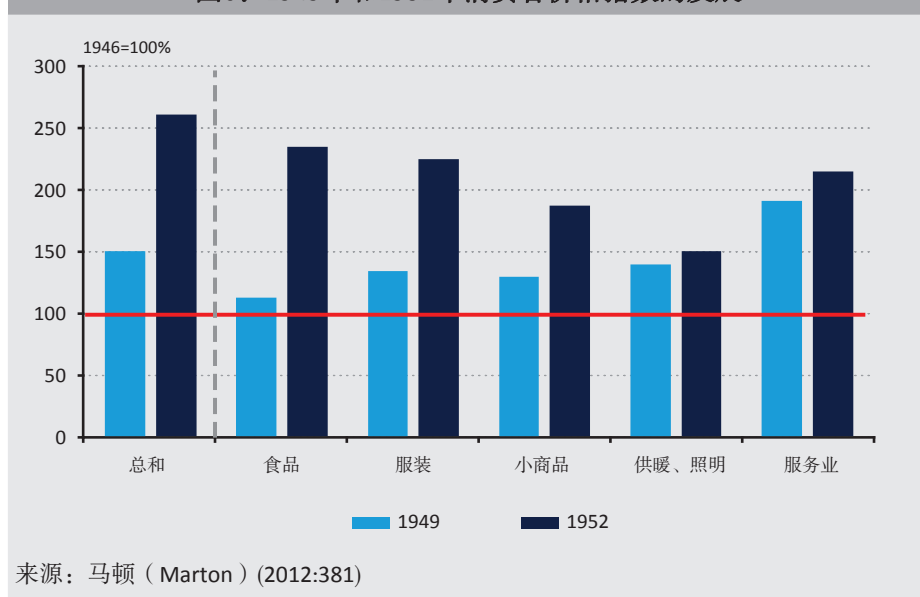
图5：各部门总增加值的发展（基准年：1950）



来源：维拉格（Virág）2020，匈牙利国家银行

然而，在工业化过程中，物价水平再次上升（图6），而实际工资却下降。人们试图通过1952年引入的集中设计指令系统来解决这个问题，该系统确保了消费者价格的稳定直到1968年（Marton 2012）。

图6：1949年和1952年消费者价格指数的发展



总体而言，1950年代经济表现按实际价值计算翻了一番，但由于一系列政治变化、投资周期、农业生产波动以及1956年革命及其后果，增长呈现出持续的、极端的波动（Virág 2020）。

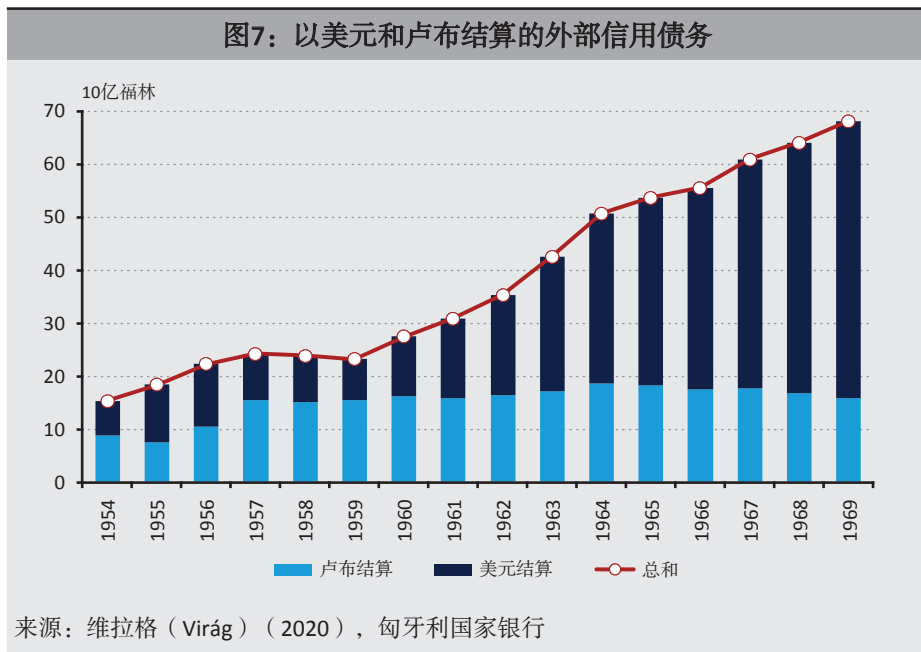
革命后，社会主义政权宣布的最重要的目标是提高生活水平和发展基础设施以满足人民的需求（Berényi 1974）。为此，该政权在1960年代放松了严格的限制，首先在农业方面受到影响。农业重新集体化，并创建了与大型工厂相连的后院农业。继重工业发展之后，工业品市场也发生了变化，轻工业、食品工业也崭露头角。就中央银行而言，计划指令系统的特点是制定国家信贷计划，该计划是由匈牙利国家银行根据反映营运资金需求的季度管理计划制定的（Botos – Botos 2004）。

在1956年革命至1968年经济改革期间，与最初的社会主义制度相比，多国央行能够以更大的独立性履行其任务。与此同时，官方职责开始减少，商业银行活动得到重视。在外汇管理领域，成交量大幅增加，伴随着国家开始负债、黄金储备逐渐减少、以及商业和非商业双轨制汇率制度的引入（Virág 2020）。

生活水平的提高伴随着包括短期贷款在内的美元进口比例的增加（图7），尽管工业化程度很高（由于结构性问题），但进口的增加是由于美元的增加而导致的。出口无法满足生活水平，因此对外贸易平衡也呈现不足（Földes 1995）。很明显，尽管有强制投资，经济扩张和消费繁荣并没

有按计划进行：从1957年起，借款成为公共财政其他收入的永久项目。由于自1960年代以来外国贷款仅由匈牙利国家银行引入经济，因此央行的资产负债表也发生了变化（Virág 2020）。

图7：以美元和卢布结算的外部信用债务



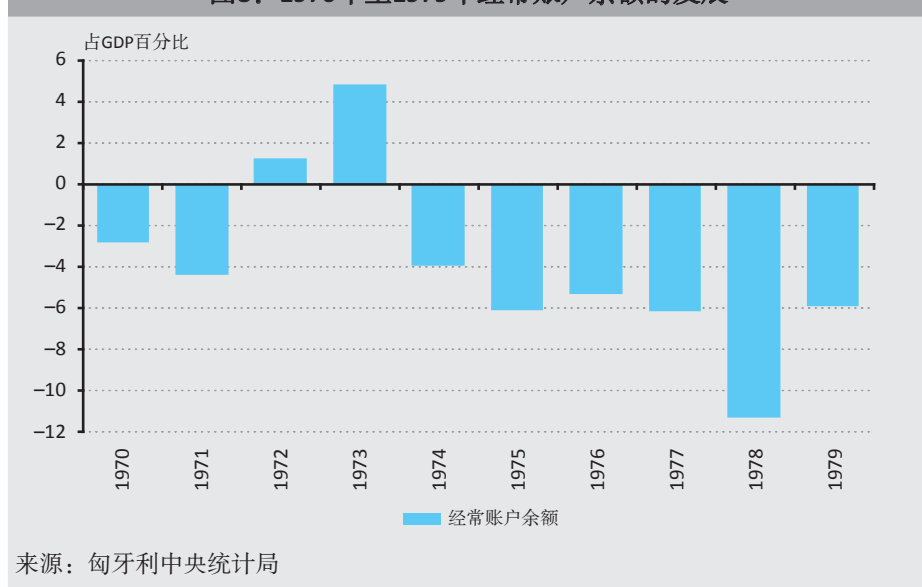
政治领导层面临着一个艰难的决定点：是继续维持严格的计划指示制度，还是实施有望更有效的转变。1968年1月1日出台的新经济机制（ÚGM）使计划管理更加灵活，间接监管时期开始。关于匈牙利国家银行，去年已提出一项建议，将中央银行的中央银行业务、外汇管理局、信贷发放和账户管理活动分开。草案还规定中央银行受政府直接监管，并拥有铸币权。根据该提案，对央行的首要法律要求是确保福林币值的稳定。总体而言，新经济机制的改革并没有改变银行体系的组织或匈牙利国家银行的职责（Botos – Botos 2004）。

1968年采取的措施不足以维持提高生活水平的信贷政策。这一事实在1970年代石油危机后变得明显。1970年代全球范围内发生了非凡而持久的变化，这也对匈牙利经济产生了影响。这十年始于1944年在布雷顿森林体系建立的国际金融体系的崩溃，1971年美国暂停了美元与黄金的兑换。两年后，第四次阿以战争爆发，欧佩克（OPEC）阿拉伯国家对支持以色列的国家实施石油禁运，导致能源价格大幅上涨。第一次石油危机之后，西方经济体经历了一段滞胀期，1979年伊朗革命导致石油价格反复大幅上涨。二战后的繁荣时期已经结束。

由于原材料和能源价格上涨，匈牙利的国外市场机会恶化。我们重要的贸易伙伴德意志联邦共和国的产品售价更高，而就匈牙利而言，苏联领导层

拒绝了提价计划（Botos – Botos 2004）。从这十年中期开始，不断恶化的贸易比率导致了严重的外部失衡（图8）。

图8：1970年至1979年经常账户余额的发展



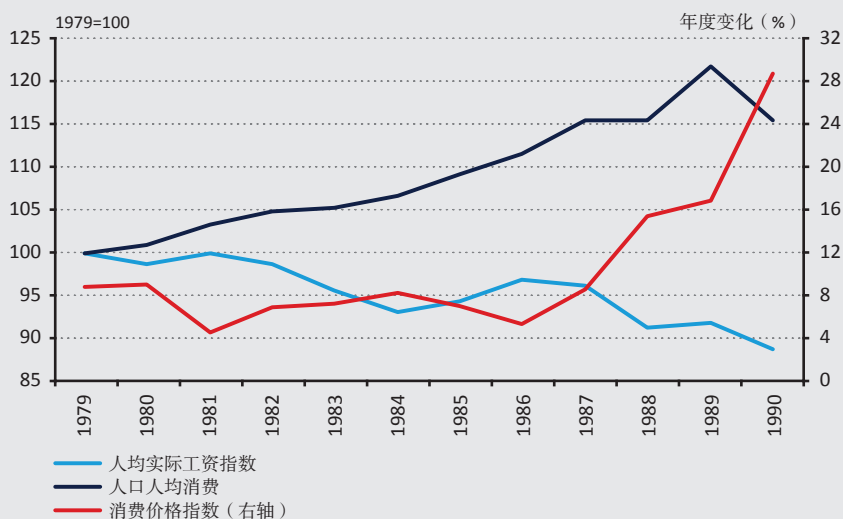
1970年代，经济政策面临这样的困境：要增加生产，就需要投资，而投资又必须融资，但这却将资源从提高生活水平上转移了，而这也是一个重要的目标，因为政治制度本质上就是通过这一目标获得合法性的。这就是国家外币贷款和债务的开始。到1979年，匈牙利陷入了债务陷阱：它只能通过发放新贷款来支付贷款利息（Mong 2012）。外债的货币构成也导致了债务存量的增加，因为匈牙利负债的货币最初利率较低，但后来上升，而且它们的汇率也走强（例如瑞士法郎或日元），因此偿债也增加了（Szalai 2024）。

匈牙利在1960年代末的改革努力中就已经想加入国际货币基金组织（IMF），并且由于1970年代债务存量不断增加，加入该组织的需求变得更加强烈。成员资格将使货币可兑换，从而使开放管理以及信贷机会成为可能。最终，匈牙利于1981年提交了入会申请，一年后成为国际货币基金组织成员。然而，必须避免破产，以至于甚至在入盟之前，匈牙利领导层就从德国政府、国际清算银行（BIS）和美国银行财团获得了贷款（Botos – Botos 2004, Mong 2012）。

1980年代，主要在美国和英国，新自由主义政治和经济趋势加强，要求加息和紧缩政策以对抗通货膨胀。1979年，保罗·沃尔克（Paul Volcker）接任美联储领导职务，大幅收紧货币政策，使得美国通胀下降。同时，高利率导致偿债增加，因此该十年初的“沃尔克冲击”助长了许多新兴国家债务危机的发展。

在匈牙利，经济政策的目标是恢复外部平衡，但维持生活水平继续发挥重要作用。保持经济开放也是一个优先事项，因此他们希望通过鼓励出口而不是限制进口来恢复外部平衡。同时，出口结构陈旧，纠正外贸逆差需要抑制内需。投资减少，而消费稳定，然后投资增加，尽管由于国家转移支付导致实际工资下降（图9；P. Kiss 2020a）。

图9：实际家庭工资指数、实际消费和消费者价格指数的发展



来源：匈牙利中央统计局

1982年的国际货币基金组织贷款只是暂时解决了融资问题，但同时也减少了激进改革的必要性，因此债务在后半叶持续存在，匈牙利再次需要国际货币基金组织的帮助1987年（Mong 2012）。社会主义时期开始的外债过程给国家留下了灾难性的遗产，即使在政权更迭之后这仍然是一个问题。

在当时中欧和东欧的情况下，匈牙利国家银行以不同寻常的方式通过对外借款和发行债券来为旨在恢复经济平衡的尝试提供资金。在国际借贷的同时，央行在世界主要金融中心建立了代表处网络。通过匈牙利国家银行，与发达国家的经济金融领导层进行了持续的沟通，也正是得益于此，匈牙利才能够在1982年加入国际货币基金组织和今天的世界银行集团成员国的行列。从1980年代后期开始，匈牙利国家银行逐渐回归传统的中央银行业务。这一进程得到了1984年12月政治决定的支持，该决定规定，中央银行和商业银行职能应在匈牙利国家银行内部分离，并开始为建立两级银行体系做准备，并在此基础上在1987年1月1日进行了重组。然而，匈牙利国家银行尚未恢复完全独立：它成为一家国家银行，并受到部长会议主席的影响。其任务被定义为影响货币供应并促进政府经济政策目标的实现（Bozó 2000）。

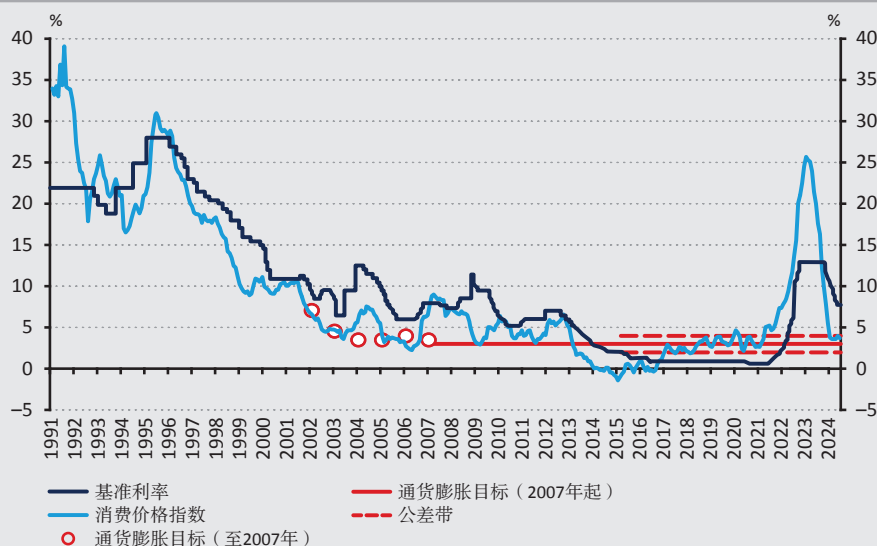
四，向市场经济转型

到了1980年代，苏联也陷入了困境。米哈伊尔·戈尔巴乔夫总书记宣布开始进行经济和社会改革，最终导致了共产主义制度的垮台和苏联的解体。在东欧国家，向市场经济转型已成为必然。匈牙利的改革虽然起步较早，但转型时期却带来了异常困难。最严重的问题之一是外国投资者提取存款导致储备耗尽。1990年，储备量勉强超过匈牙利两个月的进口需求（MNB 1991）。1990年代初，由于经济结构转型，GDP大幅下降，通货膨胀、失业和国债也随之增加。另一个困难是经互会市场的崩溃。向西开放，可以引导部分国内出口，但这种取向也带来了负面影响，比如第一次海湾战争导致石油价格暂时上涨，德国统一带来的通胀效应使得有必要提高利率，因此到1993年，新的接收市场出现了衰退（P. Kiss 2020b）。

1991年《中央银行法》恢复了匈牙利国家银行的独立性，指定了货币当局在市场经济体系中的地位，并规定中央银行负有向议会报告的义务，并且不隶属于政府。与此同时，央行赋予了用货币政策工具支持政府经济政策、保护本国货币的内外购买力的任务，力争物价稳定的目标就隐含在其中。

匈牙利国家银行采取措施，通过汇率政策措施缓解国际收支赤字并提高竞争力。汇率固定在一个狭窄的区间内，有时与预定的一揽子货币相比会贬值（Jakab – Szapáry 1998）。随着时间的推移，汇率调整越来越频繁，但到了1995年，贬值80%导致了严重的不可预测性和高通胀。价格水平发展的其他决定因素包括先前监管价格、食品、能源价格以及酒精和烟草产品价格上限的释放。为了降低通货膨胀，匈牙利国家银行将基准利率提高至28%（图10）。

图10：制定基准利率、通货膨胀和通货膨胀目标



来源：匈牙利中央统计局、匈牙利国家银行

到了本世纪中期，持续的公共预算赤字造成的公共债务融资变得越来越昂贵。于是，在国际货币基金组织和市场的压力下，经济政策出台了包含快速削减支出和增加税收的方案（博克罗什一揽子计划）¹。作为其中的一部分，在汇率政策方面，央行从1995年开始转向滑动贬值。这意味着福林汇率按照预先公布的汇率下调，在此期间，央行和政府决定了汇率的贬值幅度。它确保了可预测的名义汇率根据预期通胀率进行调整，货币汇率可以在指定区间（ $\pm 2.25\%$ ）内自由波动。汇率路径决定了投资者预期的短期利率，央行对外汇市场的变化做出灵活反应，以增加利率政策的回旋空间，因为在滑行贬值体系下，央行仅在区间的两端进行干预，如果区间内发生变动，则不会干预汇率（Jakab – Szapáry 1998）。这使得经济不必立即改变外国投资者预期的福林利率，并有助于维持经济平衡。事实证明，滑动贬值制度对于降低通货膨胀是有效的。

汇率政策的修改是博克罗什计划中唯一合适的内容。系统变更后开始的追赶在休克疗法期间停止了。预算紧缩措施导致高失业率、实际收入下降、内需大幅减少和通货膨胀上升（Matolcsy 1997）。由于面临高额公共债务和预算收入减少，经济政策难以应对危机。尽管博克罗什计划减少了赤字，但在降低通胀方面这一进程被推迟了。仅1999年消费者价格指数就下降到10%（图10）。只有在引入通胀目标制之后，才有可能将其降至较低水平。以严重的社会成本为代价，经济的危机状态于1997年结束，到本世纪末，在促进增长的经济政策措施的推动下，开始了向市场经济转型的预期追赶。

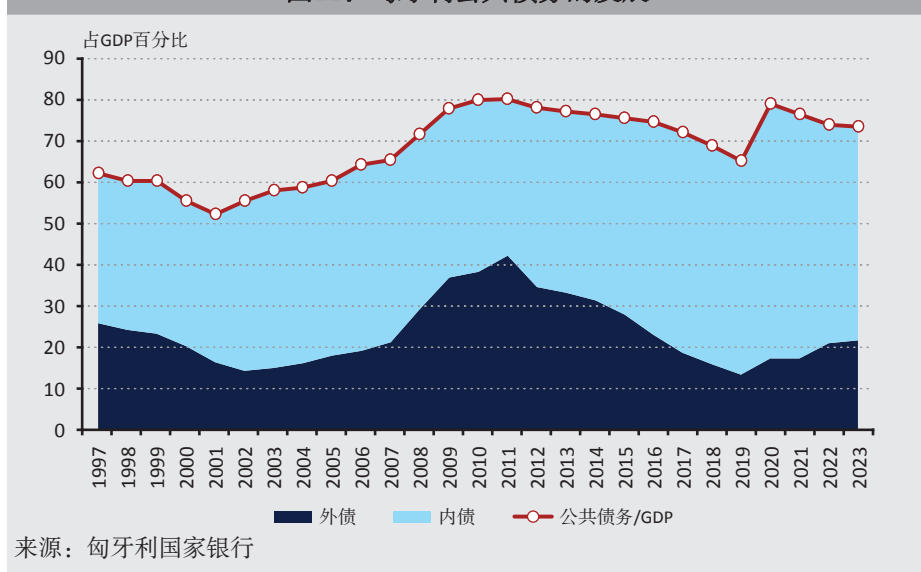
2001年，随着通货膨胀目标的引入，维持价格稳定而不是外部平衡成为了匈牙利国家银行的主要目标，但与此同时，央行继续维持扩大的汇率区间（ $\pm 15\%$ ）。随着新货币体系的实行，福林成为国际可兑换货币，废除了自1931年7月以来一直实行的盯住外汇管理制度，世界上运行时间最长的国家外汇管理制度也随之被废除。被独立的中央银行废除。然而，新的货币制度运作并不顺利。一方面，2002年政府更迭后，不负责任的财政政策导致供给侧和需求侧的通胀压力（Szapáry 2006），减少不断增长的财政赤字的努力也被证明是无力的。另一方面，通胀目标往往与汇率区间发生冲突，因为当达到区间边缘时，货币政策的重点是汇率而不是实现通胀目标。此外，居民外币贷款存量也阻碍了货币传导的高效运行。福林贷款与外币贷款之间的巨大利差、银行之间的激烈竞争、监管环境的不完善以及金融知识的有限等因素促进了零售外币贷款的增长。

尽管经济持续增长，但严重失衡加剧，导致趋同不可持续。2002年以后，国债开始快速增长（图11），经常项目赤字不断扩大，失业率上升，为了降低通货膨胀，匈牙利国家银行不得不将利率维持在较高水平，这使得外币——主要是瑞士法郎——鼓励了债务。所有这些因素导致匈牙利在2008年全球金融危机之前就已经陷入困境。2006年，政府曾尝试进行财政调整，但并未成功，因为该计划本质上是基于收入要素的紧缩措施，没有解决结构性问题。因此，这场危机使匈牙利处于极其脆弱的状态。政府证券市场和银行体系的外汇流动性也濒临崩溃。作为回应，匈牙利国家银行将基准利率提高

¹ 该计划以当时的财政部长博克罗什·劳约什（Bokros Lajos）的名字命名。

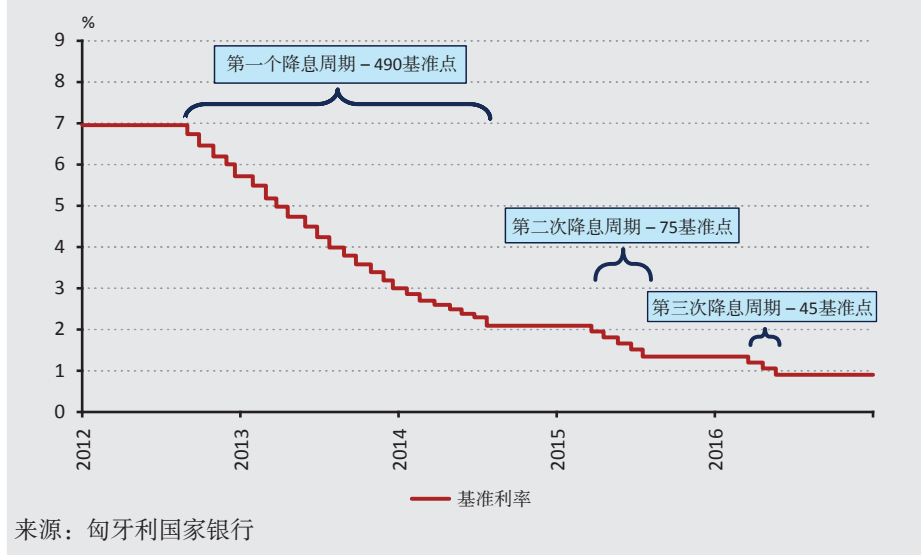
了300个基点，从而为与国际货币基金组织达成贷款协议赢得了时间，从而缓解了危机。由于危机前几年的经济政策失误，财政和货币政策的回旋余地有限，危机管理不力。匈牙利需要国际货币基金组织和欧盟委员会的外部帮助，这削弱了经济政策的主权。

图11：匈牙利公共债务的发展



在应对危机的严重阶段后，货币政策的任务是实施强有力的宽松周期。然而，这一目标受到多种因素的阻碍，例如2010–2011年南欧国家的银行业和债务危机以及大量的外币贷款。后者除了金融不稳定之外，还意味着强力放松以及随之而来的福林贬值将对外币借款人的收入产生负面影响。问题的解决方案——将贷款兑换成福林——在2013年的货币政策转向几年且原得以实现。因此，在危机期间，匈牙利国家银行只能有限程度地帮助实体经济复苏。转折点是2012年时任欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）的“不惜一切代价”的讲话（Draghi 2012），欧洲央行推出了名为直接货币交易（OMT）的新资产购买工具，以及美联储再次实施量化宽松，共同给市场带来了平静，匈牙利的利率溢价也随之下降。结果，货币理事会及其新成员于2012年8月开始了持续近四年的降息周期（图12）。

图12：2012年至2016年降息周期



五，不断变化的世界中稳定、独立的中央银行

2013年是央行独立性发生根本性变化、央行目标体系完成的一年。央行被赋予宏观审慎授权，新央行法以金融稳定补充了央行目标体系。由此，匈牙利国家银行的职责融入了全球趋势，继2007年金融危机之后，央行在确保金融体系稳定方面的作用有所增强。2013年，国家金融机构监管机构（PSZÁF）与央行合并，使央行能够更快、更有效地管理风险，从而增强了金融体系的弹性。

危机过后，经济政策转向了新的方向。取代了以前典型的基于外债的不可持续增长模式，而是进行了支持就业、投资和出口扩张的改革。不负责任的财政支出的时代已经结束，税收制度已经进行了重组，以鼓励就业和创业（Matolcsy 2015）。债务存量开始减少。家庭的实际收入和储蓄开始上升。成功的秘诀是同时创造平衡和增长，其背后是工作应成为主要收入来源的经济政策愿景。大部分结构性改革已在本十年之初（2010年至2013年）实施。预算平衡的恢复得益于公共财政收入结构的彻底转变，一方面，税收体系的收入重点从劳动税和资本税转向消费税，另一方面，实行的部门特别税造成了更大比例的公共负担。塞尔·卡尔曼计划的改革减少了预算支出，同时支持劳动力市场活动的增长。“以工代援”原则的出台，既平衡了预算，又将就业提高到了历史最高水平，新增就业岗位近100万个。成功的财政整顿和

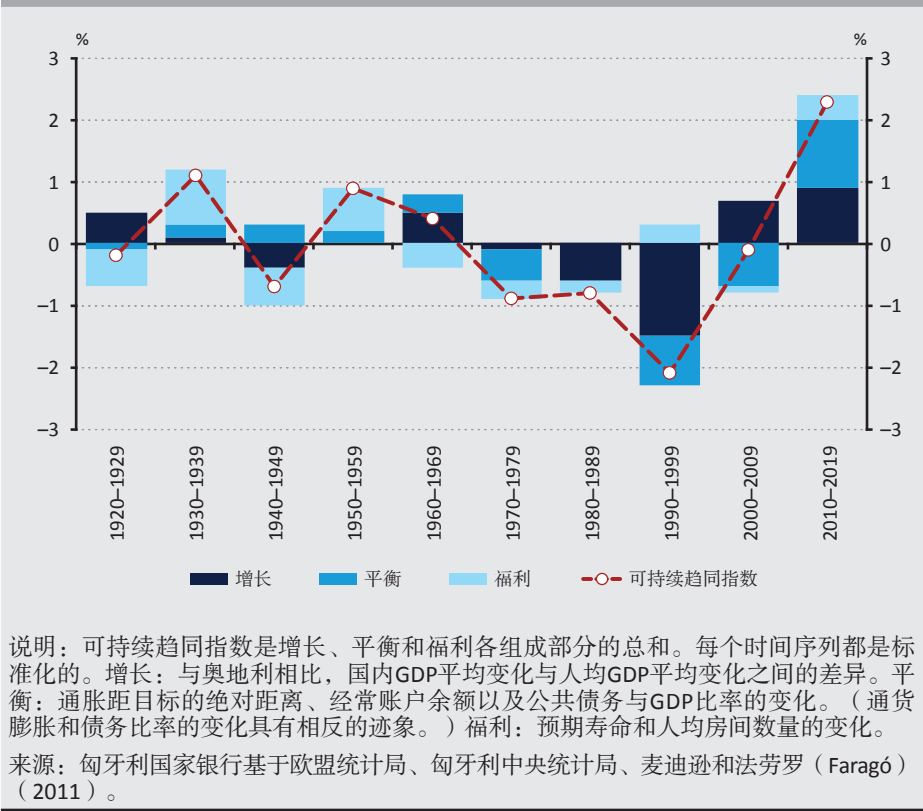
以工作为基础的经济政策使匈牙利经济走上趋同之路，为2013年货币政策和信贷好转奠定了基础（Matolcsy – Palotai 2016）。

吸取危机的教训，央行还推出了多项计划，以稳定金融体系、刺激经济增长。增长贷款计划支持振兴中小企业（SME）部门的贷款。自融资计划通过转变货币政策工具箱，鼓励银行业持有长期、流动性强的证券，而不是央行存款。国内银行业者对福林发行证券的需求增加，使得国家债务管理中心（ÁKK）能够将外币债务兑换成福林，从而有助于减少匈牙利的外部金融脆弱性（Matolcsy – Palotai 2019）。与政府共同实施的家庭外币贷款兑换福林强化了国内金融体系和货币传导，降息周期为实体经济提供了强有力的支持，同时又不损害物价稳定。这些措施促成了经济增长伴随着金融中介的正常化和外部脆弱性的显著降低，而且价格稳定也被证明是持久的。自政权更迭以来，匈牙利国家银行首次永久实现了2010年下半年的主要目标，并确保物价稳定。尽管欧洲国家在2008年危机后的平衡调整期间受到通货紧缩环境的威胁，但从2017年初到2020年底，瑞士央行将平均通胀率精确设定为3%，符合央行的目标。在此期间，48个月中有44次通胀处于 $\pm 1\%$ 的公差范围内。即使在国际比较中，这也是一个出色的结果（Matolcsy 2022）。

匈牙利国家银行还制定了一揽子竞争力提案，以支持该国的可持续趋同。经济政策的转变已经带来了成果，趋同已经恢复，这次是保持了平衡。在此期间，经济增长持续超过欧盟平均水平。2013年至2019年，匈牙利GDP年均增长3.8%，比欧盟平均增速高2个百分点。经济增长结构均衡加快。与欧盟相比，国内投资率也显著上升，我们的出口市场份额也有所增加。与此同时，经常账户出现顺差或接近平衡。这一增长得益于有利的融资环境。由于自融资计划、将外币贷款兑换成福林和宏观审慎措施，银行体系对外国来源的敞口显著减少，因此经济的融资转向内部来源（Kuti – Simon 2024）。

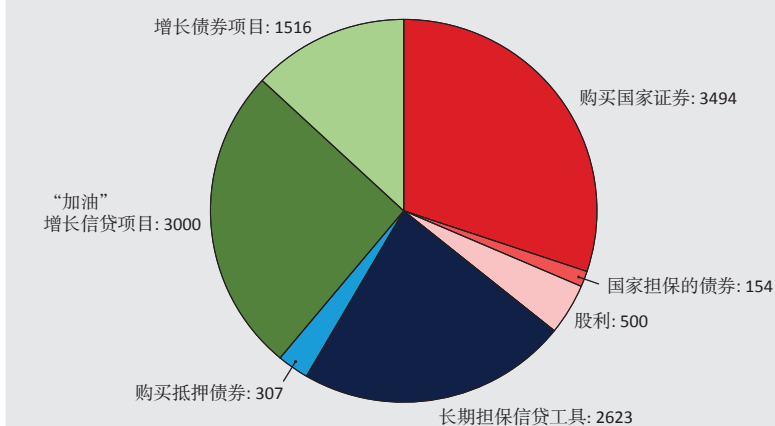
匈牙利经济在2010年代取得了历史性的成就。尽管匈牙利在过去的百年中不时经历过增长时期，但这些增长通常是以牺牲财政平衡为代价实现的，只有少数情况代表了接近西欧国家发展的进步。另一方面，2010年至2019年间，匈牙利在特里亚农和平法令后的动荡世纪中首次同时走上了平衡、增长和趋同的道路（图13）。因此，在匈牙利央行的关键作用下实施的经济政策转变为匈牙利经济带来了过去百年中最成功的十年（Balázs – Soós 2020）。

图13：可持续趋同指数的制定



2020年代，疫情、能源价格大幅上涨以及俄罗斯乌克兰战争后的全球通胀等给央行带来了前所未有的挑战。新冠疫情爆发前的几年，呈现出均衡增长的特点。匈牙利具有较强的韧性、稳定的基本面和充足的经济政策回旋空间，因此有成功危机管理的机会（Matolcsy 2021）。为了阻止病毒的传播，世界各国政府决定暂停或限制大部分经济活动。在这种特殊情况下，企业和民众都需要支持。央行主要必须确保金融市场稳定和经济参与者充足的到期流动性（Matolcsy 2021）。在有针对性的措施框架内，匈牙利国家银行为危机管理提供了超过11万亿福林的支持（图14），这可以使国内GDP在2020年至2024年间增加10个百分点（Kuti – Balogh 2023）。

图14：危机管理央行计划的流动性效应



来源：匈牙利国家银行

新冠疫情爆发前的成功得益于以下事实：危机后，匈牙利仅用了6个季度就达到了危机前的表现，而2008年之后则用了6年时间。以往的成功还体现在银行体系弹性的增强。在2020年充满挑战的头几年，金融体系始终保持稳定。银行有足够的贷款能力，因此可以避免没有信贷的长期复苏（Matolcsy 2021）。

尽管赤字和债务不断增加，政府证券市场仍保持稳定，其中央行的措施发挥了重要作用。央行启动了政府债券购买计划，并向银行系统提供固定利率信贷便利。因此，它确保了稳定性，并使国家能够以低利率长期筹集资金（Kuti – Simon 2024）。

世界经济刚刚从新冠疫情引发的危机中恢复过来，通货膨胀突然开始大幅上升，各国央行不得不做出反应。匈牙利国家银行是世界上最早开始货币紧缩的国家之一，后来，除了通货膨胀过程之外，外部平衡的破坏和不利的金融市场过程也证明了其合理性。到2022年9月，市场环境已经出现实质性改善，央行决定结束1990年以来最大规模的连续加息周期。然而此后一系列负面事件开始发生，在接下来的两周内给国内资产带来了几乎前所未有的压力。乌克兰暂停输气消息传出，北溪天然气管道被炸毁，天然气价格再度大幅上涨，资金开始撤离新兴市场，风险环境恶化，外汇也出现动荡市场，导致匈牙利福林大幅贬值。为了恢复金融稳定，匈牙利国家银行于2022年10月14日采取了非常措施。第一步将基准利率提高了500个基点，并宣布准备以牺牲能源贸易公司自有外汇储备来确保能源账户的外汇需求（Kuti 2023）。由于央行2022年秋季措施的实施，国内金融市场的稳定性和匈牙利的风险认知得到了永久性改善。稳定的市场环境为持续通货紧缩创造了合适的基础，这是可持续发展的必要条件。

目前看来，世界各国央行的加息已经阻止了通胀的进一步上升，而匈牙利国家银行的适时紧缩以及2022年10月危机局势的成功处理，为通胀率的回升提供了可能。到2024年回到通胀目标附近的容忍区间并恢复物价稳定是可以实现的。但对抗通胀的斗争还不能算是完成，仍需采取谨慎、耐心的货币政策，以可持续地实现通胀目标。

如今，几个大趋势正在从根本上重塑全球经济体系。数字化和绿色转型为经济中的所有参与者创造了非凡的机遇，但同时也带来了巨大的挑战。气候变化是一个日益严重的问题，它通过对食品和能源价格的通胀影响以及极端天气造成的损害，威胁到央行价格稳定和金融稳定使命的实现（Kolozsi等2022）。认识到这些风险的重要性，国民议会于2021年5月授予匈牙利国家银行绿色授权，通过支持政府的环境可持续性政策，补充了匈牙利国家银行价格稳定的次要角色。法律修订后不久，匈牙利国家银行的工具箱进行了重组，考虑到绿色转型和可持续发展的各个方面。人工智能的优势正在被越来越多的领域所利用，但其广泛的传播也不可避免地让我们也更加关注网络安全。不利的人口变化过程给劳动力市场以及医疗保健和社会保健系统带来了严峻的挑战。受新冠疫情影响，债务增加，财政和货币政策的回旋空间缩小。近年来，地缘政治紧张局势加剧，战争爆发，这可能会给小型开放经济体的供应链带来困难。经济的运行离不开政治和社会过程，因此监控事件、正确事件并有效应对至关重要（Balogh等2024）。

六、总结

塑造世界经济的大趋势是显而易见的，但2020年十年头几年的重要教训之一是，另一场冲击随时可能发生，这意味着一个开放小国的央行必须时刻保持准备状态。这需要大量的积累。正如波波维奇·山多尔在1933年12月所说，当前不仅在匈牙利，而且在国际经济论坛上都对大萧条的复苏进行着热烈的讨论：“要给专业知识和学识一席之地”（Popovics 1933:1）。这是匈牙利国家银行目前所牢记的，目的是利用这个机构积累的知识和经验，为执行中央银行职责过程中出现的挑战提供有效的答案。在地缘政治风险、绿色和数字转型、人口结构转变和债务比率上升的当今时代，确保价格稳定是央行的主要目标。

历史回顾表明，匈牙利国家银行在其百年历史中，面临着诸多挑战，无论是战争时期、经济危机，还是全球化和欧洲一体化发展带来的结构性变化。这些经验证实了多国央行有能力适应不断变化的环境，同时努力维护和恢复匈牙利经济的稳定。匈牙利国家银行的职责及其层级明确界定了中央银行的任務和范围。如果我们的中央银行能够履行其职责，实现其目标，并且在独立的情况下能够最有效地运作，那么它就可以最大程度地为匈牙利经济的成功和可持续赶超做出贡献。

过去事件的教训还强调，灵活性和创新能力对于成功应对未来的挑战至关重要。这百年的历史告诉我们，经济稳定和金融体系的可靠性是国家长期繁荣的基石。未来央行也会牢记这一点。

参考文献

- Akkaya, Y. – Belfrage, C.J. – Di Casola, P. – Strid, I. (2023): *Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model: Evidence from Sweden before and during the coronavirus pandemic*. (《小型开放经济 DSGE 模型中国内外央行政府债券购买的影响：来自冠状病毒大流行之前和期间的瑞典的证据》) Working Paper No. 421, Sveriges Riksbank. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/working-papers/2023/no.-421-effects-of-foreign-and-domestic-central-bank-government-bond-purchases-in-a-small-open-economy-dsge-model-evidence-from-sweden-before-and-during-the-coronavirus-pandemic.pdf>
- Balázs, J. – Soós, G.D. (2020): *An Era of Balance and Growth*. (《平衡与增长的时代》) In: Virág, B. (ed.): *10 x 10 Years in Numbers – The Economic History of Hungary for the Last 100 Years*. Magyar Nemzeti Bank, pp. 269–293.
- Balogh, A. – Kuti, Z. – Sipos-Madarász, A. (2024): *The Recent History of Hungarian Monetary Policy and Future Challenges for Central Banks*. (《匈牙利货币政策的近期历史和中央银行未来面临的挑战》) *Financial and Economic Review*, 23(2): 5–30. <https://doi.org/10.33893/FER.23.2.5>
- Bácskai, T. (1994): *Jegybanki jubileum. A hét évtized üzenetei*. (《央行禧年。七十年的信息》) Magyar Nemzet, november 10: 12.
- Berényi, J. (1974): *Életszínvonal és szociálpolitika*. (《生活水平和社会政策》) Kossuth Könyvkiadó.
- Botos, J. (1999): *A Magyar Nemzeti Bank története II. Az önálló jegybank 1924-1948*. (《匈牙利国家银行史，第二卷——独立中央银行，1924-1948年》) Presscon Kiadó.
- Botos, J. – Botos, K. (2004): *A Magyar Nemzeti Bank története III. – A jegybank útja rendszerváltozástól rendszerváltozásig 1948-1989*. (《匈牙利国家银行的历史，第三卷——1948-1989年中央银行从体系变革到体系变革的历程》) Tarsoly Kiadó.
- Bozó, I. (2000): *Monetáris politika Magyarországon*. (《匈牙利的货币政策》) Magyar Nemzeti Bank.
- Draghi, M. (2012): *Whatever it takes*. (《无论如何》) Speech, Global Investment Conference, London, July (Vol. 26). <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Faragó, T. (2011): *Bevezetés a történeti demográfiába. I. kötet*. (《历史人口学概论，第一卷》) Tananyag, Budapesti Corvinus Egyetem. <https://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4698/1/648023.pdf>
- Fellner, F. (1930): *Csonka-Magyarország nemzeti jövedelme*. (《两战之间时期匈牙利的国民收入》) Magyar Tudományos Akadémia.
- Ferber, K. (1983): *Vita a húszas évek végén Magyarország eladósodásáról*. (《1920年代末关于匈牙利债务的争论》) *Valóság*, 26(1): 37–46.

- Földes, G. (1995): *Az eladósodás politikatörténete 1957–1986.* (《1957–1986 年债务的政治史》) Maecenas Könyvkiadó.
- Germuska, P. (2012): *Szocialista csoda? Magyar iparfejlesztési politika és gazdasági növekedés, 1950–1975.* (《社会主义奇迹? 1950–1975 年匈牙利工业发展政策和经济增长》) Századok, 146(1): 47–78.
- Jakab, M.Z. – Szapáry, G. (1998): *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon.* (《匈牙利货币贬值的经验》) MNB Füzetek, 1998/6. <https://www.mnb.hu/letoltes/mf1998-6.pdf>
- KSH: *Magyar Statisztikai Évkönyv számai.* (《匈牙利统计年鉴数据》) Központi Statisztikai Hivatal. <https://www.kshkonyvtar.hu/article/56/283/magyar-statisztikai-evkonyv>
- Kolozsi, P.P. – Horváth, B.I. – Csutiné Baranyai, J. – Tengely, V. (2022): *Monetary Policy and Green Transition.* (《货币政策和绿色转型》) Financial and Economic Review, 21(4): 7–28. <https://doi.org/10.33893/FER.21.4.7>
- Kuti, Z. (2023): *Az elmúlt egy év a monetáris politika tükrében – miért volt szükség egy éve rendkívüli jegybanki beavatkozásra?* (《从货币政策来看过去的一年——为什么一年前央行需要进行非常规干预?》) Világgazdaság, november 15. <https://www.vg.hu/mnb-blog/2023/11/az-elmult-egy-ev-a-monetaris-politika-tukreben-miert-volt-szukseg-egy-eve-rendkivuli-jegybanki-beavatkozásra>. 下载日期: 2024年9月27日。
- Kuti, Z. – Balogh, C. (2023): *A jegybank költségeivel szemben a nemzetgazdaság haszna áll.* (《中央银行的成本被国民经济的收益所抵消》) Világgazdaság, július 6. <https://www.vg.hu/vilaggazdasag-magyar-gazdasag/2023/07/a-jegybank-koltsegeivel-szemben-a-nemzetgazdasag-haszna-all>. 下载日期: 2024年8月14日。
- Kuti, Z. – Simon, P. (2024): *Viharos vizeken is stabilan – Az MNB értékelése a monetáris politika 12 évéről.* (《暴风雨中也能保持稳定——匈牙利国家银行对12年货币政策的评估》) Portfolio, augusztus 1. <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240801/viharos-vizeken-is-stabilan-az-mnb-ertekelese-a-monetaris-politika-12-everol-701589>. 下载日期: 2024年9月27日。
- Marton, Á. (2012): *Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után I. (1945–1968).* (《第一次世界大战后匈牙利的通货膨胀和消费价格 (1945–1968)》) Statisztikai Szemle, 90(5): 373–393.
- Matolcsy, G. (1997): *Kiigazítás recesszióval. Kemény költségvetési és puha piaci korlát (Adjustment with recession. Soft budget and hard market constraint).* (《随着经济衰退进行调整——硬预算和软市场约束 (经济衰退调整——软预算和硬市场约束)》) Közgazdasági Szemle (Economic Review), 44(9): 782–798.
- Matolcsy, G. (2015): *Economic Balance and Growth. Consolidation and stabilisation in Hungary 2010–2014.* (《经济平衡与增长。2010–2014 年匈牙利经济的巩固与稳定》) Kairosz Kiadó.

- Matolcsy, G. (2021): *A magyar gazdaság, az MNB változó erőtere és annak okai.* (《匈牙利经济、匈牙利央行的变革力量及其原因》) *Polgári Szemle*, 17(4–6): 15–31. <https://doi.org/10.24307/psz.2021.1203>
- Matolcsy, G. (2022): *Az új évtized mintázatai.* (《新十年的模式》) *Polgári Szemle*, 18(4–6): 13–32. <https://doi.org/10.24307/psz.2022.1203>
- Matolcsy, G. – Palotai, D. (2016): *The interaction between fiscal and monetary policy in Hungary over the past decade and a half.* (《过去十五年匈牙利的财政政策和货币政策之间的相互作用》) *Financial and Economic Review*, 15(2): 5–32. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/gyorgy-matolcsy-daniel-palotai-en.pdf>
- Matolcsy, G. – Palotai, D. (2019): *Hungary Is on the Path to Convergence.* (《匈牙利走在趋同道路上》) *Financial and Economic Review*, 18(3): 5–28. <https://doi.org/10.33893/FER.18.3.528>
- MNB (1991): *Éves jelentés.* (《匈牙利国家银行年度报告》) Magyar Nemzeti Bank.
- Mong, A. (2012): *Kádár hitele – A magyar államadósság története 1956–1990.* (《卡达尔的信用——1956–1990年匈牙利公共债务的历史》) Libri Könyvkiadó.
- P. Kiss, G. (2020a): *Lack of turnaround and reform: the 1980s.* (《缺乏转机和改革：1980年代》) In: Virág, B. (ed.): *10 x 10 Years in Numbers – The Economic History of Hungary for the Last 100 Years.* Magyar Nemzeti Bank, pp. 185–206
- P. Kiss, G. (2020b): *Free again: the 1990's.* (《重获自由——1990年代》) In: Virág, B. (ed.): *10 x 10 Years in Numbers – The Economic History of Hungary for the Last 100 Years.* Magyar Nemzeti Bank, pp. 207–240.
- Péteri, G. (1985): *Montagu Norman és a magyar „szanálási mű”. Az 1924-es magyar pénzügyi stabilizációról.* (《蒙塔古·诺曼和匈牙利的“补救工作”——论1924年匈牙利的金融稳定》) *Századok*, 119(1): 121–151.
- Pogány, Á. (2003): *A magyar monetáris rendszer nemzetközi vonatkozásai a két világháború között.* (《两次世界大战之间匈牙利货币体系的国际方面》) *Klió*, 12(2): 109.
- Pogány, Á. (2023): *A nagy háborútól a nagy válságig. Bank- és pénztörténeti tanulmányok a két világháború közötti Magyarországról.* (《从第一次世界大战到大萧条——两次世界大战期间匈牙利的银行和货币史研究》) L'Harmattan Könyvkiadó.
- Popovics, S. (1924): *Az új jegybank szerepe a Nemzetek Szövetségének szanálási tervében.* (《新央行在国联决议计划中的作用》) In: Halmay, E. (ed.): *Magyarország újjáépítésének kérdéséhez*, pp. 36–37.
- Popovics, S. (1929): *A magyar pénz.* (《匈牙利货币》) In: *Magyarország Vereckétől napjainkig 2. Állami és gazdasági élet.* Franklin-Társulat Budapest, 1939, pp. 151–164
- Popovics, S. (1933): *Válság és kibontakozás.* (《危机与发展》) *Pesti Napló*, 84(296): 1.

- Radnóti, J. (1926): *Mi volt itt? A konjunktúra története Hegedüs Lóránt bukásától Popovics Sándor eljöveteleig.* (《这里是什么? 从海盖德什·罗兰特倒台到波波维奇·山多尔上任的繁荣历史》) Ujságüzem könyvkiadó és nyomda részvénytársaság.
- Réti, T. (2011): *A külföldi tőke változó szerepe a két világháború között Magyarországon.* (《两次世界大战期间外国资本在匈牙利的角色变化》) *Külgazdaság*, 55(3–4): 38–54.
- Romsics, I. (2017): *A Horthy-korszak.* (《霍尔蒂时代》) Helikon Kiadó.
- Schandl, K. (1924): *Önálló nemzeti bank.* (《独立的国家银行》) Új Barázda, május 25.: 1–2.
- Schlett, A. (2014): *Válsághasonlatok. Külső eladósodás az 1920-as és a 2000-es évek Magyarországon.* (《危机比喻——1920年代和2000年代匈牙利的外债》) *Valóság*, 57(11): 69–84.
- Schulze, M.S. (2009): *Austria-Hungary's economy in World War I.* (《第一次世界大战中的奥匈帝国经济》) In: Broadberry, S. – Harrison, M. (eds.): *The Economics of World War I.* Cambridge University Press, pp. 77–111.
- Siklos, P.L. (1991): *War Finance, Reconstruction, Hyperinflation and Stabilization in Hungary, 1938–48.* (《1938年至1948年匈牙利的战争财政、重建、恶性通货膨胀和稳定》) Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-21325-2>
- Szalai, Z. (2024): *A külső egyensúlyi helyzet alakulása Magyarországon az 1970-es években.* (《1970年代匈牙利外部均衡形势的发展》) In: Kuti, Z. – Dr. Lehmann, K. – H. Váradi, B. (eds.): *MNB Esszékötet az 1970-es évek gazdasági folyamatairól.* Magyar Nemzeti Bank, Budapest, pp. 159–168.
- Szapáry, G. (2006): *Public Finance Quarterly.* (《公共财政季刊》) *Public Finance Quarterly*, 51(4): 471–482.
- Varga, B. (2016): *The Pénzügyi Központ was established 100 years ago.* (《银行中心成立100年》) *Financial and Economic Review*, 15(1): 124–144. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/6-varga-1.pdf>
- Virág, B. (ed.) (2016): *A forint 70 éve: Út a hiperinflációtól az árak stabilitásáig.* (《福林诞生70周年: 从恶性通货膨胀到价格稳定的路径》) Magyar Nemzeti Bank. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/2-abel-en.pdf>
- Virág, B. (ed.) (2020): *10 x 10 Years in Numbers – The Economic History of Hungary for the Last 100 Years.* (《10x10年的数字——过去100年匈牙利经济史》) Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/en/publications/mnb-book-series/trianon-100>