

1920年代和1990年代匈牙利中央银行独立性和货币稳定性*

巴里·艾森格林^{ID}

本文比较了1920年代前期和1990年代前期匈牙利的货币政策和通货膨胀。在这两个时期，经济和金融失衡都给中央银行施加了提供通胀融资的压力。最终，为了应对由此产生的通货膨胀，中央银行的独立性得到了显著加强。但是，虽然中央银行的独立性有所帮助，但在这两种情况下都不足以防止随后的不稳定。中央银行不可避免地感受到压力，需要解决来自银行业、国际收支、政府预算和经济疲软部门的问题。本文最后总结了可能影响匈牙利中央银行独立性的现行立法的影响。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E42，E52，E63，N14

关键词：中央银行；中央银行独立性；货币政策；稳定；匈牙利国家银行

一，简介

本文比较了1920年代前期和1990年代前期匈牙利的货币政策和通货膨胀。本文认为，中央银行独立性对于恢复和维持价格稳定以及更广泛意义上的经济和金融稳定而言是必要的，但还不够。在这两个时期，从前一时期继承下来的经济和金融失衡都给中央银行带来了压力，迫使其向政府、银行系统和企业部门提供通胀融资。为了应对由此产生的通货膨胀及其带来的混乱，中央银行的独立性得到了显著加强，这与两个时期盛行的经济正统观念一致。但是，虽然加强中央银行的独立性有所帮助，但在这两种情况下，它本身都不足以防止随后的不稳定爆发。尽管中央银行的独立性得到了加强，但它不可避免地感受到了解决银行业、国际收支、政府预算和经济疲软部门产生的问题的压力。

这对当今的匈牙利有直接的影响。首先，如果政府考虑削弱央行独立性的措施，那么他们就会自食其果。尊重央行的独立性并不能自动解决所有问题，但匈牙利在1920年代和1990年代的历史以及更广泛的货币史表明，对央行独立性的妥协只会让问题变得更糟。其次，即使是最独立的央行，在银行业、对外部门和实体经济失衡的情况下，也不能指望它能带来令人满意的结果。这些问题需要其他国家政策制定者来解决。

*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。

巴里·艾森格林（Barry Eichengreen）：加州大学伯克利分校乔治·C·帕迪和海伦·N·帕迪讲席教授、经济学和政治学杰出教授、美国国家经济研究局研究员、经济政策研究中心研究员。电子信箱：eichengr@berkeley.edu。

本文原文发表在学术期刊《金融与经济评论》英文版2024年12月号。<https://doi.org/10.33893/FER.23.4.44>

二，1920年代

匈牙利在第一次世界大战后领土和人口大幅减少。中欧新国家的边界扰乱了匈牙利的工业和商业。战争结束时，卡罗利·米哈伊（Károlyi Mihály）伯爵的政府被贝拉·库恩（Kun Béla）领导的苏维埃共和国推翻，随后，在罗马尼亚短暂入侵之后，由海军上将霍尔蒂·米克洛什（Horthy Miklós）领导的右翼政府夺取（并保留）了权力，匈牙利社会和政治动荡不安。通货膨胀是战后的第一大常态。奥匈帝国银行（前奥匈帝国的中央银行）的大面额纸币只有在盖章后才被接受为法定货币。但由于匈牙利在盖章方面相对较晚，因此这些纸币从其他继承国大量涌入（Garber与Spencer 1994）。由于财政收入微乎其微，布尔什维克政府在其短暂的（四个月）任期内利用其对奥匈银行印钞的权利发行了更多钞票；它还发行了自己的钞票。

奥匈银行（Austro-Hungarian Bank）于1919年底关闭，其职能首先由旧银行的匈牙利分行接管，然后在1921年8月由财政部直接控制的国家钞票局接管。从1921年8月开始，该局发行了钞票，将其兑换为旧奥匈银行的盖章钞票和布尔什维克政权发行的钞票。

虽然匈牙利根据《特里亚农条约》的规定欠有赔款，但赔款数额和付款时间表都不得而知。这显然是一个相当大的不确定性的来源。在此期间，即从1919年到1924年，匈牙利政府一直存在巨大的预算赤字，资金来自国家票据局的借款。财政部还指示后者向银行、公司和农场提供优惠贷款，以使其能够维持正常运营。通货膨胀越快，政府收入就越落后，从而形成典型的、最终灾难性的通货膨胀螺旋。但是，单方面采取措施平衡预算，从而帮助结束通货膨胀，会削弱“承担赔款负担所需的财政努力是不可能的”这一论点（Pogány 2019：第49页）。因此，推迟采取这些措施。

恶性通货膨胀一直持续到1924年3月，当时每个人都认为它已经走得太远了。国际联盟与赔偿委员会和匈牙利政府合作，在财政整顿、减轻赔偿负担和国际贷款方面展开合作。当赔偿委员会放弃对匈牙利政府收入的优先留置权，以使用这些收入来偿还商业债务时，外部融资就成为可能。在英格兰银行行长兼伦敦资本市场准入事实上的仲裁人蒙塔古·诺曼（Montagu Norman）（Péteri 2002）的特别帮助下，这笔贷款于1924年7月到位。贷款计划持续20年，由关税和糖税以及政府的盐和烟草垄断收入作为抵押，这些收入足以偿还债务。

国际联盟的稳定计划采取了两个独立但相互关联的协议的形式。第一个协议重申了国家的主权和领土完整，而第二个协议则要求政府平衡预算并建立独立的中央银行。重要的是，不仅匈牙利，捷克斯洛伐克、法国、英国、意大利和罗马尼亚也签署了第一份议定书，做出了相关承诺，并暗示中央银行的独立性不仅仅是匈牙利现任政府的承诺。第二份议定书要求匈牙利接受总专员的监督，总专员将向国际联盟和由债权国代表组成的“控制委员会”报告政府遵守计划的情况，包括尊重中央银行独立性的承诺。总专员还监督一个特别账户，海关、糖税和商品垄断的专项收入都存入该账户。最终选定的总专员是美国人小杰里迈亚·史密斯（Jeremiah Smith, Jr.）（Peterec

2009)。史密斯是美国著名银行家托马斯·拉蒙特(Thomas Lamont)的密友,拉蒙特密切参与了道威斯和杨格计划的起草。与美国的联系强调,匈牙利遵守该计划不仅令欧洲签署国担忧,也令美国担忧,因为美国是经济崛起的强国,而且可能是潜在的外部融资来源。

匈牙利国家银行(MNB)于1924年4月26日根据法律正式成立,并于两个月后开始运营。其七大股东包括总部位于纽约的国家城市银行(最大股东)和两家英国银行:米德兰银行(Midland Bank)和英奥银行(Anglo-Austrian Bank)(Magyarics 2019)。除非贷款和预付款完全由可兑换外汇或黄金担保,否则匈牙利国家银行不得向政府发放贷款和预付款(De Cecco 1994)。它还被要求以信誉良好的金汇兑本位成员的方式用黄金支持其债务。前五年的覆盖率定为20%,之后每五年增加四个百分点(Pogány 2019:第51页)。匈牙利国家银行必须接受由摄政提名的外部顾问。这位外部顾问有权否决任何违反新中央银行章程的政策或决定(Garber和Spencer 1994:第33页)。最后,在匈牙利国家银行成立几周后,匈牙利国家银行行长波波维奇·山多尔(Popovics Sándor)与英格兰银行签署了一项协议,承诺匈牙利国家银行与英镑挂钩,以换取400万英镑的预付款。

因此,中央银行的自主权有多种来源。考虑到1924年稳定之前的事件,公众对通货膨胀的厌恶是可以理解的,新中央银行法、平衡预算、国际支持和监督、补充储备的紧急预付款以及金汇兑本位规则都为这一稳定提供了支持。很难想象中央银行独立性的基础会比这更牢固。

萨金特(1982)认为,这一新的制度框架构成了令人信服的制度变革。因此,他认为,随后的通货膨胀稳定基本上没有成本;失业率没有上升。其他人(Berend和Ránki 1985; Domonkos和Schlett 2021)则持相反观点。他们描述了匈牙利经济在稳定之后遭受高失业率、增长停滞和工业萧条的困扰。国际联盟授权的平衡预算在1928/1929年摇摇欲坠,并在1929/1930年转为赤字。随着政府推出补贴和公共工程计划,赤字在1930/1931年进一步扩大。农业部门在1920年代的匈牙利非常重要,但受到全球价格疲软和货币迅速被高估的影响。向农业发放贷款的银行早在1927年就遇到了资产负债表问题,并在1931年遭受了一场全面的银行业危机(Macher 2018)。该国在整个时期都出现经常账户赤字,反映了同样不利的贸易条件。随着1928年底外国贷款的缩减,这种外部疲软的严重影响达到了顶峰。

彼得里(Péteri)(2024)描述了匈牙利国家银行如何通过消除黄金外流而不是遵守金本位规则来应对这些国内经济问题,这本来会要求收缩货币供应量。它满足了农业和工业的信贷需求,而不是严格优先维持黄金可兑换性,这似乎是其章程所要求的。我不知道有任何研究可以用来确定匈牙利国家银行是否在回应政府的压力,或者其局长们是否自愿选择减轻该国银行、公司、农场和劳动力市场的压力。无论如何,考虑到这些其他经济问题的严重性,独立性显然不足以使中央银行免受这些压力并允许其无视这些要求。

鉴于不利的贸易条件和黄金外流的冲销,结果是储备损失,而不是匈牙利在1920年代初经历过的、并在1990年代初再次经历的那种公开通货膨胀。匈牙利国家银行在1929年从英格兰银行和一个国际银行财团获得紧急援助,

从而推迟了清算日——不可避免的货币危机（Péteri 2002）。但随着农产品价格进一步下跌、资本外逃、金融危机和外汇管制的实施，1931年的终结不可避免地到来了（Eichengreen 1992：第261页）。

三，1990年代

在中央计划崩溃后，匈牙利相对较快地重新确立了匈牙利国家银行的独立性。单一银行体系早在1987年就已进行部分改革，当时匈牙利国家银行的商业银行职能被剥离给其他机构（Jung 1995）。1990年，时任总理安道尔·约瑟夫（Antall József）公开宣布，政府不会试图直接影响中央银行的货币政策行动（Bod 1994）。1991年底，这一立场在议会通过的《匈牙利国家银行法案》中被编入法律。该法案的一个显著特点是限制了中央银行可以向政府提供的直接融资额度（以占总预算收入的份额表示）。丁策尔（Dincer）等（2024年）计算了库基尔曼（Cukierman）等（1992年）对匈牙利和其他国家在此期间的中央银行独立性的衡量标准。他们记录了1991年至1992年间中央银行的法律独立性急剧上升。他们表明，在该法案通过后，匈牙利央行的独立性高于同期全球平均水平。1998年和2001年的额外改革进一步加强了中央银行的法律独立性。安斯利（Ainsley）（2017年）的一项独立研究证实了这些发现。

然而，中央银行的高度独立性并没有使匈牙利避免长期两位数的通货膨胀。1990年至1996年间，消费者价格通胀率年均从未低于19%。生产者价格通胀率从未低于10%，而且大多数年份，与消费者价格通胀率一样，徘徊在20%至30%的范围内。[由于补贴减少、实际汇率升值和其他杂项因素，CPI通胀往往高于PPI通胀；见Surányi和Vincze（1998）]。可以肯定的是，匈牙利设法避免了中东欧集团其他地区（以及1920年代匈牙利本身）所经历的那种恶性通货膨胀。该国在1980年代已经比其他东欧集团国家走得更远，以放开价格，当时积极使用通货膨胀税作为协调供需的方式，这意味着后计划经济没有继承明显的货币过剩。但匈牙利也无法将通货膨胀率降至接近欧洲共同体和经合组织的平均水平，而这两个国家正是它渴望加入的发达经济俱乐部。

有人会说，即使是最独立、最有远见的中央银行，在如此广泛的供应冲击和结构调整时期实现价格稳定也是不现实的。当然，这正是关键所在。1990年代初，匈牙利经济遭受了供需双重冲击：在供应方面，由于家庭用电和天然气价格翻倍以及石油和柴油零售价格自由化，能源价格上涨；在需求方面，东欧贸易崩溃。1990年至1993年间，国内生产总值下降了约20%，工业首当其冲。在其他条件相同的情况下，负面供应冲击是通货膨胀。此外，在竞争力恢复期间，中央银行支持亏损但最终可行的企业是合理的。通货膨胀具有降低实际劳动力成本的有利影响，因为名义工资向下僵化，促进了竞争力的提高和贸易向西方的重新定位，尽管匈牙利央行也明显倾向于提高名义工资，以防止竞争力问题再次出现。中央银行也感到有必要解决银行体系薄弱的问题，就像1920年代那样。塞伯克（Sebök）等（2021）指出，

银行资本不足，背负着大量不良贷款，因此依赖于匈牙利国家银行的六个月信贷额度，而后者感到有必要提供这些信贷额度。

因此，货币政策在宽松和稳固之间摇摆不定。当1991年CPI通胀率飙升至35%时，政策收紧：提高了准备金要求，并抑制了国内信贷增长率。但尽管CPI通胀率有所下降，但仍处于令人不安的高位，1992年为23%。政府一般预算赤字巨大，尤其是在1992-1995年期间，就像1920年代初一样。1992年后，国际收支经常账户出现大幅赤字，匈牙利依靠外国投资来维持国际收支稳定，就像1929年之前的几年一样。这两种趋势都表明需求相对于供应强劲，这加剧了通胀压力。1993年，受负实际利率推动，国内吸收量增长了10%。作为回应，匈牙利国家银行在年底开始提高利率水平。但它在1994年改变了方向，降低了准备金要求并以优惠利率向银行业贷款，同时帮助政府为其现在更大的预算赤字提供资金（1994年是选举年）。结果是消费者和生产者价格通胀率进一步加速，1995年接近年化30%。我们看到中央银行一方面在控制通胀的需要，另一方面在政府和经济的财政需求（更不用说政治需要）之间摇摆不定。

1995年迎来了财政整顿和改革。通过增加税收和减少补贴，预算赤字有所减少，但这一数字仅从1994年的8.4%下降到1995年的6.8%（按现金计算）。此外，失业率仍保持在两位数，这使得竞争力成为首要任务。中央银行现在采用预先宣布的爬行钉住汇率，其中贬值率大致与生产者价格通胀率相匹配，以防止挤压该国的出口行业。这种预先宣布的爬行取代了早先的定期、临时贬值制度，后者越来越多地提前预期，因此引发了不稳定的投机。1996年消费者和生产者价格通胀率与前一年相比有所下降，但年化率仅为20%左右。到1997年底，通货膨胀率仍高达18%。

一个完全独立的中央银行只关注一件事，完全有能力更快地降低通货膨胀率。但是，匈牙利国家银行，可以理解地关心通货膨胀，但也关心竞争力、失业和公共财政，所有这些都仍然是问题，尽管它的法律地位如此，但它有充分的理由逐步采取行动。用国际货币基金组织（1996，第22-24页）的平淡术语来说，“匈牙利过渡过程中通货膨胀的相对惯性特征似乎与未能使用货币和汇率政策实现大幅或快速降低通货膨胀、劳动力市场僵化加上软预算约束阻碍了实际工资调整以及关键相对价格持续上涨等因素有关。”伯德（Bod）（1994：第424页）说得更简洁：“《中央银行法》提供的高度独立性只是货币政策的一个方面。另一个方面是过渡时期的经济和金融条件施加的限制，包括前政权的遗产。”毫无疑问，中央银行强大的法律独立性和对预算赤字货币融资的限制对于可信度至关重要。有充分的理由表明，在较弱的中央银行法下，情况会更糟。但在两位数失业率、结构性失衡和竞争力依然脆弱的环境下，法律独立并不能保证通胀率迅速趋近于西欧式个位数的低水平。

四，结论

2024年初，匈牙利政府提出了一项法律草案，该草案将削弱该国央行的独立性，赋予其执行委员会指示银行执行与其基本职能无关的任务的权力。此举似乎不会直接影响负责货币政策实施的货币委员会。但扩大央行的职权范围将使问责制复杂化。这将使货币当局更难解释其政策工具与政策目标之间的联系。问责制与独立性密不可分：央行对其行为的解释和辩护越困难，其作为经济好管家的地位和实践独立性就越有可能受到损害。

此外，该提案将赋予监事会（其大多数成员是政治任命者）审计由央行或其基金会之一拥有多数股权的公司（这些公司投资于外汇交易利润）的权力。这提醒我们，政府不仅应尊重央行的独立性，央行本身也应严格限制其辅助活动。央行应尽可能将其利润及其管理返还给财政当局，以免这些利润的投资成为政治导火索。

这场争议源于政府为应对经济衰退压力和预算恶化而向央行施加的压力，要求其降低利率。当经济增长乏力、预算赤字时，央行经常面临采取更宽松政策的压力。但是，央行无法在不加剧通货膨胀和汇率贬值等其他问题的情况下改善这些财政和实体问题。这就是为什么货币政策的实施要委托给一个独立的中央银行，这个银行能够以冷静和公正的方式平衡这些风险和目标。这场争议还提醒我们，只有在负责其他政策的部委和官员的支持和合作下，央行才能长期实现价格、经济和金融稳定。

参考文献

- Ainsley, C. (2017): *The Politics of Central Bank Appointments*. M (《中央银行任命的政治》) *Journal of Politics*, 79(4): 1205–1219. <https://doi.org/10.1086/693097>
- Berend, T.I. – Ránki, G. (1985): *The Hungarian Economy in the Twentieth Century*. (《二十世纪的匈牙利经济》) London: Croom Helm.
- Bod, P. (1994): *Targets and Instruments of Monetary Policy in Hungary*. (《匈牙利货币政策目标和工具》) In: Balino, T. – Cottarelli, C. (eds.): *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*. Washington, D.C.: IMF, pp. 423–442. <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/display/book/9781557754196/ch016.pdf>
- Cukierman, L. – Webb, S. – Neyapti, B. (1992): *Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes*. (《衡量中央银行的独立性及其对政策结果的影响》) *World Bank Economic Review*, 6(3): 353–398. <https://documents1.worldbank.org/curated/ar/797831468739529187/pdf/multi-page.pdf>
- De Cecco, M. (1994): *Central Banking in Central and Eastern Europe: Lessons from the Interwar Years' Experience*. (《中欧和东欧的中央银行：从两次世界大战期间的经验中吸取的教训》) *IMF Working Paper 94/127*, International Monetary Fund, October. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Central-Banking-in-Central-and-Eastern-Europe-Lessons-From-the-Interwar-Years-Experience-1312>

- Dincer, N. – Eichengreen, B. – Martinez, J. (2024): *Central Bank Independence: Views from History and Machine Learning*. (《中央银行独立性：历史和机器学习的角度观察》) *Annual Review of Economics*, 16: 393–428. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-081623-032553>
- Domonkos, E. – Schlett, A. (2021): *Financial Reconstruction in Central and Eastern Europe After World War I: The Case of Hungary*. (《第一次世界大战后中欧和东欧的金融重建：匈牙利案例》) *West Bohemian Historical Review*, 11(2): 209–234. https://wbhr.cz/images/issues/WBHR_2021_2.pdf
- Eichengreen, B. (1992): *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. (《黄金枷锁：金本位与大萧条，1919–1939年》) New York: Oxford University Press.
- Garber, P. – Spencer, M. (1994): *The Dissolution of the Austro-Hungarian Empire: Lessons for Currency Reform*. (《奥匈帝国的解体：货币改革的教训》) *Essays in International Finance* no. 191, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, February. <https://ies.princeton.edu/pdf/E191.pdf>
- IMF (1996): *Hungary – Selected Issues*. (《匈牙利——问题选编》) Washington, D.C.: International Monetary Fund, October. <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/journals/002/1996/109/002.1996.issue-109-en.pdf>
- Jung, T.E. (1995): *The New Hungarian Banking Law: A Comparative Analysis of the Banking Regulations in Hungary and the European Community*. (《匈牙利新银行法：匈牙利与欧盟银行法规的比较分析》) *Brooklyn Journal of International Law*, 20(3): 673–727. <https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1760&context=bjil>
- Macher, F. (2018): *The Hungarian Twin Crisis of 1931*. (《1931年匈牙利的金融与财政双重危机》) *Economic History Review*, 72(2): 641–668. <https://doi.org/10.1111/ehr.12659>
- Magyarics, T. (2019): *Balancing in Central Europe: Great Britain and Hungary in the 1920s*. (《中欧的平衡：1920年代的英国和匈牙利》) In: Pihaneau, A. (ed.): *Great Power Policies Towards Central Europe, 1914–1945*. Budapest: E-International Relations. <https://www.e-ir.info/2019/03/13/balancing-in-central-europe-great-britain-and-hungary-in-the-1920s/>
- Peterecz, Z. (2009): *Picking the Right Man for the Job: Jeremiah Smith, Jr. and American Private Influence in the Financial Reconstruction of Hungary*. (《挑选合适的人选：小杰里迈亚·史密斯和美国私人对匈牙利金融重建的影响》) *Hungarian Journal of English and American Studies* 15, pp. 285–305. <https://www.jstor.org/stable/41274479>
- Péteri, G. (2002): *Global Monetary Regime and National Central Banking: The Case of Hungary 1921–1929*. (《全球货币制度和国家中央银行：1921–1929年匈牙利的案例》) Wayne, NJ: Center for Hungarian Studies.

- Péteri, G. (2024): *Sneaking Nationalization: Hungary and the Liberal Monetary Order, 1924–1931*. (《偷偷摸摸的国有化：匈牙利和自由货币秩序，1924–1931年》) In: Eichengreen, B. – Kakrides, A. (eds.): *The Spread of the Modern Central Bank and Global Cooperation 1919–1939*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 139–159. <https://doi.org/10.1017/9781009367578.009>
- Pogány, A. (2019): *Inflation and Financial Stabilization in War and Peace: The Case of Hungary (1914–1924)*. (《战争与和平中的通货膨胀与金融稳定：匈牙利的案例（1914–1924年）》) In: Bonoldi, A. – Leonardi, A. – Lorandini, C. (eds.): *Wartime and Peacetime Inflation in Austria-Hungary and Italy*. Leipzig: Franz Steiner, pp. 33–54.
- Sargent, T. (1982): *The Ends of Four Big Inflations*. (《四次大通胀的结束》) In: Hall, R.E. (ed.): *Inflation: Causes and Effects*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 41–98. <http://www.nber.org/chapters/c11452>
- Sebők, M. – Makszin, K. – Simons, J. (2021): *Mission Adapted: The Hidden Role of Governors in Shaping Central Bank Operating Missions in Hungary*. (《使命调整：匈牙利央行行长在塑造匈牙利中央银行运营使命中扮演的隐藏角色》) *East European Politics*, 38(1): 101–122. <https://doi.org/10.1080/21599165.2021.1907351>
- Surányi, G. – Vincze, J. (1998): *Inflation in Hungary, 1990–97*. (《1990–1997年匈牙利的通货膨胀》) In: Cottarelli, C. – Szapáry, G. (eds.): *Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies*. Washington, D.C. and Budapest: International Monetary Fund and National Bank of Hungary, pp. 150–170. <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/display/book/9781557756992/ch009.pdf>