



# Financial and Economic Review

## 金融与经济评论

### 中文特刊

2025年1月出版

第24卷

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

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

第一次世界大战后中欧的恶性通货膨胀：原因、补救措施和后果

哈罗德·詹姆斯

老龄化世界的财政风险及其对货币政策的影响

马诺吉·普拉丹，查尔斯·古德哈特

无需向银行大规模转移资金的抗击通胀

保罗·德格劳威，纪月梅

在货币联盟内部和外部抑制通货膨胀：维谢格拉德集团四国的案例

雷纳·马丁，纳吉·莫哈奇·比洛什卡

货币政治制度决策对中东欧国家趋同的影响

萨巴里·久尔吉，沃纳克·鲍拉日

匈牙利在灵活通胀目标下实行的货币政策

阿贝尔·伊什特万，皮埃尔·L·西克洛斯

小型开放经济体减少法定准备金利息支出的挑战——匈牙利案例

查瓦什·乔巴，科洛日·帕尔·彼得，鲍瑙伊·阿达姆



金融与经济评论  
匈牙利国家银行出版学术期刊

编辑委员会主任:

VIRÁG BARNABÁS

编辑委员会成员:

BÁNFI TAMÁS, BETHLENDI ANDRÁS, CSÓKA PÉTER, HALMAI PÉTER, HAMZA GÁBOR,  
DAVID R. HENDERSON, KISS HUBERT JÁNOS, KOCSISZKY GYÖRGY,  
KOLOZSI PÁL PÉTER, KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, MEYER DIETMAR,  
NAGY KOPPÁNY, NEMESLAKI ANDRÁS, P. KISS GÁBOR, PANDURICS ANETT,  
SASVÁRI PÉTER, SZEGEDI RÓBERT, EYAL WINTER, ZÉMAN ZOLTÁN

主编: PALOTAI DÁNIEL

责任编辑: MORVAY ENDRE

编辑: TÓTH FERENC

助理编辑: MÉSZÁROS TÜNDE

翻译: LI JINGQI ÁDÁM (李景祺)

译审: LI ZHEN ÁRPÁD (李震)

编辑人员: TAMÁS NÓRA

出版发行: 匈牙利国家银行

出版人: HERGÁR ESZTER

H-1013 Budapest, Krisztina körút 55.

<https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/cn/financial-and-economic-review>

HU ISSN 2415–9271 (印刷版)

HU ISSN 2415–928X (网络版)

版式设计: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA, SZABÓ ZSÓFIA

© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

(匈牙利国家银行版权所有)

本刊发表的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

Financial and Economic Review

金融与经济评论

中文特刊

2025年1月出版

第24卷

# 金融与经济评论

## Financial and Economic Review

地址: H-1013 Budapest, Krisztina körút 55.

电话: +36-1-428-2600

传真: +36-1-429-8000

网站: <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/cn/financial-and-economic-review>

编辑人员联系方式

Palotai Dániel 主编: szemle@hitelintezetiszemle.hu

Morvay Endre 责任编辑: morvaye@mnb.hu

Tóth Ferenc 编辑: tothf@mnb.hu

年刊

HU ISSN 2415-9271 (印刷版)

HU ISSN 2415-928X (网络版)

排版和印刷

Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

匈牙利印刷

Printed in Hungary

# 目录

第24卷，中文特刊，2025年1月出版

前言 .....	5
毛托尔奇·久尔吉 百年一目标：匈牙利国家银行百年使命反思 .....	8
巴里·艾森格林 1920年代和1990年代匈牙利中央银行独立性和货币稳定性 .....	31
哈罗德·詹姆斯 第一次世界大战后中欧的恶性通货膨胀：原因、补救措施和后果 .....	39
马诺吉·普拉丹，查尔斯·古德哈特 老龄化世界的财政风险及其对货币政策的影响 .....	50
保罗·德格劳威，纪月梅 无需向银行大规模转移资金的抗击通胀 .....	60
雷纳·马丁，纳吉·莫哈奇·比洛什卡 在货币联盟内部和外部抑制通货膨胀：维谢格拉德集团四国的案例 ..	77
萨巴里·久尔吉，沃纳克·鲍拉日 货币政治制度决策对中东欧国家趋同的影响 .....	93
阿贝尔·伊什特万，皮埃尔·L·西克洛斯 匈牙利在灵活通胀目标下实行的货币政策 .....	119
查瓦什·乔巴，科洛日·帕尔·彼得，鲍瑙伊·阿达姆 小型开放经济体减少法定准备金利息支出的挑战——匈牙利案例 .....	139
胡彬，陈超逸，张悦然 中匈绿色债券合作：回顾与展望 .....	160
豪拉斯·弗鲁日娜·弗兰齐什卡，普尔·久尔基，萨博·大卫， 陶马什—萨博·茹菲亚 绿色金融与中匈合作——布达佩斯人民币倡议会议综述 .....	172

---

## CONTENTS

Vol. 24, Chinese Issue of Selected Studies, January 2025

Foreword .....	5
<b>Matolcsy György:</b> One Hundred Years for One Goal: Centenary Reflections on the Mission of the Magyar Nemzeti Bank .....	8
<b>Barry Eichengreen:</b> Central Bank Independence and Monetary Stability in Hungary, 1920s and 1990s .....	31
<b>Harold James:</b> Hyperinflation after the First World War in Central Europe: Causes, Remedies, Consequences .....	39
<b>Manoj Pradhan – Charles Goodhart:</b> Fiscal Risks in an Ageing World and the Implications for Monetary Policy ..	50
<b>Paul De Grauwe – Yuemei Ji:</b> Fighting Inflation without Massive Transfers to Banks .....	60
<b>Reiner Martin – Nagy Mohácsi Piroska:</b> Fighting Inflation within the Monetary Union and Outside: The Case of the Visegrad 4 .....	77
<b>Szapáry György – Vonnák Balázs:</b> The Impact of Monetary Policy Institutional Decisions on Convergence in Central and Eastern European Countries .....	93
<b>Ábel István – Pierre L. Siklos:</b> Implementing Monetary Policy in Hungary Under Flexible Inflation Targeting ...	119
<b>Csávás Csaba – Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám:</b> Challenges of Reducing Interest Expenses on the Minimum Reserve in Small Open Economies – The Case of Hungary .....	139
<b>Bin Hu – Chaoyi Chen – Yueran Zhang:</b> China-Hungary Green Bond Cooperation: A Review and Promising Prospects ...	160
<b>Halász Fruzsina Franciska – Puhl Györgyi – Szabó Dávid – Tamás-Szabó Zsófia:</b> Green Finance and Sino-Hungarian Cooperation – Report on the Budapest Renminbi Initiative Conference .....	172

## 前言\*

在现代国家中，许多机构的共同工作旨在确保使特定社区和社会的福祉得以增加。经济政策行为体同时具有统一性和多样性的特点，虽然其目标是共同的，但由于其性质，它们都可以以不同的授权、以不同的方式和手段服务于实现共同的社会目标。在这个复杂的目标和工具体系中，独立的中央银行具有特别重要的历史作用，它们是有目的地创建的，目的是通过确保货币、金融体系和经济整体的稳定来支持财富和繁荣的发展和可持续性。

在匈牙利，这种维护稳定的角色由匈牙利国家银行（MNB）扮演，该银行于2024年庆祝了成立一百周年。本期《金融与经济评论》中文特刊以国际国内知名、公认专家的文章向这一重要百年纪念致敬，文章主题认为可预测性、韧性和安全性的价值观是信用机构共同的坚实基础，世界各地中央银行的活动都基于跨时代和国界。这与我们的信念是一致的，即如果央行的决策以这些价值观为指导，为经济和金融体系的运行提供稳定的基础，那么央行就能为长期经济增长和社会福利做出最大的贡献。

本集的开篇研究文章由匈牙利国家银行行长毛托尔奇·久尔吉（Matolcsy György）撰写，这也进一步增强了中文特刊的节日气氛。毛托尔奇行长的文章对匈牙利国家银行的百年使命进行了反思，文章分析的主要目标是通过历史经验为当前的挑战指明方向。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，必须保持和协调中央银行的独立性，经济政策部门的活动。

加州大学伯克利分校教授巴里·艾森格林（Barry Eichengreen）也分析了央行独立性与货币稳定之间的关系。这篇文章比较了1920年代前期和1990年代前期匈牙利的货币政策和通胀，当时央行因经济和金融失衡而面临通胀融资压力。作者认为，央行独立性被证明是有用的，但在这两种情况下，都不足以防止随后的不稳定，因为央行面临着整顿银行业、国际收支、政府预算的压力，以及经济疲软带来的行业问题。

普林斯顿大学历史与国际事务教授哈罗德·詹姆斯（Harold James）介绍了第一次世界大战后中欧经历的恶性通货膨胀时期，并分别描述了德国和波兰的案例。他指出，受影响的外围国家也试图利用通货膨胀来改变国际和国内的再分配，因此结束通货膨胀意味着放弃某些方面的主权或限制国内政治回旋余地。正因为如此，许多通胀过程并没有真正结束，过早、仓促的庆祝之后，通胀形势却进一步恶化。

Talking Heads Macro创始人马诺吉·普拉丹（Manoj Pradhan）和伦敦经济学院名誉教授查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）在他们合写的文章中探讨了人口变化、财政风险和货币政策之间的联系。他们得出的结论是，有迹象表明，未来赤字和债务的规模和持续性被低估了，我们正在进入一个新时代，人口结构与财政和货币政策之间的关系比当前更加复杂。

---

\*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。

伦敦经济学院教授保罗·德格劳威（Paul De Grauwe）和伦敦大学学院教授纪月梅（Yuemei Ji）共同所写的研究文章解决了一个重要问题，即使在今天，如果中央银行不向银行进行大量转移，该如何应对通货膨胀。针对上述问题，作者建议央行引入两级法定存款准备金制度，即只对法定存款准备金以上的部分支付利息。这将大大减少给予银行的益处，央行将能够维持目前的程序，货币政策在对抗通货膨胀方面将更加有效。

斯洛伐克国家银行执行局长雷纳·马丁（Reiner Martin）和伦敦经济学院客座教授纳吉·莫哈奇·比洛什卡（Nagy Mohácsi Piroska）在他们的研究文章以维谢格拉德国家（即维谢格拉德四国）的例证研究了新冠疫情之后的通货膨胀潮问题。他们的研究表明，加入欧元区不仅在正常经济条件下是有利的，因为小型、开放、一体化经济体的货币主权优势逐渐消失，而且事实证明，它在危机期间尤其有用。

匈牙利国家银行首席行长顾问，布达佩斯城市大学客座教授萨巴里·久尔吉（Szapáry György）和匈牙利国家银行经济顾问、布达佩斯城市大学客座教授沃纳克·鲍拉日（Vonnák Balázs）探讨了中东欧国家货币政策机构的政策决定对趋同的影响。根据他们最重要的结论，近几十年来的追赶速度在很小程度上取决于汇率制度的选择以及最终引入欧元或通胀目标制，而更多地取决于央行独立性的发展。这表明中央银行的独立性显着提高了货币政策的可信度和可预测性，而单个货币制度的成功很大程度上取决于此。

布达佩斯经济大学教授阿贝尔·伊什特万（Ábel István）和威尔弗里德·劳里埃大学教授皮埃尔·L·西克洛斯（Pierre L. Siklos）在他们的研究文章中使用理论模型来评估决定央行选择货币政策策略以控制通胀的主要因素尤其是其目标跟踪体系中的灵活通胀率，其中汇率形成发挥着重要作用。基于泰勒规则的实证研究表明，匈牙利国家银行实行灵活的货币政策，有助于稳定经济。

德格劳威（De Grauwe）和纪月梅（Yuemei Ji）提出的理论模型得到了匈牙利国家银行专家查瓦什·乔巴（Csávás Csaba）、科洛日·帕尔·彼得（Kolozsi Pál Péter）和鲍瑙伊·阿达姆（Banai Ádám）研究文章的补充，该本以2022年至2024年匈牙利强制性准备金制度的修改为案例研究，并得出结论：法定存款准备金利息的减少具有实质性和强烈的局限性：在给定的总体利率水平下，央行的利息支出可以减少，但减少的幅度受到限制，因为修改可能会产生影响一般金融市场环境和外汇供应作为意外成本。

很明显，本期文章的主题选择在于着眼未来。清华大学气候变化与可持续发展研究院全球气候治理研究主任胡彬、匈牙利央行专家兼布达佩斯城市大学客座教授陈超逸、中国人民大学学生张跃然回顾了中匈绿色债券合作的在历史后面加上“分析了当前深化中匈绿色债券合作的历史机遇”。并为未来合作提出了建议。这些建议包括加强金融风险管理的沟通和协调、双向开放绿色债券市场、建立绿色债券标准互认机制以及提高透明度。

在这一期的最后一篇文章中，匈牙利国家银行国际问题专家豪拉斯·弗鲁日娜·弗兰齐什卡（Halász Fruzsina Franciska）、普尔·久尔吉（Puhl Györgyi）、萨博·大卫（Szabó Dávid）、陶马什-萨博·茹菲亚（Tamás-Szabó Zsófia）共同撰写了有关匈牙利国家银行于2024年9月23日举

办的第八次布达佩斯人民币倡议会议的综述。与会发言的国内外知名专家一致认为，绿色金融合作是“一带一路”倡议的关键内容之一，在中匈关系发展中也日益重要。

《金融与经济评论》始终认为，通过了解不断变化的经济进程以及分析我们的经济和金融状况，为匈牙利的崛起做出贡献，这是一项重要的任务。本期通过收录知名作家的文章也为了是实现这一目标。所刊登的研究文章和其中表达的历史经验清楚地表明，尽管稳定常常被认为是理所当然的，但独立的中央银行和整个经济政策必须有意识地努力实现和维持稳定。

为经济飞跃做好准备的最好方法与体育运动相同，即脚踏实地，勇敢向前。基于以上考虑，我谨向所有感兴趣的读者推荐我们这期节日特刊，并祝您阅读愉快！

维拉格·瑙巴什鲍尔（Virág Barnabás )  
《金融与经济评论》编委会主任  
匈牙利国家银行副行长

## 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<sup>ID</sup>

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。

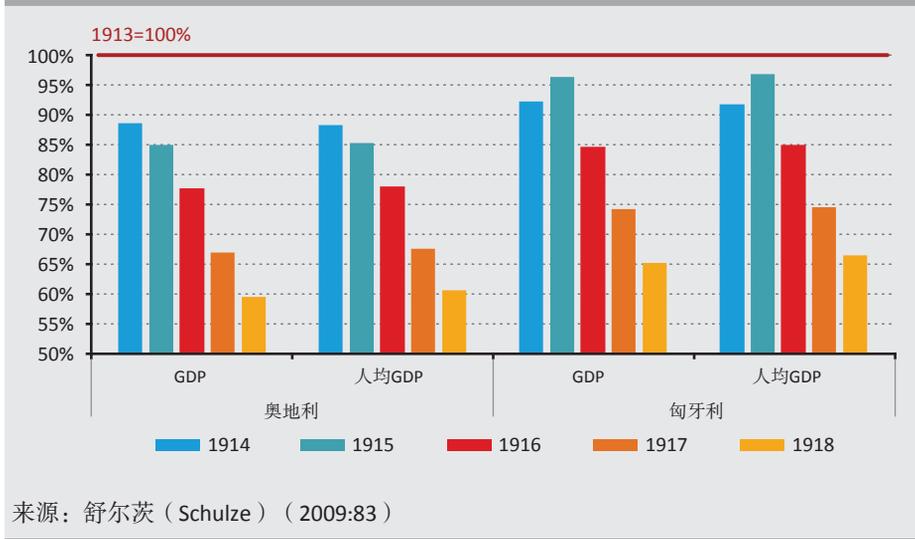
第二个更重要的阶段与匈牙利经济的社会主义时代有关。1940年代末建立的计划经济体制，即中央集权的经济管理体制，极大地限制了国家和匈牙利国家银行的回旋余地。国有化政策也涵盖了银行业，从根本上改变了我们银行体系的结构。1947年至1987年间，不再是二级银行体系，而是单级银行体系，中央银行仅充当政府决策的执行人，主要在与金融流动性和州际信贷交易有关的事务上。

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



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



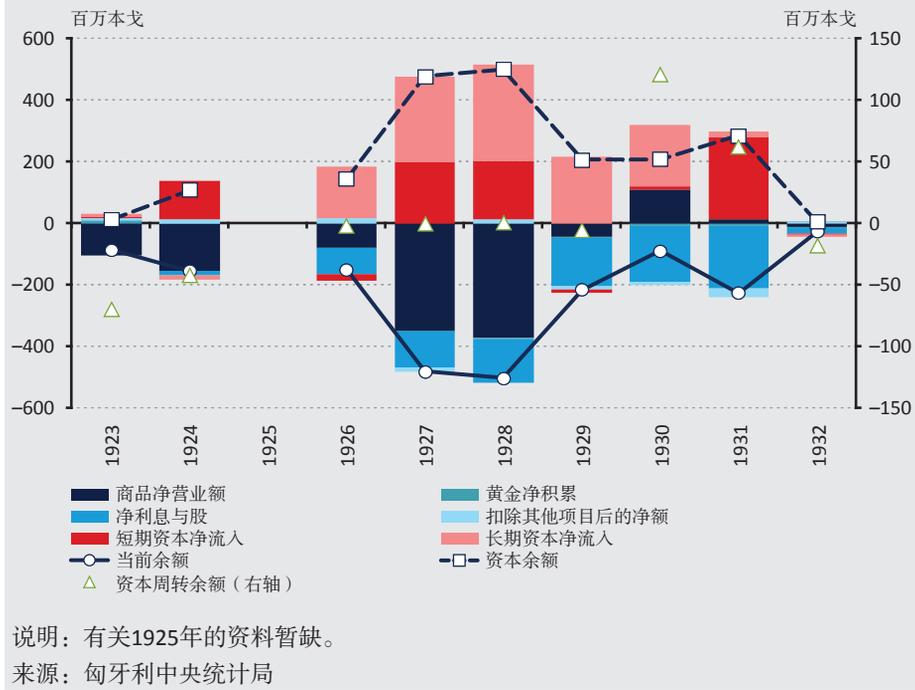
纯粹依靠内部资源的稳定尝试已经失败。恶性通货膨胀导致了无望的经济形势，因此贝特伦政府很快就清楚匈牙利需要国际社会的帮助（Radnóti 1926）。最后，由于英格兰银行的大力支持——国家银行行长波波维奇·山多尔的个人干预确保了这一支持——与人民联盟的贷款协议为成功的稳定奠定了基础（Péteri 1985）。该解决方案要求进行严格的货币、财政和货币改革。该计划最重要的条件之一是自治、独立的中央银行的运作，该银行实际上于1924年6月24日开始运作（Popovics 1924）。

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）。

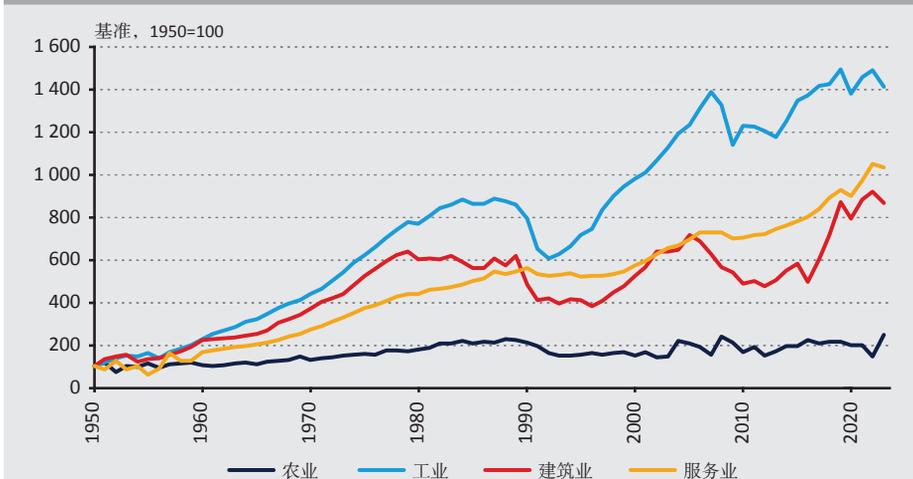
与第一次世界大战后的稳定计划相比，一个重要的区别是，第二次世界大战后的重建是在没有大量外国贷款的情况下进行的。第一阶段是在福林推出后的第二年启动的三年计划，其主要结果是工资增加和失业率下降。然而，对稳定起到非常重要作用的是，二战期间，当苏联红军逼近时，1945年1月该国30吨黄金储备、大量外汇储备和许多其他贵重物品逃走了。乘火车前往奥地利。一旦进入美国占领区，美国军队就没收了这些黄金，这些黄金于1946年6月归还，建立了社会对货币稳定的信任。

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。在这一切的实施中，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）。

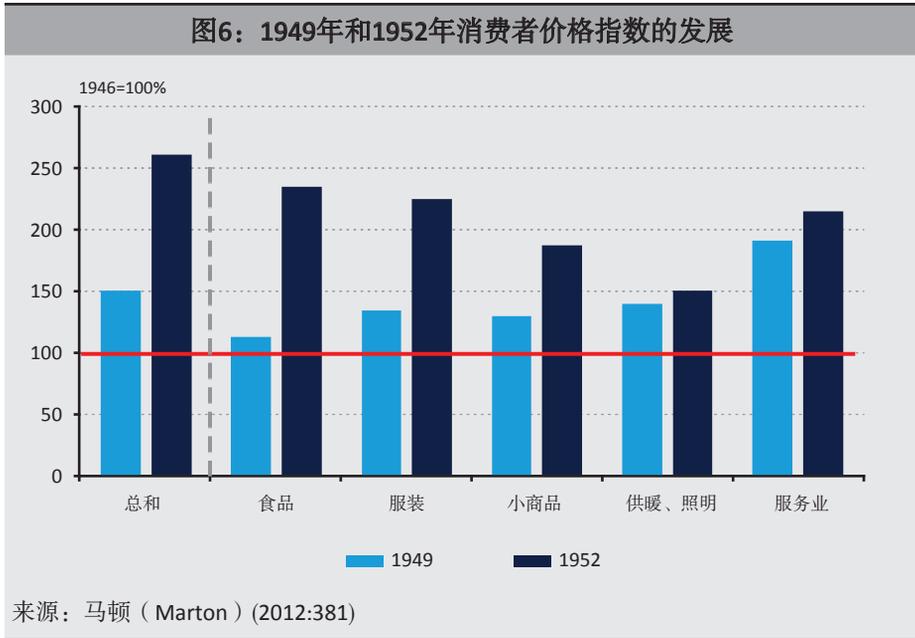
到1950年代初，资本主义经济的清算完成了。在公有制、国家全面控制的社会主义经济体制下，市场的真实需求完全被抛到了后台。政府开始大规模的工业和军事发展。1950年启动的第一个五年计划的主要目标是把匈牙利从农业国家转变为工业经济国家。其结果很快就在生产方面显现出来（图5）。

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）。



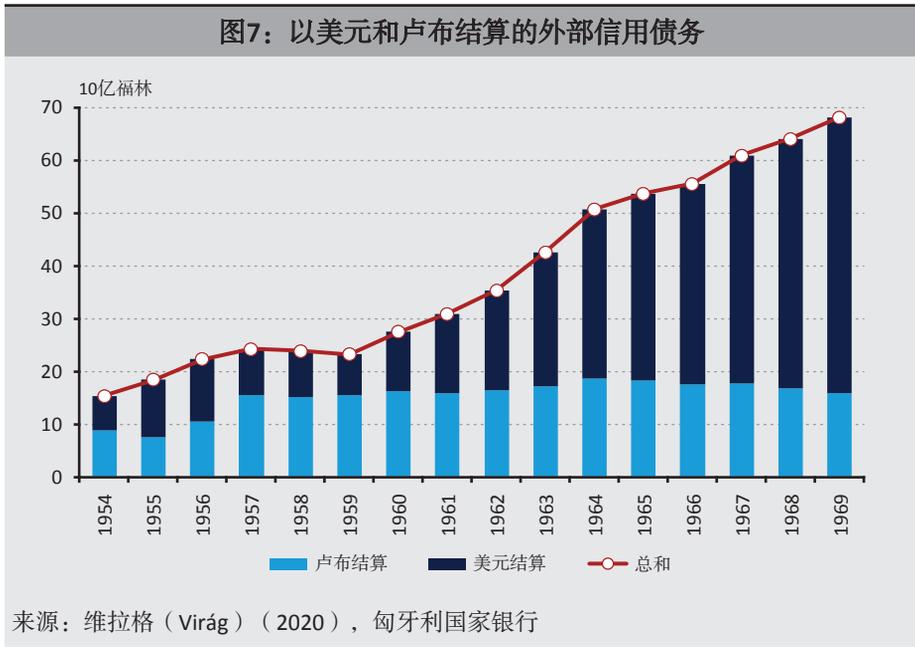
总体而言，1950年代经济表现按实际价值计算翻了一番，但由于一系列政治变化、投资周期、农业生产波动以及1956年革命及其后果，增长呈现出持续的、极端的波动（Virág 2020）。

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）。

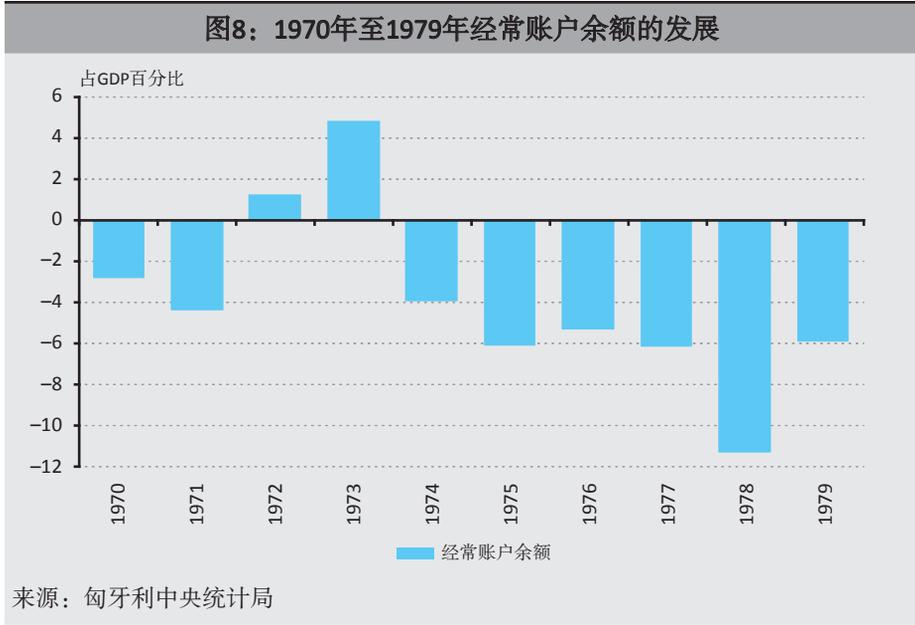


政治领导层面临着一个艰难的决定点：是继续维持严格的计划指示制度，还是实施有望更有效的转变。1968年1月1日出台的新经济机制（ÚGM）使计划管理更加灵活，间接监管时期开始。关于匈牙利国家银行，去年已提出一项建议，将中央银行的中央银行业务、外汇管理局、信贷发放和账户管理活动分开。草案还规定中央银行受政府直接监管，并拥有铸币权。根据该提案，对央行的首要法律要求是确保福林币值的稳定。总体而言，新经济机制的改革并没有改变银行体系的组织或匈牙利国家银行的职责（Botos – Botos 2004）。

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）。



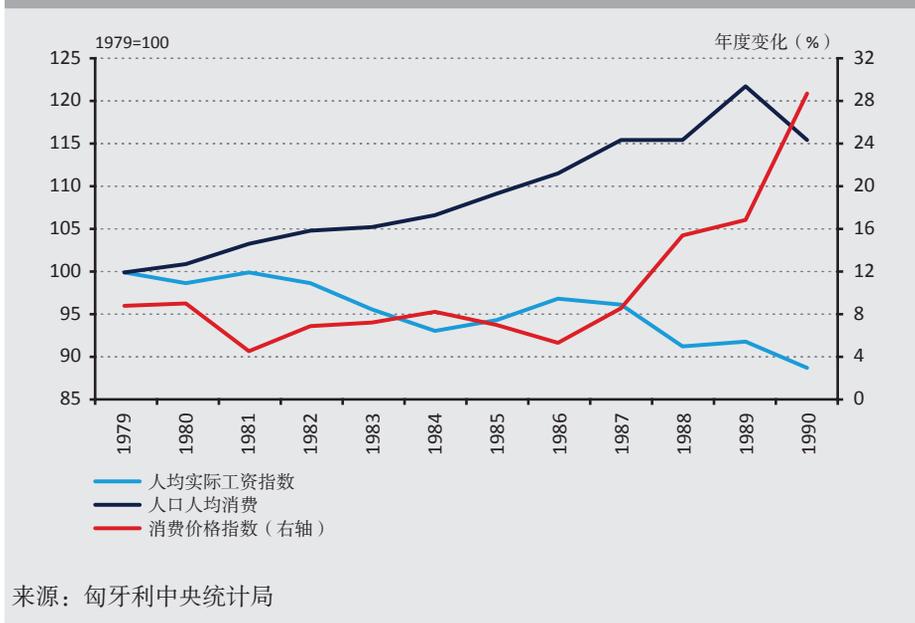
1970年代，经济政策面临这样的困境：要增加生产，就需要投资，而投资又必须融资，但这却将资源从提高生活水平上转移了，而这也是一个重要的目标，因为政治制度本质上就是通过这一目标获得合法性的。这就是国家外币贷款和债务的开始。到1979年，匈牙利陷入了债务陷阱：它只能通过发放新贷款来支付贷款利息（Mong 2012）。外债的货币构成也导致了债务存量的增加，因为匈牙利负债的货币最初利率较低，但后来上升，而且它们的汇率也走强（例如瑞士法郎或日元），因此偿债也增加了（Szalai 2024）。

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



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）。

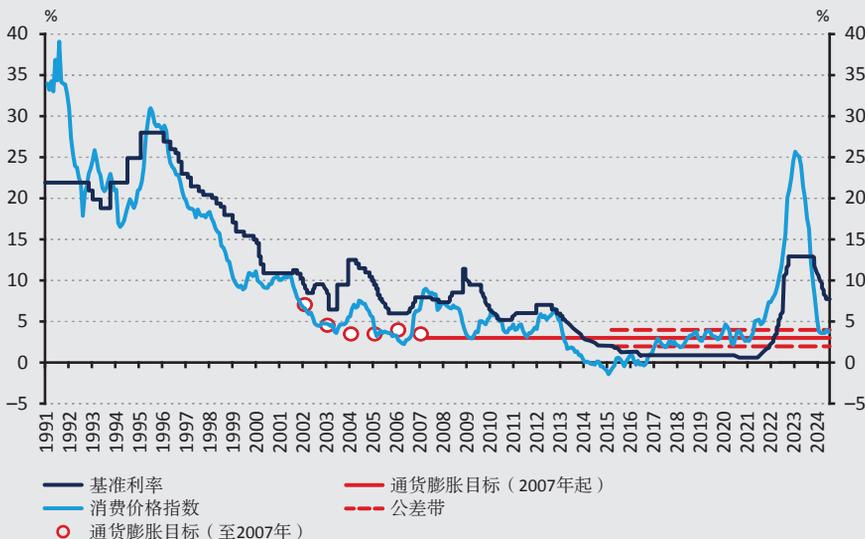
## 四，向市场经济转型

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）<sup>1</sup>。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。

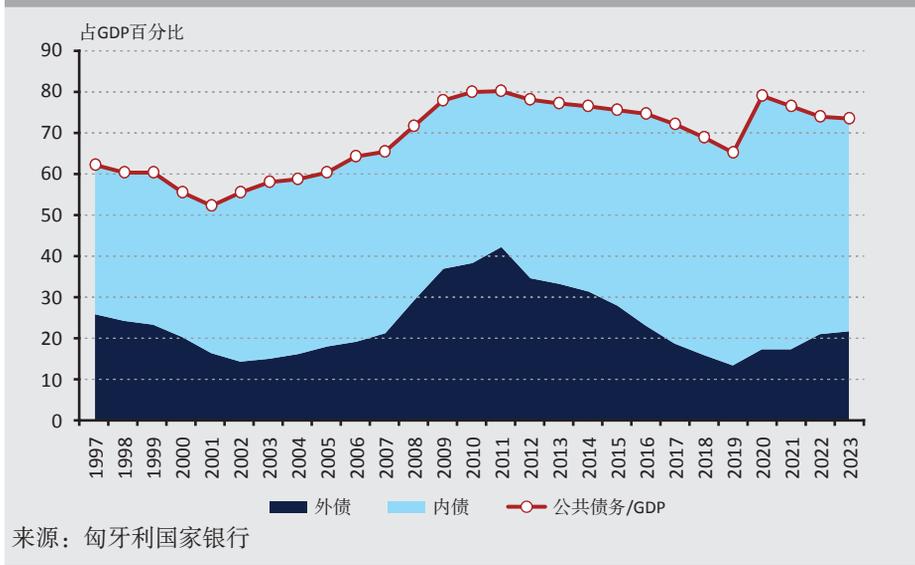
2001年，随着通货膨胀目标的引入，维持价格稳定而不是外部平衡成为了匈牙利国家银行的主要目标，但与此同时，央行继续维持扩大的汇率区间（ $\pm 15\%$ ）。随着新货币体系的实行，福林成为国际可兑换货币，废除了自1931年7月以来一直实行的盯住外汇管理制度，世界上运行时间最长的国家外汇管理制度也随之被废除。被独立的中央银行废除。然而，新的货币制度运作并不顺利。一方面，2002年政府更迭后，不负责任的财政政策导致供给侧和需求侧的通胀压力（Szapáry 2006），减少不断增长的财政赤字的努力也被证明是无力的。另一方面，通胀目标往往与汇率区间发生冲突，因为当达到区间边缘时，货币政策的重点是汇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

<sup>1</sup> 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

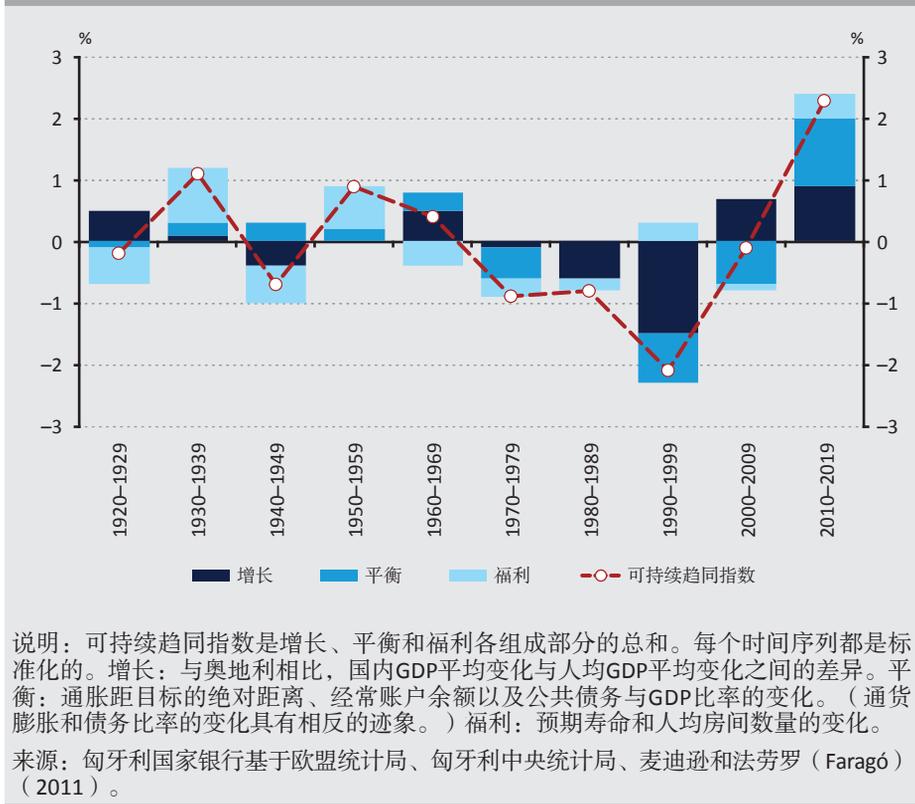
以工作为基础的经济政策使匈牙利经济走上趋同之路，为2013年货币政策和信贷好转奠定了基础（Matolcsy – Palotai 2016）。

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±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）。

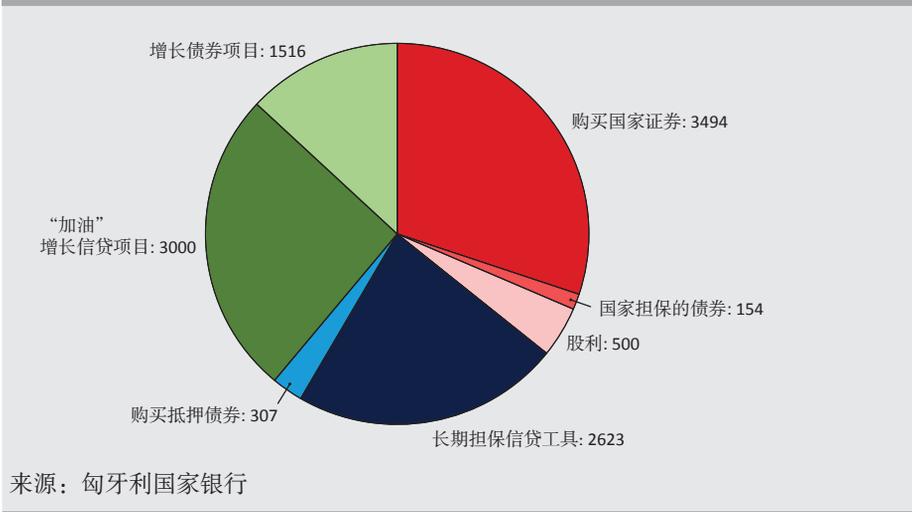
匈牙利经济在2010年代取得了历史性的成就。尽管匈牙利在过去的百年中不时经历过增长时期，但这些增长通常是以牺牲财政平衡为代价实现的，只有少数情况代表了接近西欧国家发展的进步。另一方面，2010年至2019年间，匈牙利在特里亚农和平法令后的动荡世纪中首次同时走上了平衡、增长和趋同的道路（图13）。因此，在匈牙利央行的关键作用下实施的经济政策转变为匈牙利经济带来了过去百年中最成功的十年（Balázs – Soós 2020）。

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



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 „szanalási 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 szanalási 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 eljöveteléig.* (《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>

## 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<sup>1b</sup>

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](mailto: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的观察》) *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](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: Pihahanau, 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>

# 第一次世界大战后中欧的恶性通货膨胀： 原因、补救措施和后果\*

哈罗德·詹姆斯<sup>id</sup>

本文详细研究了德国和波兰，这两个国家是第一次世界大战后四次恶性通货膨胀中的两个，托马斯·萨金特的经典比较研究以这两个国家为研究对象，探讨了通货膨胀可能结束的情况。本文与捷克斯洛伐克的情况相反，捷克斯洛伐克在没有发生恶性通货膨胀的情况下实现了稳定。稳定带来了巨大的成本，最明显的是经济衰退和失业。外围通胀国家曾试图利用通货膨胀来实现国际和国内财富的再分配。因此，结束通货膨胀在政治上代价高昂，通常需要放弃某些主权或限制国内政治回旋的空间。因此，许多通货膨胀并没有真正结束，而是在复发前引发了过早的庆祝，并伴随着反对外部控制的举动。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E31, E52, E61, E63, E65, P44

关键词：恶性通货膨胀；通货膨胀冲击；稳定；通货紧缩；货币政策；财政政策；第一次世界大战后

## 一，简介和萨金特的论述

大通胀的故事是无助的故事之一——当一个政治和社会体系陷入如此混乱以至于无法自我纠正时。从这个意义上说，它通常是主权崩溃、迫切需要外部援助的情况的体现。外部行动可能——而且通常确实——带来对抗功能失调所需的新资源。但它也需要改变一个社会的政治和经济秩序：这种强加往往会引起强烈的反弹。

诺贝尔经济学奖得主托马斯·萨金特（Thomas Sargent）在20世纪末提出了对第一次世界大战后中欧通胀的比较性解读，这是最重要的——至今仍具有广泛影响力的解读。萨金特希望从历史中汲取教训，并将1919年之后奥地利、匈牙利、德国和波兰的经验描述为“实验室实验，在这些实验中，最容易发现导致通货膨胀和可用于阻止通货膨胀的基本力量。”（萨金特1982：第90页）当时，在1970年代，中欧的恶性通货膨胀就像大萧条时期的英国一样，被用来制造关于糟糕财政政策可能带来的后果的恐慌故事。但奇

---

\*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。

哈罗德·詹姆斯（Harold James）：普林斯顿大学历史和国际事务教授。电子信箱：  
hJames@princeton.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.23.4.54>

怪的是，萨金特实验室练习最明显的结果是，只有通过外部干预才能停止实验：这一教训似乎与1970年代的美国无关。

当然，这并不是对萨金特论述的通常解读，萨金特的论述也可以被解读为给人一种误导性的印象，即财政稳定相对无痛。许多人希望维持经济活动，在通货膨胀过程毁灭性的结束之前，他们认为稳定是一种成本过高的选择。正如经济学家埃尔默斯·威克（Elmus Wicker）在批评萨金特对几乎无痛通货紧缩的解释时所指出的那样，稳定确实代价高昂。（Wicker 1986）

## 二，第一次世界大战后中欧大通货膨胀

### 2.1. 波兰

波兰的结果显然是中欧通货膨胀中独一无二的，它较晚才稳定下来，但也不是外部强加的：1922年奥地利和匈牙利的重建是通过国际联盟管理的，最近被当作国际机构“干预”的案例<sup>1</sup>。德国的稳定是通过一次重要的国际会议实现的，即1924年的巴黎会议，会议产生了新的赔款计划（道威斯计划）和一笔巨额重建贷款。波兰人——尤其是实施波兰稳定的主要人物瓦迪斯瓦夫·格拉布斯基（Władysław Grabski）——坚持认为这只能“靠自己”实现。正如他所写的，“我在脑海中形成了自己的计划，以平衡预算并依靠自己的力量进行货币改革，忘记了外国贷款，放弃了英国金融专家。”（格拉布斯基 1927：第25页）在他通货膨胀时期发表的另一篇纲领性文章中，他解释说：“在当前危机的影响下，我们试图以限制国家主权的条件获得贷款是不可接受的。”（Jeż 2022）

所有这些通货膨胀都加速发展为恶性通货膨胀，其根源在于第一次世界大战大规模经济和军事动员之后的财政问题。爱沙尼亚经济学家拉格纳·努克斯（Ragnar Nurkse）为国际联盟准备的一项通货膨胀经验调查后来解释说：“波兰的经验具有普遍意义，因为它表明一方面预算状况与另一方面货币汇率之间存在非常密切的相关性。”（国际联盟 1946：第25页）这是一个小型开放经济的典型案例。

通常，通货膨胀的原因可以用分配的角度来描述：公民要求国家提供更多的转移支付，特别是在战争和流行病等牺牲时期之后。战时政客曾承诺，战后时代将为那些在战争中受苦和牺牲的人提供奖励。受伤的老兵、寡妇和孤儿都需要支持。此外，战败国（奥地利、匈牙利、德国）面临着巨大的外部赔款负担，而且由于遭受了严重的领土损失，它们没有多少资源可以支付。相比之下，波兰和捷克斯洛伐克是巴黎会议上代表的同盟国和参战国联盟的一部分，没有赔款义务。因此，各地都有沉重的财政负担和预期，但政治背景不同。与此同时，很难达成提高税收的共识，由此产生的财政赤字通过从中央银行借款货币化，而中央银行受政府财政政策的支配，这就是现在所谓的“财政主导”。正如萨金特所说，驱动因素“是法定货币的增长，

---

<sup>1</sup>最近的是马丁（2022）。另请参阅对同一现象的较早描述：Pauly（1998）。

这种货币没有支持，或者仅由政府票据支持，而政府票据从未通过税收收回。”（萨金特 1982：第90页）

萨金特的说法与当时非常年轻的波兰经济学家奥斯卡·兰格（Oskar Lange）在《经济评论》上对通货膨胀动态的精彩描述并没有太大不同：

“战后几年在波兰和欧洲其他国家一样，都是伪重建时期，原因是它建立在通货膨胀的基础上。显然，工业、贸易和农业出现了巨大的复兴。工厂和车间忙碌，产量增加，许多部门达到甚至超过了战前的水平。但是，与其他经历过通货膨胀时期的国家一样，这种复兴是人为的。当时没有大额税收，国家通过印制纸币来满足其大量支出，而且由于在这种情况下国家支出并没有被民众感觉成是一种负担，因此其增长没有限制。政府向工业企业提供大笔贷款，这些贷款以贬值的货币偿还，因此这些贷款更像是国家支付给工业的溢价。此外，通货膨胀导致对商品的需求过高，因为持有货币的人为了避免贬值，会尽快花掉这些货币；这种需求使工业和贸易保持繁忙。除此之外，政府还下达大量订单，缺乏任何健全的商业政策，而货币价值的改变使这些政策无法实施。人们认为这种狂热而不健全的通货膨胀复苏是真正的经济重建，战争造成的贫困时期即将过去，国家财富和福利正在增加。政客们被国家地位恢复的虚假景象、表明生产增加的统计数据以及国家无需诉诸新税就能进行巨额支出所迷惑。他们认为通货膨胀是凭空创造财富。”

（Lange 1926：第99页）

波兰财政部长兼中央银行家斯坦尼斯瓦夫·卡尔平斯基（Stanisław Karpiński）从根本上赞同这一观点，并经常尖刻地抱怨道：

“大量流通的纸币……流通不是为了经济需要，而主要是为了平衡预算赤字，不再是价值衡量标准，而是成为国库追求自我毁灭的标志。缺乏稳定货币的结果是，会计的所有基础都被摧毁，尽管它们是每项经济活动的基础。因此，工业家甚至不知道，在不久的将来需要多少钱来支付已经安排好的投入，商人不知道在需要填补空货架或仓库时新商品要花多少钱，银行家不知道今天借出的钱在归还时会有什么价值，农民不知道要卖多少钱和以多少钱来补充库存，没有企业家知道不仅在几个月后，而且在几周后劳动力要花多少钱。简而言之，我们的投机条件越来越好，生产条件越来越差。”

（Karpiński 1931：第257-258页）

在另一个场合，卡尔平斯基指出了这个问题：“波兰马克最大的祸害（szkodnik）是波兰国库”（Karpiński 1931：第261页）。每个部委在波兰国家贷款基金（或临时中央银行，PKKP）都有一个账户，可以随意提取资金。社会变得士气低落。“损失最大的是储户，他们存入一双鞋的价值，取出一卷卫生纸的价值。”（Karpiński 1931：第271页）

波兰自由派经济学家爱德华·泰勒（Edward Taylor）将数量理论作为他对波兰通货膨胀的重要分析的核心，他描绘了一幅毁灭性的画面，政治和智力的不成熟是通货膨胀的根源，其中“经济管理成为政治斗争的工具。”（Taylor 1926：第230页）他分析了他所说的“政治通货膨胀主义”：

“我们也认为，将某些政治派别或政治集团不愿补充国库的责任归咎于他们是不对的。在某些圈子里，人们倾向于将责任归咎于政治右派。仔细观

察就会发现，政治右派在增加直接税之前常常犹豫不决；但另一方面，左派却一直反对增加间接税、费用和关税，因为这些税费和关税会加重社会中较贫穷群体的负担。他们反对降低爆炸性增长的国家开支。”（Taylor 1926：第371页）

## 2.2. 捷克斯洛伐克的稳定经验<sup>2</sup>

抵制恶性通货膨胀需要采取英勇的政治行动，在取消现有债权的同时，还要施加真正的财政负担。只有一个国家，即新成立的捷克斯洛伐克，尝试了这一行动——成功了，尽管税收措施不受欢迎，负责的财政部长、保守的自由派经济学家阿洛伊斯·拉辛（Alois Rašín）于1923年被暗杀。1919年1月，拉辛向外交部长爱德华·贝奈斯（Edvard Beneš）抱怨道：“人们认为自由意味着不征税，没有人对税收政策的实施做任何事情，所以我不知道如何进一步管理它。国家处于危险之中，因为大多数社会都认为它是解决所有问题的神奇方法。每个人都想要就业和生活支持，简而言之，他们想要由政府支出支付的生活费。”（Kosatík 2010：第131–132页）但在捷克斯洛伐克，稳定工作更容易，因为有一大批富有的财产持有者被视为外国人，他们是来自旧君主制的贵族和通常讲德语的地主，他们的土地可能被国有化并用作稳定的基础。简而言之，有一个内部敌人可能会为改革和稳定付出代价。1919年4月16日的第215号征用法没收了所有超过150公顷的农业用地和超过250公顷的其他土地（包括森林）。到1922年，共有1229688公顷农业用地和2733376公顷非农业用地被1,730名所有者夺走：占捷克斯洛伐克全部土地的28.2%。其中一些土地被归还，但大部分土地被国家卖给了小农户，以建立一个繁荣的捷克农民阶级。（Homolac – Tomsik 2016）

## 2.3. 汇率和德国对通货膨胀的解读<sup>3</sup>

通货膨胀可以用类似于战时计算的方式来解释：这是一种将成本强加给别人的方式。这种动态在德国的讨论中尤为明显。德国人将通货膨胀视为逃避赔款和解的一种方式。1923年7月，德国恶性通货膨胀达到极端阶段时，德国总理威廉·库诺（Wilhelm Cuno）私下承认，“自然希望先解决赔款问题，然后再解决税收问题。”（Schuker 1988：第22页）甚至通货膨胀的过程也包括最初引诱轻信的外国投资者购买德国纸币，期望汇率能够有利可图地恢复。到1921年10月，《华尔街日报》开始猛烈抨击现在所谓的“巨大欺诈”，500亿马克纸币最终落入美国投资者手中，而这些纸币对他们来说毫无价值<sup>4</sup>。

小国——如奥地利、匈牙利和波兰，还有比它大得多的德国，认为自己是战后协议的受害者——对汇率和经常账户产生了痴迷，以至于它们常常将汇率崩溃视为通货膨胀的真正驱动因素。对汇率的关注促使人们思考如何操

---

<sup>2</sup> 基于James（2023）

<sup>3</sup> 基于James（2023）

<sup>4</sup> 这一点已在当时的美国媒体中得到提及：《马克通胀被视为巨大欺诈：美国持有者》。《华尔街日报》，1921年10月6日。该文在Holtfrerich（1986）中进一步阐述。

纵体系，并使用汇率将经济不幸的实际成本强加给他人。恶性通货膨胀国家几乎从定义上就处于国际货币体系的边缘，而国际货币体系的中心国家肯定经历过通货膨胀事件（拿破仑战争和第一次世界大战中的英国；1970年代的美国）。

中欧战后通货膨胀和恶性通货膨胀有三个根本的直接经济和政治原因：1，低储蓄率（战时收入分配变化导致）；2，糟糕的货币和财政政策；3，强大的金融和商业利益推动政策制定者。这些原因可能被争论的焦点——汇率问题和试图获取短期利益——所掩盖。

世界大战的后果是收入减少和储蓄率大幅下降。但与此同时，至少在一段时间内，德国人能够维持他们的生活水平并维持巨额贸易逆差。他们之所以能有这样的奢侈，是因为世界其他地区的投资者将资金投入购买德国资产：货币、证券和房地产。英国和美国的投资者押注德国经济复苏。毕竟，在1914年之前，德国和美国是世界上最强大的两个经济体之一。直到德国通货膨胀的后期，即1922年夏天，外国人才意识到德国不太可能偿还所有欠外国的债务（包括盟国根据《凡尔赛条约》要求赔偿的财政负担）。1922年夏天，外交部长瓦尔特·拉特瑙（Walther Rathenau）被暗杀（1922年6月24日）这一政治事件凸显了共和国的政治不稳定。从那一刻起，外国人不再想购买德国资产。早期的大规模资本流动突然停止。马克直线下跌。通货膨胀的讨论很大一部分都是关于德国与外部世界的关系，而外部世界越来越被视为敌对和恶毒的。1923年初，德国未能交付赔偿煤，法国则以军事占领鲁尔谷作为回应，试图夺取煤炭和其他资源，政府控制价格发展的能力完全消失。德国政府随后向鲁尔工人和企业支付工资，让他们不工作，财政缺口无法弥补。

因此，通货膨胀的第二个驱动力是德国政府和德国中央银行的政策。两者都对政治考虑高度敏感。两者都担心失业率上升可能会破坏岌岌可危的政治秩序。因此，他们愿意采取任何财政和货币政策来抵消任何形式的经济放缓。政府在试图维持国有铁路和邮政系统的就业率，并创造更多购买力的同时，出现了巨大的预算赤字。它不断寻找新的和巧妙的方法来管理反复的财政刺激，然后由中央银行将这些刺激货币化。同样重要的是，大型工业生产商要求继续获得廉价的中央银行信贷，而低利率实际上却迅速变为可怕的负值：直到1922年夏天，中央银行的贴现率仍保持在5%左右。中央银行行长是一位名叫鲁道夫·哈文斯坦（Rudolf Havenstein）的普鲁士老官僚，他吹嘘自己成功地建立了新的印刷厂（132家工厂，以及银行自己的设施）、印版制造商（29家）和造纸厂（30家），以满足对新资金的巨大需求。他找到了越来越多巧妙的方法来刺激银行以越来越可疑的证券向大企业放贷。他不断解释说，保持印钞机运转是一种爱国义务。简而言之，现在所谓的“哈文斯坦看跌期权”是指中央银行将利率保持在足够低的水平，以便德国企业能够继续扩张。

因此，第三个通胀动态是“金融主导地位”，金融机构和依赖它们的企业认为，他们需要继续获得中央银行的资源——货币化——才能继续运营。德国经济学家马库斯·布伦纳迈尔（Markus Brunnermeier）将其定义为：

“金融部门的事先行为，由于担心损失会被转嫁到自己身上，故意保持（甚至变得）资本不足。这种行为增加了波动性，并可能迫使财政或货币当局吸收损失……在金融主导下，很少有损失会转嫁到金融部门，更糟糕的是，可能需要对其进行救助。财政或货币当局之间可能会出现第二次胆小鬼博弈，谁必须救助金融部门。金融部门不但没有为政府部门提供保险，反而会拖累经济，从而拖累政府的税收收入。如果财政方面不健全，主权风险和金融部门之间就会出现恶性循环。”（Brunnermeier 2015：第11–12页）

从长远来看，通货膨胀摧毁了德国的储蓄，使魏玛不稳定的民主经济更容易受到更多冲击。它还对大众和政治心理产生了巨大影响。德国试图通过重新估价某些资产而非其他资产来补偿通胀的损失，这导致一个群体与另一个群体对立，并促使人们相信政治就是有组织的利益集团之间的谈判。

价格的不断变动，投机行为带来的财富的戏剧性增长和损失，让普通德国人和中欧人变得脆弱和神经质。价格的疯狂改变了两性关系。男人认为女人，女人认为男人本质上是精于算计、唯物主义的，对任何浪漫幻想都感到失望（Marcus 2018：第63–73页）。金钱才是最重要的。由于通货膨胀的不确定性与犹太人主导金融的陈词滥调相呼应，它助长了反犹太主义。后来，一些精明的观察家，如保加利亚科学家和作家埃利亚斯·卡内蒂（Elias Canetti）得出结论，正是大通货膨胀创造了一个让大数字看起来不真实和难以理解的世界，才使得大屠杀成为可能（Canetti 1960）。官僚们只是记下了不可能的巨额款项，而没有考虑对人类造成的后果。

值得思考的是，不稳定的价格究竟是如何转化为破坏性的、最终是致命的社会行为的。在稳定时期，我们希望商业交易中的每个参与者都相信价格是公平的，双方都能从交易中受益。我买了一顿饭来满足我的饥饿感，而旅店老板则有钱来满足他们的需求。当价格变动时，我会因为不得不支付更多而感到不安。旅店老板很生气，因为我给的钱再也买不到那么多商品了。我们都认为我们在交易中吃了亏，被某种邪恶的力量操纵了。我们也为利用他人而感到内疚——尽快摆脱我们的钞票。我们开始认为我们的行为是投机和贪婪的。因此，第一次世界大战后，在货币混乱时期，非犹太裔德国人采取了与犹太人行为相关的活动，痛恨自己违反传统规范，并通过指责与金融和金钱相关的团体来表达这种强烈的情感。人们对流动性也产生了强烈反对，尤其是在德国新的东部边境，波兰和犹太商人被描绘成利用德国人；但外国（西欧和美国）游客似乎也在柏林和其他奢侈城市过着廉价的奢侈生活。他们也引起了不满。

通货膨胀摧毁了道德价值观，也腐蚀和破坏了政治结构。德国曾经（现在也是）是一个联邦国家。联邦制依赖于收入和支出分配的精确规则。通货膨胀过程，加上税收和政府支付的实际价值不断不确定，给领土单位带来了与个人生活中相同的失落感。税收似乎流向了中央——柏林，或莫斯科（对于衰落的苏联），或贝尔格莱德（对于处于压力之下的南斯拉夫）。另一方面，支出似乎与联邦政府所在地的距离有关。这样的解释助长了分裂主义。在恶性通货膨胀的一年里，萨克森州试图脱离激进左翼政权（“红色百

人团”），而巴伐利亚州则转向极右翼（1923年11月阿道夫·希特勒发动政变）。莱茵兰分离主义者希望与法国达成自己的协议。

关于获得信贷和政府印钞机的盘算强化了分离主义的推动力。德国中央银行以极低的实际利率发放信贷：这相当于补贴。但只有那些能够体现其国家重要性并接近柏林政治进程的公司才有机会获得补贴。其他所有人都认为他们正在失去利益。

随着政治解体的进行，税收变得更加困难——尤其是在较远或偏远的地区，支出也大幅下降。因此，地方政府有很大的动力去发明新的财政机制。

### 2.3.1. 1990年代的相似之处及其后果

1923年夏末和秋季时，德国几乎解体，冷战结束时，苏联和南斯拉夫联邦也解体了。由于无法进行或信任现金或信用交易，人们开始囤积：因此，从1990年开始，乌克兰停止向俄罗斯供应粮食。中央银行青睐关系良好的企业。中央联邦政府随后将所有混乱和无序归咎于外部世界或国际社会。对于塞尔维亚来说，通货膨胀的根源在于国际制裁。苏联解体也迅速产生了俄罗斯受害的叙述，这是俄罗斯敌人实施冷战战略的结果，他们与米哈伊尔·戈尔巴乔夫领导下的叛国苏联领导人合作，“出卖”了西方。塞尔维亚和俄罗斯对通货膨胀和经济脆弱性的解释与魏玛共和国领导人和日益激进的“体系”反对派的不断重复的说法非常相似，即外国势力或国际秩序通过巨额赔款法案造成了通货膨胀。通货膨胀导致少数民族成为攻击目标，也导致人们对国际秩序的不公正感到愤怒。

如果没有捷克式的大规模没收，只有像1922年在奥地利和匈牙利以及一年后在德国发生的那种戏剧性的经济和政治崩溃，才能为有效的货币和金融稳定奠定基础。所有这些国家都讨论过国有化问题，但遭到了拒绝——很大程度上是因为有人认为这种操作将为赔款债权人提供夺取资源的便捷手段。当然，现有财产持有者非常积极地提出了这一论点。整个辩论在政治上留下了永久的印记：没收特定群体的资产可能会结束所有财政难题的想法在日益增长的反犹太主义运动中发挥了强大的作用。它为纳粹的没收政策奠定了基础。因此，最初是经济思维上的错误，最终却演变成暴力政治的灾难性爆发。

## 三，波兰稳定是“过早庆祝”的一个例子

正如国际货币基金组织最近的一份报告所表明的那样，通货膨胀事件充斥着“过早庆祝”。随着最初通胀冲击的驱动因素（如贸易条件冲击）似乎逐渐消退，总体通胀可能会暂时下降，但潜在通胀仍然坚挺。此外，国际货币基金组织的报告认为，政策设置可能不一致，为应对通胀下降而过早放松政策（Ari等 2023）。1921年试图稳定经济以及相关的“过早庆祝”的故事很有说服力。<sup>5</sup>财政稳定尝试似乎取得了成功，推高了波兰马克的汇率，11月报价上涨了25%。反过来，更高的汇率使企业和农业出口商的条件恶化，货币当局采取了宽松政策，这进一步推高了通胀。1921年11月，当工人

<sup>5</sup> 《国际联盟》（1922）：第33页，泰勒（1926）：第189页。

和工会因高失业率而寻求帮助时，工业部长亨里克·斯特拉斯伯格（Henrik Strasburger）回应称，要求政府和库尔德工人党提供帮助。随着库尔德工人党信贷的增加，对更多信贷的需求也随之增长。自由派经济学家爱德华·泰勒观察到：

“追求增加这种药方。人们希望通过发行货币来创造资本。这是典型的晚期通货膨胀症状。众议院议员斯坦尼斯瓦夫·亚当斯基（Stanisław Adamski）神父以这种典型的通货膨胀观念，表明缺乏基本的经济原则知识，他告诉议会，“目前货币的高价格不是自然的，而是由于流通支付手段的短缺造成的。”因此……需要在国内引入更多流通货币……否则，我们的马克就会因此在国际舆论中遭受损失。”（Taylor 1926：第186-187页）

最著名的稳定措施，即格拉布斯基稳定措施，不幸也是一场过早的庆祝。1923年12月，瓦迪斯瓦夫·格拉布斯基在一个技术官僚政府中同时担任总理和财政部长。1924年1月3日，众议院授予他为期六个月的特别权力，同时稳定计划在1月11日以极快的速度颁布的《国库改革和货币改革法案》中实施。这项重要立法早在1924年1月20日就通过了总统令。根据1924年1月20日的法令，成立了一家新的中央银行——波兰银行（BP），其纸币流通量至少有30%由黄金（硬币和金条）以及以黄金为基础的外币支持（当时英镑尚未恢复黄金可兑换性）。新货币兹罗提（波兰语中意为“金的”）的黄金价值将设定为瑞士法郎的黄金价值，即1/3.444克纯金。新举措稳定了预期，市场开始更加自信。

但后来改革受挫，部分原因是运气不佳。1924年收成不佳，波兰出口下降，同时价格也走低。1925年中期，波兰与德国爆发了一场大规模关税战，波兰煤炭对德国的出口急剧下降。英国石油公司的海外持股量从1925年初的2.69亿兹罗提下降到6月底的1.2亿兹罗提，到年底下降到7000万兹罗提。汇率开始下跌。随后，一系列银行挤兑和倒闭引发了新中央银行与政府之间的冲突。在这种情况下，沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）的《伦巴底街》已成为中央银行家的经典手册，该书建议向基本面良好但面临暂时流动性短缺的银行提供信贷，同时提高利率以应对外部流失。然而，这一做法将严重打击工业、农业——事实上是整个经济。在这场冲突中，格拉布斯基主张支持银行，而英国石油则主张支持货币，即使牺牲金融部门。格拉布斯基后来也意识到，同时捍卫银行和货币可能是不可能的。英国石油公司获胜，并迫使格拉布斯基政府于1925年11月13日辞职，汇率继续下滑。英国和美国的银行不愿承诺支持行动。格拉布斯基的遗产似乎已支离破碎，反对派开始使用“grabszczyzna”一词来表示一项完全混乱的政策。

1926年5月，约瑟夫·毕苏斯基元帅发动政变，转向政治救济（sanacja），这是货币评估的一个转折点。此前，亚历山大·斯克林斯基（Jerzy Zdziechowski）领导的政府的财政部长耶日·兹德杰霍夫斯基（Aleksander Skrzyński）实施了痛苦的五个月紧缩政策，将养老金削减了35%，解雇了25000名铁路员工，减少了疾病和残疾支持，同时增加了税收、天然气和电力的公用事业价格以及酒精价格。这些措施加剧了经济危机。但财政稳定

并没有稳定汇率：恰恰相反。紧缩政策往往无法激发国内或外国投资者的信心，他们经常将其解读为政治分裂和僵局的信号。

救援的关键部分实际上是外部援助的可能性。直到1926年毕苏斯基政变后，美国的地位才变得对波兰更加有利。美国驻波兰公使向普林斯顿大学教授埃德温·凯默勒（Edwin Kemmerer）解释说，

“这位教授最初被格拉布斯基要求就稳定计划提供建议，有迹象表明政府将能够比以往更快地解决其经济困难，我相信这种精神对美国更加友好。……很难预见革命对波兰在外国的信誉的影响。战斗结束几天后，我得知至少有四项涉及向波兰提供相当大贷款的金融业务已经完成。您可能知道，哈里曼集团已准备好在波兰进行投资。”<sup>6</sup>

最终，稳定和消除通货膨胀需要外国支持，也需要结束政治动荡。

1932年中期，当其他国家陷入深重的萧条和沮丧时，英格兰银行的哈里·西普曼（Harry Siepmann）兴高采烈地评论了其驻巴塞尔代表所描述的波兰局势：

“从我们听到的所有报道来看，这群人中最好的人是波兰人。他们自己认为，他们还有一年的时间才会陷入与邻国一样糟糕的境地。他们将自己的成功归功于政府与波兰银行的和谐合作、私人银行的忠诚支持以及总体行政效率。波兰银行声称已经很好地掌握了整个信贷状况，现在他们感谢他们的运气，因为几年前外国资本没有涌入波兰，尽管布莱尔斯（Blairs）诱使他们借入比当时需要的更多的资金可能是件好事。公众心态似乎比其他任何国家都好得多。他们的繁荣来得晚，很短暂，现在他们回顾1928年是一个特殊时期，因此他们更愿意将目前的情况视为接近正常时期。人们不像德国那样愿意认为目前的情况与任何体面的人有权期待的情况不同。或许，与这一切有很大关系的是，从各方面来看，政治都不存在。”<sup>7</sup>

换句话说，解决方案包括有意识的非政治化和对国家主权的痛苦限制。

#### 四，结论

结束通货膨胀和恶性通货膨胀需要付出巨大代价，最明显的是结束通货膨胀带来的经济衰退和失业。关于成本的讨论还引发了边缘国家的计算，即通货膨胀可能被用来实现国际和国内的财富再分配。结束通货膨胀在政治上代价高昂，通常需要放弃某些主权或限制国内政治回旋的空间。只有当国际金融体系能够生产真正的资源来缓解调整的苦药时，它才会具有吸引力。因此，在国际政治和金融不稳定的时刻，许多通货膨胀并没有真正结束，而是在复发之前引发了过早的庆祝活动，通常伴随着反对外部影响和控制的行动。这种动态在两次世界大战之间非常强大；然而，当金融秩序通常更为稳健、外围变得不那么外围时，这种动态就会在紧张的时刻重新浮现。

<sup>6</sup> 埃德温·W·凯默勒论文，第205盒，斯泰森致凯默勒，1926年6月4日。公共政策论文，普林斯顿大学图书馆特藏部。

<sup>7</sup> Siepmann, H.A.: 《巴塞尔的一些印象》，1932年5月18日，英格兰银行OV110/2。

爱德华·泰勒发现，在通货膨胀的低迷中，人们不断寻找“药物”，这种动态具有经典悲剧的元素。事实上，古希腊埃斯库罗斯（Aeschylus）在《复仇女神》中谈到了心理和政治机制，他在这部戏剧中展示了雅典的制度和法律确定性如何解决社会解体和政治不和：“每个人都预见到邻居的痛苦，摸索着治愈自己的痛苦——可怜的人，没有治愈的方法，没有用处，缓解他的痛苦的药物会加速下一次发作。”（Aeschylus 1977：第253页）

## 参考文献

- Aeschylus (1977): *The Oresteia: Agamemnon, The Libation Bearers, The Eumenides*. (《奥瑞斯提亚：阿伽门农、奠酒者、复仇女神》) Harmondsworth: Penguin (transl. Robert Fagles). <https://jm919846758.files.wordpress.com/2021/08/toa.pdf>
- Ari, A. – Mulas-Granados, C. – Mylonas, V. – Ratnovski, L. – Zhao, W. (2023): *One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts*. (《一百次通胀冲击：七个典型事实》) IMF WP/23/190. <https://doi.org/10.5089/9798400254369.001>
- Brunnermeier, M.K. (2015): *Financial Dominance*. (《金融主导地位》) Banca d'Italia (意大利银行). [https://www.bancaditalia.it/publicazioni/lezioni-baffi/pblecture-12/Brunnermeier-Baffi-Lecture-2016.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/publicazioni/lezioni-baffi/pblecture-12/Brunnermeier-Baffi-Lecture-2016.pdf?language_id=1)
- Canetti, E. (1960): *Masse und Macht*. (《质量和功率》) Hamburg, Claassen.
- Grabski, W. (1927): *Dwa lata pracy u podstaw państwowości naszej (1924–1925)*. (《两年的建国基础工作（1924–1925）》) Warszawa: Księgarnia F. Hoesicka (华沙：F·霍西卡书店出版)。
- Holtfrerich, C.-L. (1986): *The German Inflation, 1914–1923: Causes and Effects in International Perspective*. (《1914年至 1923年德国通货膨胀：国际视角下的原因和影响》) Translated by: Balderston, T., De Gruyter. <https://doi.org/10.1515/9783110860078>
- Homolac, L. – Tomsik, K. (2016): *Historical development of land ownership in the Czech Republic since the foundation of the Czechoslovakia until present*. (《捷克斯洛伐克建国至今捷克共和国土地所有权的历史发展》) *Agricultural Economics*, 62(11): 528–536. <https://doi.org/10.17221/250/2015-AGRICECON>
- James, H. (2023): *Seven Crashes. The Economic Crises That Shaped Globalization*. (《七次崩盘——影响全球化的经济危机》) Yale University Press, New Haven & London.
- Jeż, G. (2022): *O własnych siłach*. (《靠自己》) *Obserwator Finansowy*, Warszawa (华沙《金融观察》杂志), NBP (波兰国家银行), March 25. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/o-wlasnych-silach/>
- Karpiński, S. (1931): *Pamiętnik dziesięciolecia 1915–1924*. (《1915–1924年十年日记》) Warszawa.
- Kosatík, P. (2010): *Čeští demokraté: 50 nejvýznamnějších osobností veřejného života*. (《捷克民主：公共生活中 50 位最重要的人物》) Praha: Mladá fronta. (布拉格：青年阵线)

- Lange, O. (1926): *The Economic Situation in Poland*. (《波兰的经济形势》) *Economic Review*, 13(5): 99–102. <https://pbc.gda.pl/Content/105361/download/>
- League of Nations (1922): *Brussels Financial Conference 1920: the recommendations and their application: a review after two years. Vol. 1*. (《1920年布鲁塞尔金融会议：建议及其应用：两年后的回顾。第1集。》) Geneva. <https://digital.nls.uk/league-of-nations/archive/190682958#?c=0&m=0&s=0&cv=34&xywh=1064%2C-428%2C5942%2C6213>
- League of Nations (1946): *The Course and Control of Inflation: A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*. (《通货膨胀的历程和控制：第一次世界大战后欧洲货币经验的回顾》) Geneva. <https://digital.nls.uk/league-of-nations/archive/190273365#?c=0&m=0&s=0&cv=0&xywh=-531%2C833%2C2603%2C2294>
- Marcus, N. (2018): *Austrian Reconstruction and the Collapse of Global Finance, 1921–1931*. (《1921年至1931年的奥地利重建与全球金融崩溃》) Cambridge, Massachusetts. <https://doi.org/10.2307/j.ctvqht5b>
- Martin, J. (2022): *The Meddlers: Sovereignty, Empire, and the Birth of Global Economic Governance*. (《好事者：主权、帝国和全球经济治理的诞生》) Harvard University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctv2jhjvbm>
- Pauly, L.W. (1998): *Who Elected the Bankers? Surveillance and Control in the World Economy*. (《谁选举了银行家？世界经济的监视和控制》) Cornell University Press, Ithaca, NY. <https://doi.org/10.7591/9781501732294>
- Sargent, T.J. (1982): *The Ends of Four Big Inflations*. (《四次大通胀的结束》) In: Hall, R.E. (ed.): *Inflation: Causes and Effects*. National Bureau of Economic Research, pp. 41–98. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c11452/c11452.pdf>
- Schuker, S.A. (1988): *American 'Reparations' to Germany, 1919–33: Implications for the Third-World Debt Crisis*. (《1919年至1933年美国对德国的“赔款”：对第三世界债务危机的影响》) Princeton Studies in International Finance No. 61, Princeton University, July. <https://ies.princeton.edu/pdf/S61.pdf>
- Taylor, E. (1926): *Inflacja Polska*. (《波兰的通货膨胀》) Poznańskie Towarzystwo Przyjaciół Nauk, Poznań (波兹南科学之友协会).
- Wicker, E. (1986): *Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy*. (《终止被肢解的哈布斯堡王朝的恶性通货膨胀》) *American Economic Review*, 76(3): 350–364.

## 老龄化世界的财政风险及其对货币政策的影响\*

马诺吉·普拉丹<sup>1b</sup>，查尔斯·古德哈特<sup>1b</sup>

老龄化社会可能会面临快速变化的结构性宏观经济趋势，财政收支状况可能会随着时间的推移而恶化。预测者和金融市场普遍承认，债务与GDP之比趋于随着时间的推移而上升，但有迹象表明，未来赤字和债务的规模和持续性可能被低估。这种低估来自三个方面：（1）对老年人群医疗并发症的考虑不正确；（2）人口结构导致的通货膨胀、实际利率和利息支出上升；（3）通胀环境下财政和货币政策激励措施错位。我们认为，一个新时代即将开始，我们将不得不面对人口结构与财政和货币政策之间的复杂关系。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E20，E30，E40，E50，I11，J11，J14，N10，N30，P10

关键词：人口统计；全球化；中国；老龄化；通货膨胀；不平等；债务；货币和财政政策

### 一、快速变化的结构性宏观经济趋势

在美国，无党派美国国会预算办公室（下称CBO）估计，未来30年，美国债务与GDP之比可能会升至GDP的166%（图1）。与第一次世界大战和第二次世界大战后的时期相比，老龄化社会时代不会让美国的债务/GDP下降，相反，未来几十年它将上升。因此，根据现行政策，赤字将成为财政格局的永久特征。这些赤字由稳定到较弱的基本赤字和不断上升的净利息支出组成（图2）。正如我们在2020年出版的《人口大逆转》（Goodhart – Pradhan 2020）一书中所指出的那样，持续的基本赤字与老龄化社会的需求密切相关。除了这些赤字之外，利息支出的上升还基于约3.5%的融资成本（类似于2024年美国债券市场的水平）。

---

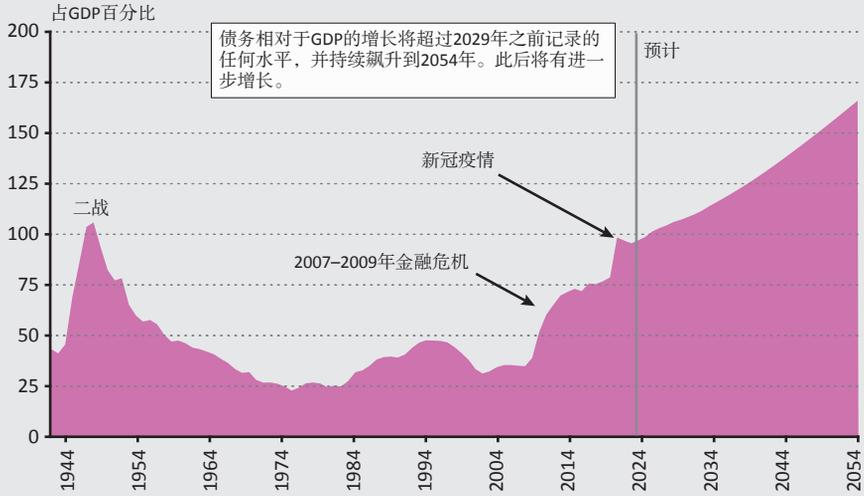
\*所刊文章只代表作者本人的观点，不代表匈牙利国家银行的官方主张。

马诺吉·普拉丹（Manoj Pradhan）：Talking Heads Macro创始人。电子信箱：  
manoj@talkingheadsmacro.com。

查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）：伦敦政治经济学院银行与金融学名誉教授。  
电子信箱：C.A.Goodhart@lse.ac.uk。

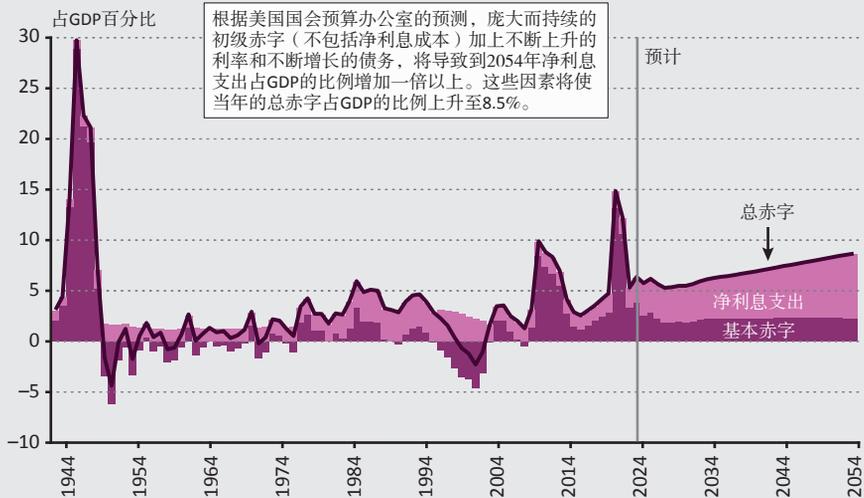
本文原文发表在学术期刊《金融与经济评论》英文版2024年12月号。<https://doi.org/10.33893/FER.23.4.69>

图1：公众持有的联邦债务



来源：美国国会预算办公室（CBO）（2024）

图2：总赤字、基本赤字和净利息支出的演变



来源：美国国会预算办公室（CBO）（2024）

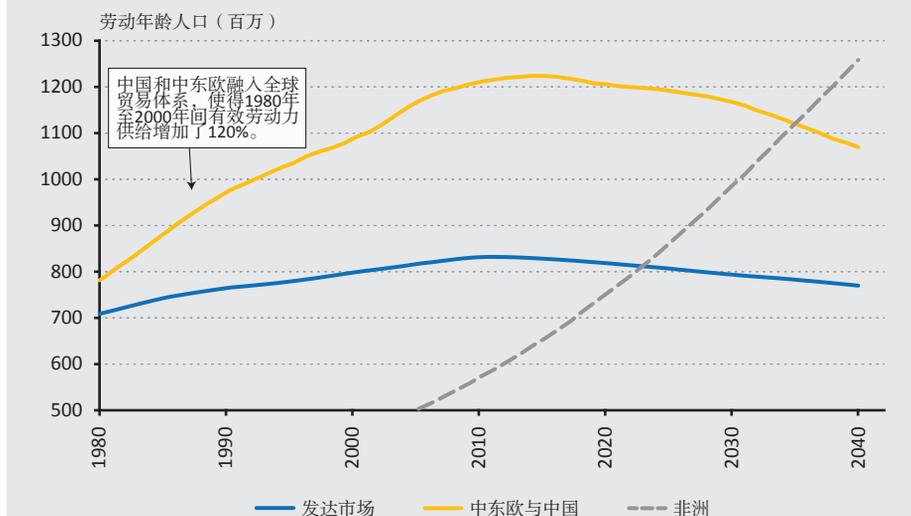
这两个组成部分可能都被低估了。即使赤字和债务的发展情况与国会预算办公室的预测完全一致，债务与GDP比率如此急剧上升的影响也将对美国经济和全球的货币政策、利率和债务可持续性产生重大影响。

在过去的几十年里，为不断增加的债务融资从来都不是问题。未来这种情况真的会改变吗？我们认为会的。在疫情爆发前的几十年里，人口结构和中国一体化在推动利率下降方面发挥了重要作用。反过来，较低的利率提高了借贷意愿和能力，并保持了债务融资成本的低位。人口结构和中国现在意味着一条不那么通货紧缩的道路，这意味着债务的动态、可持续性和债务融资成本都将发生变化。

中国融入全球制造体系也导致其庞大、训练有素的劳动力融入全球劳动力供应。连同中欧和东欧（CEE），全球经济有效劳动力供应的快速增长产生了巨大的正向供应冲击——1980–2000年期间劳动力供应增长了120%（图3）。唯一一个具有这种规模的其他可比冲击可能是黑死病期间的悲惨事件，当时大量死亡导致全球劳动力供应减少了三分之一。随着婴儿潮一代的崛起，劳动力供应的增加自然给发达经济体的工资增长带来了下行压力。在他的杰克逊霍尔经济研讨会论文中，居维宁（Guvenen）（2021）认为，美国国内不平等的加剧是由于劳动力中50%的低收入者（按工资排序）的实际工资表现不佳，而不是相对较高的工资表现优异。中国崛起为制造业巨头有助于解释中低技能工人的表现不佳。

实际上，全球均衡工资是由中国设定的，中国融入世界经济之后的几十年里，世界其他经济体也都趋向于这一工资水平。奥瑟（Autor）等（2013）衡量了美国当地劳动力市场对中国进口产品日益增加的反应。他们发现“进口产品不断增加会增加失业率、降低劳动力参与率，并降低当地劳动力市场的工资。保守地说，这可以解释同期美国制造业就业总量下降的四分之一。”实际劳动力成本高于中国的经济体将失去市场份额，并导致实际工资增长下降——发达经济体的情况也是如此。与中国建立联系作为投入提供者的新兴市场经济体能够借助中国快速崛起的东风，为本国劳动力提供更高的实际工资。这一演变与米拉诺维奇（Milanovic）（2016）的观察结果一致，即尽管发达经济体内部的不平等现象加剧，但全球不平等现象有所下降。

图3：有效劳动力供应的主要趋势（1980–2040）



说明：劳动年龄人口：20–64岁；根据联合国地理方案，中东欧（CEE）为东欧国家：白俄罗斯、保加利亚、捷克、匈牙利、波兰、摩尔多瓦、罗马尼亚、俄罗斯联邦、斯洛伐克和乌克兰<https://unstats.un.org/unsd/methodology/m49/>。

来源：联合国人口统计

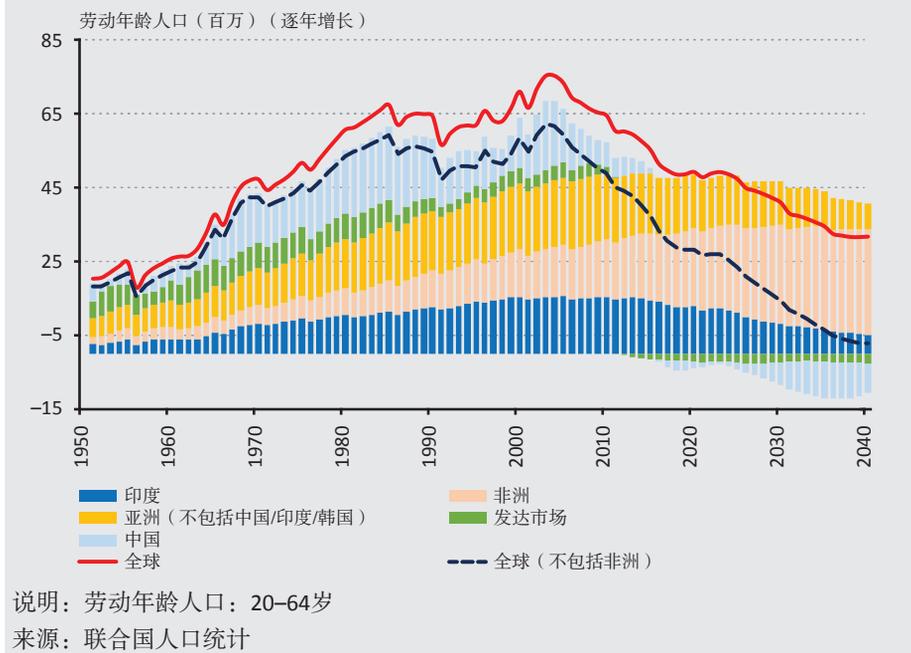
中国加入世界贸易体系也导致投资和实际利率动态发生重大变化。面对“不可能三角”——即一个经济体不可能同时拥有固定汇率、自由资本流动和独立货币政策——中国决策者选择限制资本流动，以保持对汇率和国内货币政策的控制。这一选择还有一个额外的好处，那就是激励那些希望挖掘中国巨大潜力的人在中国进行实物投资。随着实物资本流向珠江三角洲和中国其他目的地，发达经济体的增量投资放缓。相对于当地储蓄，发达经济体因此面临投资赤字。由于全球利率一直由发达经济体决定，投资相对于储蓄的短缺降低了全球经济的实际利率。

工资增长放缓、中国制造商品价格下跌以及实际利率下降共同导致利率下降，进而创造了持续数十年的债券牛市。由于债务偿还成本逐年下降，借贷风险相对较低。杠杆成本持续下降导致资产价格上涨，尤其是一种总是需要大量杠杆的资产——住房。这种繁荣的后果众所周知。

这就是历史。正如好莱坞电影片名所说，让我们“回到未来”。

大多数人都认为，在2008–2009年全球金融危机（GFC）和新冠疫情之前的几十年里，中国和人口结构在名义和实际借贷成本下降方面发挥了一定作用，甚至发挥了重要作用。尽管人们接受了这种因果关系，但人们仍然拒绝接受通胀、实际利率和工资方向的逆转，尽管人们非常清楚，人口结构和人口结构和中国已经在逆转过去几十年所走的道路，因此人口结构的巨大逆转正在进行中（图4）。

图4：劳动年龄人口的演变



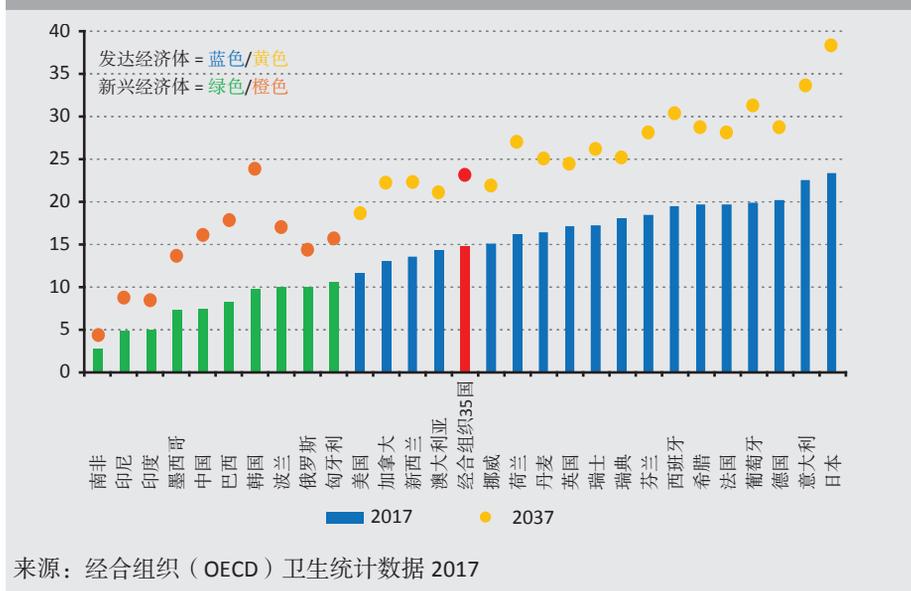
## 二，这对未来的货币政策意味着什么？

赤字和债务是否被低估了？三种观点表明，美国经济的财政状况可能比CBO预测的恶化速度更快。首先，必须指出的是，CBO的职责是根据现有政策预测赤字和债务。该职责不允许对未来政策进行概率评估。我们不受这种方式的限制，因此可以根据更广泛的可能结果来评估未来 [有关货币政策面临的挑战的最新观点，请见鲍洛格（Balogh）等2024年的文章]。

### 2.1. 老龄化

首先，老龄化社会的医疗财政需求可能被低估。几乎每个经济体中增长最快的人口群体都是高龄老人。随着人们从60多岁步入70多岁、80多岁和90多岁，世界各地老龄化地区罹患神经退行性疾病（NDG）的风险急剧上升（图5）。这是全球经济从未经历过的宏观经济问题。

图5：全球神经退行性疾病的发病率和预期发展



神经退行性疾病与我们这个时代更常见的疾病（如癌症和心脏病）有三个重要区别。首先，我们更熟悉的疾病往往可以在很长一段时间内保持生活质量，除了相对较短的患病期，尤其是患者最容易遭受受痛苦的最后阶段。目前老年病的严重病例往往会在患病后降低预期寿命。另一方面，神经退行性疾病会缓慢而显著地降低生活质量，但可以让患者活很长时间。其次，因此，大多数患有癌症和心脏病等疾病的患者除了在关键时刻外，都能相当有效地进行日常生活活动。患有神经退行性疾病的患者越来越不可能进行日常活动。随着精神状况的恶化，每个患者都需要帮助才能完成哪怕是简单的任务。第三，患有当今疾病的患者在成功竞争允许（有时）完全康复的治疗后，有能力重新加入劳动力队伍。神经退行性疾病是无法恢复的。患有此类疾病的患者都不可能重返劳动力队伍。这一点尤其重要，因为这意味着患有神经退行性疾病的人无法用新收入来支付治疗和护理费用。一切都必须通过过去的储蓄、家庭内部的代际转移或财政支持来资助。

预测者尚未将神经退行性疾病的额外威胁完全纳入医疗财政估计中。国会预算办公室对与年龄相关的支出的估计几乎肯定低估了神经退行性疾病在老龄化人口中蔓延时需要承担的财政支出。如果我们是正确的，那么随着社会老龄化，未来的基本赤字将会恶化。

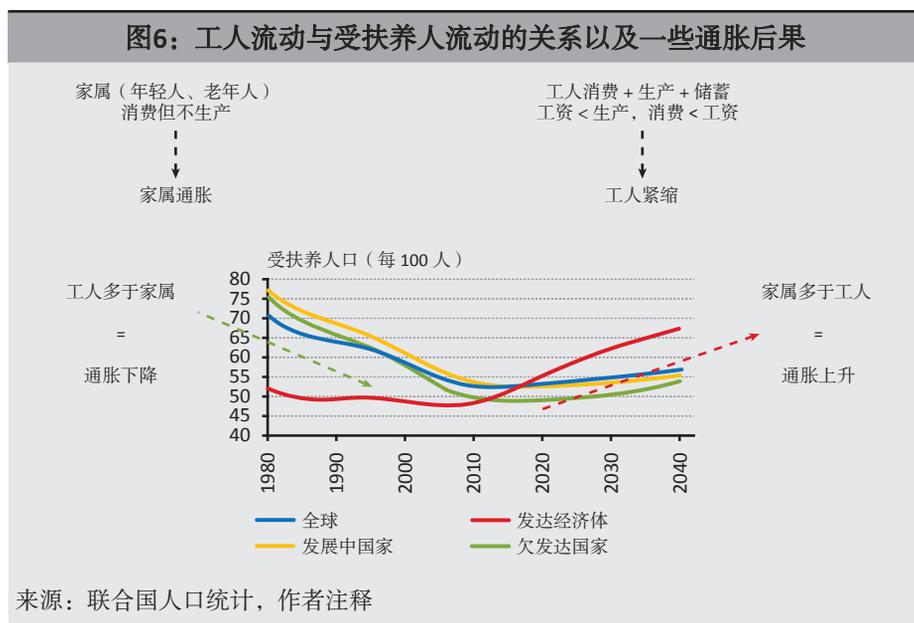
赤字和债务可能被低估的第二个原因是，劳动力老龄化，其中老年受扶养人的比例相对于劳动年龄人口上升，可能会导致更高的通货膨胀和更高的实际利率。如果其中一个或两个都是正确的，利率很可能会保持高于过去20至30年的平均水平。在商业周期的后期，利率可能会进一步高于这些平均

值。在CBO的预测中，利息支出（而不是其预测中的稳定的主要赤字）是连续财政赤字增长的主要原因。

通货膨胀和实际利率为什么会上升？通货膨胀可能会上升，原因有两个。

家属和工人对通货膨胀的影响不同。家属消费但不增加经济供给。换句话说，家属创造了过度需求，并且往往是通货膨胀的。另一方面，工人往往会反通货膨胀，甚至完全是通货紧缩。工人的工资低于其边际产品的价值——这意味着公司抓住了收入和工资之间的差距。工人将从他们的工资中储蓄以备将来之用。因此，由于利润和储蓄这两个因素，工人创造的收入流超过了该工人的支出。工人产生的供给量超过他们创造的需求量，这会导致通货紧缩。在中国、中东欧和发达经济体的国内劳动力主导劳动力市场流动的时期，加入世界劳动力队伍的工人流量远远超过了家属的流量。我们描述的动态有助于解释为什么我们会看到持续的通货紧缩时期。随着老年家属的流入量超过工人的流入量，家属的通胀效应将成为主导因素（图6）。

图6：工人流动与受抚养人流动的关系以及一些通胀后果



债务动态也倾向于通胀。如果为财政状况融资是一项艰巨的任务，那么通胀目标可能会很困难。中央银行通过抑制需求来降低通胀。然而，在财政风险上升的时代，增长疲软可能会引发人们对债务状况可持续性的质疑。换句话说，中央银行可以追求通货紧缩，但只能在其通货紧缩政策不会因损害增长而造成财政/金融不稳定的范围内。如果温和的增长对于说服金融市场债务的可持续性很重要，那么中央银行控制通胀的能力和意愿就会降低。

如果债务积累超过经济增长和生产率，实际利率可能会上升。在战争期间，甚至在疫情期间，债务和GDP往往朝着同一方向发展。在这些困难时

期，政府支出增加，增长改善。随着对财政支持的需求减弱，赤字下降，债务/GDP比率趋于稳定甚至下降。图1表明，在二战等重大事件之后，债务/GDP可能会先上升，然后下降。在老龄化方面情况并非如此——请注意，疫情过后，债务/GDP比率继续上升……这是因为老龄化。

## 2.2. 生产力

人口结构是少数几个可以将债务和GDP推向不同方向的因素之一——另一个因素是生产力。从我们上面的讨论中可以清楚地看出，老龄化社会将继续与债务上升自然联系在一起。然而，除非生产力提高，否则劳动力减少意味着增长放缓。在一个老龄化社会中，债务以稳定的速度增长，而增长却在放缓，生产力必须足够强大，不仅要弥补劳动力减少的损失，还要超越这一点，以确保债务上升的可持续性。

不出所料，人工智能的兴起引发了一场严肃的讨论，即我们是否正处于这种生产力激增的边缘。我们不是技术专家，但我们会提出三点。首先，技术革命往往会创造新的行业和新的工作岗位——这意味着工作岗位的减少与技术革命并不一致。其次，采用提高生产率的技术往往会提高家庭收入——这意味着信贷增长和需求也将因采用人工智能而得到推动。最后，消除重复性工作之必要之恶。老龄化社会中存在如此多的工作岗位，以至于必须消除其他行业的工作岗位，以便将劳动力重新分配给迎合老年人的行业。

## 2.3. 财政和货币政策目标不一致

财政状况可能比预期恶化的第三个可能原因是，货币政策和财政政策的目标可能不再像过去那样协调一致，从而导致赤字扩大和财政政策周期性更加活跃。在疫情爆发前的几十年里，中国劳动力的涌入和婴儿潮一代的崛起导致通胀、工资和实际利率下降。结果是借款人和贷款人有强烈的意愿和能力进行交易。信贷增长强劲，房价上涨。央行的通胀目标制助长了这一进程。现任政府几乎不可能要求更好的宏观经济背景。

在疫情后复苏的通胀飙升中，我们看到央行和政府之间的摩擦加剧。尽管一些著名经济学家警告称，在强劲的经济复苏期间实施扩张性财政政策可能会使通货紧缩变得非常困难，但美国仍然面临巨大的财政赤字。这种政治现实不一定是未来的永久特征，但我们已经看到了央行和政府之间最后一次这样的摩擦是天真的。施纳贝尔（Schnabel）（2024）对未来欧元区财政政策持续偏离新的欧洲财政规则的情况下货币政策未来独立性的担忧。利珀（Leeper）（2023）敦促“从根本上重新思考美国的财政政策”。具体来说，他敦促“财政行为与通胀目标货币政策相兼容”。

## 三，结论

总之，老龄化社会的财政状况可能会比预期恶化得更严重，因为（1）低估了老龄化社会的医疗并发症，这不可避免地意味着更高的医疗保健和养老金支出；（2）由于人口结构导致通货膨胀和实际利率上升，从而导致现有债务的利息支出上升；（3）在通胀环境中，财政和货币政策激励措施

与周期性频率不一致，这促使政府在反周期政策方面更加积极，尤其是在选举临近时。

人口和财政政策的另外两个影响需要概述：脱碳成本；以及美国财政政策的全球影响。对脱碳成本的任何估计都是艰巨的。如果未来支出中越来越多的份额被分配给老龄化社会的需求，政府将如何分配财政资金来满足减少全球变暖的需求？此外，财政政策的全球影响和主要经济体的可持续性将影响世界其他地区。即使一个经济体奉行非常负责的财政政策，如果美国主权债务的融资成本上升，其国家债务的融资成本也可能上升。

这些财政风险的影响是深远而广泛的。如果未来的债务/GDP和利率都高于过去三十年的良性条件，各国央行是否能够维持通胀目标？金融市场能否吸收不可避免的巨额财政发行？如果美国和欧元区这两个巨型政府债券发行国中哪怕有一个面临越来越多的可持续性问题，全球债务融资能否保持弹性？还是会以人工智能的形式出现一种新的通货紧缩力量来解决我们所有的问题？

我们希望上述讨论能够让人们了解人口、财政政策和货币政策之间的关系将变得多么深刻和复杂。有一件事我们可以肯定，《回到未来》的续集将与第一部电影完全不同。

## 参考文献

- Autor, D.H. – Dorn, D. – Hanson, G.H. (2013): *The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States*. (《中国综合症：进口竞争对美国当地劳动力市场的影响》) *American Economic Review*, 103(6): 2121–2168. <https://doi.org/10.1257/aer.103.6.2121>
- 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以及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>
- CBO (2024): *CBO Long-Term Budget Outlook*. (《美国国会预算办公室长期预算展望》) Congressional Budget Office, March 2024. <https://www.cbo.gov/publication/59711>
- Goodhart, C. – Pradhan, M. (2020): *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. (《人口大逆转：老龄化社会、不平等现象减弱和通货膨胀复苏》) Palgrave and Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-42657-6>
- Guvenen, F. (2021): *Commentary: What Explains the Decline in  $r^*$ ? Rising Income Inequality versus Demographic Shifts*. (《评论：如何解释  $r^*$  的下降？收入不平等加剧与人口结构变化》) Federal Reserve Bank of Kansas City, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole. [https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/8747/Guvenen\\_JH21.pdf](https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/8747/Guvenen_JH21.pdf)
- Leeper, E. (2023): *Fiscal Dominance: How Worried Should We Be?* (《财政主导地位：我们应该有多担心？》) Mercatus Center Policy Brief. <https://www.mercatus.org/research/policy-briefs/fiscal-dominance-how-worried-should-we-be>

Milanovic, B. (2016): *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*. (《全球不平等：全球化时代的新方法》) Harvard University Press.

Schnabel, I. (2024): *Is monetary policy dominated by fiscal policy?* (《货币政策是否受财政政策主导?》) Speech at a conference organised by Stiftung Geld und Währung on 25 years of the euro – Perspectives for monetary and fiscal policy in an unstable world, Frankfurt, 7 June. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240607~c6ae070dc0.en.html>

## 无需向银行大规模转移资金的抗击通胀\*

保罗·德格劳威<sup>id</sup>，纪月梅<sup>id</sup>

各大央行目前都处于银行储备充裕的体制下。因此，他们只能通过提高银行准备金的报酬率来提高货币市场利率。这反过来又导致央行利润大量转移到商业银行，这将变得不可持续，并使货币政策的传导变得不那么有效。我们提出了一个两级准备金要求制度，只会对超过最低要求的准备金进行报酬。这将大大减少对银行的补贴，使央行能够维持目前的操作程序，并使货币政策在对抗通胀方面更有效。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E42，E52，E58

关键词：中央银行；通货膨胀；银行储备；薪酬

### 一，概述

主要央行对商业银行在央行持有的银行准备金支付利息（见表1）。为了对抗通胀，这些央行自2021年底开始提高利率。以欧元体系为例：2024年3月，信贷机构在国家央行和欧洲央行持有的银行准备金为3.5万亿欧元，而商业银行持有的这些银行准备金的报酬率为4%。这意味着截至2024年3月，欧元体系每年向信贷机构支付1410亿欧元的利息。

其他央行，特别是美联储和英格兰银行，也遵循同样的程序，通过提高银行准备金的报酬率来提高利率。在表1中，我们比较了这三家央行的利息转移。我们发现这些向商业银行的转移已经变得相当可观。表格的最后一列显示了这些利息支付占GDP的百分比。观察发现，相对而言，英国央行的转移支付最高，其次是欧洲央行和美联储。

---

\*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。

保罗·德格劳威（Paul De Grauwe）：伦敦政治经济学院经济学教授。电子信箱：  
p.c.de-grauwe@lse.ac.uk。

纪月梅（Yuemei Ji）：伦敦大学学院经济学教授。电子信箱：yuemei.ji@ucl.ac.uk。

本文基于德格劳威和纪月梅（2023a、2023b、2024a、2024b）。谨对 Ignazio Angeloni, Peter Bofinger, Lorenzo Codogno, Charles Goodhart, Daniel Gros, Robert Holzmann, Pablo Rovira Kaltwasser, Karel Lannoo, Vivien Lévy-Garboua, Anna Lozmann, Marcus Kerber, David Marsh, Wim Moesen, Joachim Nagel, Theo Peeters, Stefan Schmitz 和 Miklos Vari 的意见和建议表示感谢。本文还受益于伦敦政治经济学院、国王学院（伦敦）、德国央行、卢森堡中央银行、官方货币和金融机构论坛（OMFIF）、（巴黎）政治学院、奥地利国家银行和乌克兰国家银行在研讨会和演讲中发表的评论。

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.23.4.80>

**表1：银行储备金及支付给银行的利息（截至2024年3月底）**

	银行储备 (10亿)	利率 (%)	利息支付	
			(10亿)	GDP百分比
欧洲央行	3524欧元	4.00	141欧元	1.10
美联储	3472美元	5.4	187美元	0.75
英格兰银行	792英镑	5.25	42英镑	1.75

来源：英格兰银行：中央银行储备余额负债、联邦储备系统理事会（联邦储备资产负债表）和欧洲中央银行（欧元区体系综合财务报表，统计数据仓库）。

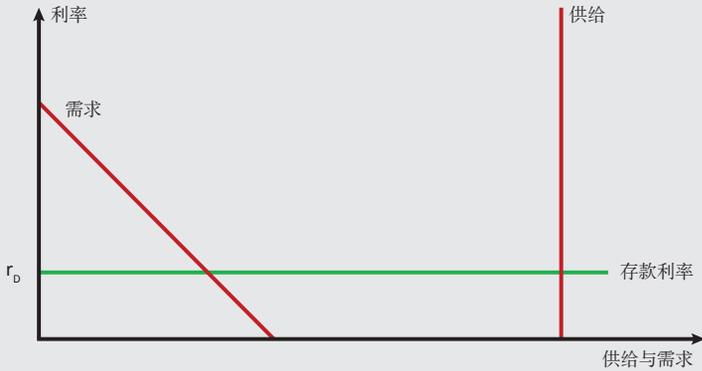
为了了解欧元区这些转移的规模，请考虑以下几点：欧元区体系每年向欧元区银行转移1410亿欧元，我们接近欧盟的年度总支出，2022年为1680亿欧元。尽管由于“量化紧缩”导致利率下降和银行储备水平下降，这些转移将减少，但在未来几年仍将保持可观的规模。这是一个了不起的情况，当人们考虑到欧洲机构向银行转移这些资金是在没有任何政治讨论的情况下决定的，并且是在没有附加任何条件的情况下授予的时，这种情况就更加引人注目了。这与欧盟支出形成了鲜明对比，欧盟支出是复杂的政治决策过程的结果，通常伴随着严格的条件。

在本文中，我们讨论了这些大规模转移引起的一些问题。在第2节，我们回顾了需要向银行准备金支付报酬的理论思想。在第3节，我们讨论了银行准备金支付报酬的主要问题。尽管中央银行的利息转移发生在大多数发达国家（包括匈牙利、捷克和中东欧地区的其他国家），并且也造成了类似的问题，例如所有这些国家的中央银行都遭受了巨额损失，但本文将重点关注欧元区，并将其作为一个很好的例子。这使我们能够研究货币联盟中这些转移引起的一些特殊问题。在第4节，我们研究了中央银行在对抗通胀方面的替代操作程序，这些程序并不意味着将中央银行的利润大量转移给银行。我们提出了一个两级最低准备金要求制度作为替代操作程序。在第5节，我们认为有必要重新考虑最低准备金的作用，以确保金融稳定。我们在第6节做出了结论。

## 二，银行准备金报酬对货币政策是否必要？

银行准备金报酬对货币政策是否必要？许多经济学家和央行行长的标准答案是肯定的（见De Grauwe和Ji 2024b）。如今，由于过去大规模的量化宽松操作，银行准备金供应过剩。换句话说，流动性并不稀缺，而是充裕（例如，见Bailey 2024）。当央行想要提高利率时，这给央行带来了问题。我们在图1中说明了这一点。这代表了（银行）对准备金的需求和（央行）的供应。需求与货币市场利率（银行间利率）呈负相关。供应由央行决定。后者通过购买（出售）政府债券来增加（减少）供应。图1展示了储备充裕的状况：央行过去购买了大量政府债券，从而产生了储备过剩。因此，如果没有银行储备的报酬，利率就会停留在0%，央行无法提高利率。

图1：储量充裕条件下的储量需求与供应



说明：这是银行准备金市场的程式化表示。它没有显示作为上限并与存款利率一起提高的边际贷款利率。

来源：De Grauwe和Ji（2023a）

为了在这种准备金充裕制度下提高利率，中央银行可以对银行准备金进行补偿，银行准备金本质上是商业银行在中央银行持有的存款。这样一来，需求曲线在存款利率水平上变为水平，即存款利率 $r_d$ 充当银行间利率的下限。原因是银行不会以低于（无风险）存款利率的利率在银行间市场放贷。鉴于银行准备金充裕，这是提高货币市场利率的唯一方法。

银行准备金利率（存款利率）的增加会传导至货币市场利率的增加以及整个利率结构（Ihrig – Wolla 2020；Baker – Rafter 2022）。这样的利率上调对于对抗通胀是必要的。因此，在目前储备充裕的体制下，提高利率的唯一办法就是对银行储备进行报酬，并提高报酬率。

如今，许多经济学家和央行行长理所当然地认为，银行储备是有报酬的，以便实施反通胀政策。然而，这种报酬是一种新现象。在1999年欧元区成立之前，大多数欧洲央行都没有对银行的储备余额进行报酬。例如，在1970年代和1980年代，德国央行利用非常高的无报酬最低准备金要求，将大量资金吸进该国（Schobert – Yu 2014）。欧洲央行于1999年开始对银行准备金进行奖励的做法。美联储在2008年才引入银行准备金余额报酬制度。因此，在2000年之前，一般做法是不给银行准备金余额报酬。这很有道理：商业银行本身不会给客户持有的活期存款报酬。这些活期存款与中央银行的银行准备金具有相同的功能：它们为非银行部门提供流动性。这些没有报酬。很难解释为什么银行家在持有流动性时应该得到报酬，而其他人却应该接受不得到报酬。

### 三，当前运营制度下银行准备金报酬的问题<sup>1</sup>

银行准备金的巨额报酬产生了几问题，我们将在本节中讨论这些问题。其中一些问题可能对欧元区的政治经济产生影响。

#### 3.1. 巨额转移和财政影响

首先，当中央银行向商业银行支付利息时，它会将部分利润转移到银行业。中央银行赚取利润（铸币税），因为它们从国家获得了创造货币的垄断权。因此，向商业银行支付利息的做法相当于将这种垄断利润转移给私人机构。这种垄断利润应该返还给授予垄断权的政府。它不应该被私营部门占有，因为私营部门没有做任何事情来赚取这种利润。目前支付银行准备金余额利息的情况相当于中央银行以纳税人的钱向银行支付补贴。在表2中，我们展示了欧元体系中央银行每年可能支付的利息规模。我们观察到这些中央银行的转移支付存在很大差异，从GDP的0.43%到9.15%不等。这些不同的水平可能反映了不同欧元区国家的银行体系和资产结构规模不同。

**表2：欧元体系银行储备报酬（2023年8月）**

国家	报酬（百万欧元）	占GDP百分比
卢森堡	7095	9.15
塞浦路斯	920	3.31
芬兰	5285	1.97
比利时	10326	1.88
荷兰	13918	1.45
马耳他	241	1.40
法国	35925	1.36
德国	49107	1.27
奥地利	4108	0.92
克罗地亚	593	0.87
爱沙尼亚	302	0.84
斯洛文尼亚	426	0.75
西班牙	9170	0.68
爱尔兰	3277	0.65
葡萄牙	1434	0.59
希腊	1201	0.58
立陶宛	215	0.55
拉脱维亚	360	0.53
斯洛伐克	484	0.44
意大利	8347	0.43

来源：欧洲中央银行

<sup>1</sup> 本节基于De Grauwe和Ji（2024b）的论述。

银行准备金账户的利息支付会带来不良的财政后果。它将长期政府债务转变为短期债务。中央银行持有的大多数政府债券都是以非常低的利率发行的，通常甚至是零利率或负利率。这意味着政府在一段时间内不受利率上升的影响。通过支付欧元区4%的银行准备金利率，从而减少相同数额的政府收入，中央银行将这些长期债务转变为高流动性债务，迫使政府和中央银行合并债务的利息支付立即增加。这可能导致预算赤字增加和政府债务增加，从而导致一些国家实行财政紧缩。矛盾的是，中央银行导致政府预算前景恶化。

### 3.2. 央行巨额亏损

央行向银行的巨额转移对央行的盈亏具有重要影响。这些转移如此之高，不仅抹去了央行的利润，而且还将许多央行推入亏损范围（见Wellink 2003）。Belhocine等（2023）的研究很好地说明了这一点，该研究分析了欧元区五大央行的损益表。作者表明，德国央行的亏损最大。据估计，德国央行要到2027年才能再次盈利。法国银行在亏损央行名单中排名第二。预计2025年将重新开始盈利。令人惊讶的是，意大利银行是唯一一家没有遭受损失的大型央行（尽管其利润在2022–2023年有所下降），而西班牙银行在2023–2024年遭受了一些小额损失。

造成这种差异的原因如下。德国央行和法国银行（程度较小）持有一系列低收益的长期政府债券。因此，利息收入非常低，而且考虑到这些债券的期限较长，它们需要一段时间才能开始赚取利息。意大利银行和西班牙银行（程度较小）持有相对高收益的政府债券，情况并非如此。因此，德国央行和法国银行将低收益的长期政府债券转变为短期负债（银行储备），并为此支付高额利息。对于意大利银行和西班牙银行而言，这种转变的成本要低得多。值得注意的是，不仅欧元区内的国家央行面临巨额亏损的问题，欧元区以外的国家，如匈牙利国家银行和捷克国家银行，也面临着类似的挑战。

Belhocine等（2023）还表明，累积损失可能导致央行的权益变为负值。德国央行和法国银行可能都会出现这种情况。人们应该担心央行的负资产吗？其实不是。与商业银行相比，央行不需要拥有正资产来实施可靠的货币政策。此外，央行净值的一个更相关概念是未来铸币税收益和损失的净现值（见Buiter 2008）。Belhocine等（2023）展示的累计盈亏状况表明，损失可能是暂时的。因此，未来收益和损失的净现值很可能是正的。

虽然负资产在技术上不会给中央银行带来问题，但这个问题的政治经济学却大不相同（见Wellink和Marsh 2023）。中央银行的负资产表明，它们正在将大量资金转移给私人代理，并因此蒙受巨额损失。这些损失必须由政府和纳税人承担。负资产（可能需要很多年才能使资产恢复到正值）揭示了这个问题。当这种情况公开出现时，公民——尤其是中央银行损失较大的国家——会问，为什么必须让银行家致富来对抗通胀。他们还会坚持要知道，为什么中央银行不寻找其他同样有效的操作程序来对抗通胀，并避免以牺牲纳税人的利益为代价向银行转移资金。

欧洲央行宣布，它将逐步减少持有的政府债券，在旧债券到期时不再投资新债券。这将导致其资产负债表上的政府债券数量逐渐减少。然而，要到达消除储备过剩供应的程度还需要很多年。因此，看来欧元区将在未来许多年内保持储备充裕的局面。这意味着欧洲央行（以及其他发达国家的央行）的运作程序将继续以操纵银行准备金报酬率作为其核心政策工具，而这反过来也意味着这些央行打算在未来许多年继续将其利润大量转移给商业银行。

### 3.3. 央行已解决银行的最大风险

对于商业银行而言，银行准备金报酬率的问题性表现在以下几点。银行“借短贷长”。换句话说，银行拥有长期资产（固定利率）和短期负债。因此，利率上升可能导致损失并降低银行的利润，因为在流动性竞争激烈的情况下，其负债的利息成本可能迅速增加，而利息收入回升缓慢。银行应该对冲这种利率风险。但这是昂贵的，因此，他们往往不愿意购买这种保险。通过奖励银行准备金，央行为银行提供免费的利息对冲。后者在利率上升时立即从央行获得补偿。

央行的盈亏状况模仿了商业银行在利率上升期间的盈亏状况。矛盾的是，这一次银行正在摆脱沉重的亏损状况，因为它们从2022-2023年利率上升期间获得了巨额利润。这似乎是可能的，因为央行已经从商业银行手中接管了这一负担。很难看出公共当局以牺牲纳税人为代价为银行的利率风险提供免费保险的制度的经济合理性。还值得一提的是，在1970年代和1980年代，当央行提高利率以对抗通胀时，它们并没有亏损（Humann等 2023）。他们增加了利润。主要原因之一是他们没有向银行储备支付报酬。

这种免费向银行提供利息对冲可能会加剧道德风险。首先，准备金报酬降低了银行对冲利率风险的动机。作为欧元区单一监管机构，欧洲央行要求银行适当管理利率风险。然而，当欧洲央行同时向商业银行准备金支付报酬时，它破坏了其自身的微观和宏观审慎监管目标。此外，由于准备金报酬会导致银行对冲利率风险的程度降低，央行将越来越难以停止支付准备金报酬，因为它可能担心一些银行的利率风险可能成为现实，从而引发银行业危机。其次，如第4节所示，银行准备金报酬加强了储备丰富银行的股权地位，从而激励它们增加贷款供应，削弱货币政策的传导。

### 3.4. 当前制度下的货币政策传导

一个重要问题是，银行准备金报酬的存在如何影响货币政策的传导。报酬是否使货币政策传导有效？在中央银行的反通胀政策背景下，这个问题可以重新表述如下：银行准备金报酬是否会增强或降低加息以对抗通胀的有效性？

关于银行贷款的股权渠道，有大量经济学文献与此相关。该渠道可以描述如下。当银行的资本（股权）下降时，它有减少贷款的动机。这主要有两个原因。一是资产负债表效应。较低的股权意味着银行可能无法满足监管机构规定的资本要求。然后银行将不得不减少贷款供应。第二个原因是，随着股权的减少，银行贷款的融资成本往往会增加，从而导致银行放贷的动机减少。因此，银行股权价值的下降导致银行贷款减少。相反，股权价值的

增加会刺激银行增加放贷（见Shin 2015；Gambacorta和Shin 2016；Van den Heuvel 2002；Diamond – Rajan 2000）。这一理论已经过多次实证检验，证实了其重要性（见Boucinha等 2017；Girotti – Horny 2020）。

银行贷款的股权渠道对于理解准备金报酬如何影响银行贷款非常重要。通过提高银行的利润率，使用有报酬的最低准备金要求往往会增加银行的净值（股权）。随着股权比率的提高，银行将更愿意向家庭和企业提供贷款。因此，当中央银行提高利率以对抗通胀并因此增加准备金报酬时，它们会激励银行发放更多贷款（其他条件不变）。换句话说，当银行准备金得到补偿时，加息对贷款的预期负面影响（部分）被对银行贷款的正股权效应所抵消。传导机制变得不那么有效，即政策利率的提高对贷款供应和最终通胀的影响较小。<sup>2</sup>

在De Grauwe和Ji (2024b)中，使用计量经济学技术对这种股权效应进行了实证检验，并证实了这种影响是显著的。这些结果与Fricke等（2023）最近的发现一致，他们采用了一种包含欧元区非常详细的银行级数据的方法。他们通过对这些微观数据的实证分析得出结论：“超额准备金较大的银行在加息后对非金融公司的信贷供应相对增加”，从而证实了银行准备金的报酬往往会削弱旨在降低通胀的货币政策的传导机制。

## 四，两级最低准备金要求制度

各大央行现在都在采用新的操作程序（源于充裕准备金制度），即提高银行准备金的报酬率，以此作为提高市场利率以对抗通胀的手段。尽管存在第3节讨论的问题，但央行行长和经济学家仍然普遍认为这是唯一合理的操作程序，这令人惊讶。

能否设计一个系统，避免向银行进行大量转移，同时保持央行目前使用的操作程序，并（希望）获得央行的支持？我们相信可以设计这样的系统。这是一个两级系统。

### 4.1. 建议<sup>3</sup>

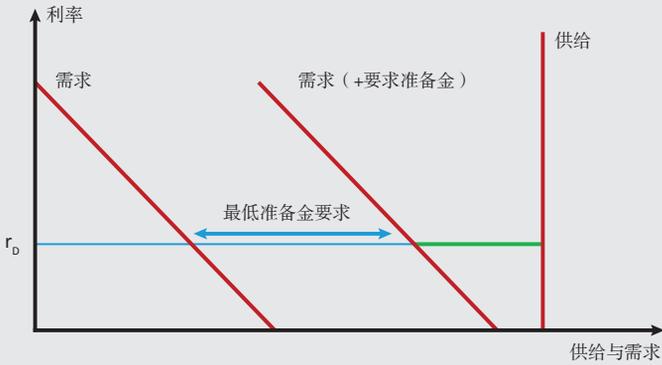
双层体系涉及对部分银行储备金实施无息最低准备金要求。超过最低要求的银行准备金（超额准备金）将像今天一样获得报酬（有关两级系统的类似建议，见Whelan 2021；Buetzer 2022；van Lerven – Caddick 2022；Tucker 2022；另见Angeloni（2023）不支付银行准备金报酬的建议）。

施加最低准备金要求会导致银行准备金需求曲线向右水平位移（见图2）。最低准备金要求仅适用于银行总准备金的一部分。由于需求曲线的部分位移，我们仍处于充裕的准备金制度。然后，中央银行以利率 $r_0$ （水平绿线）支付超额准备金。与以前一样，该报酬率充当市场利率的底线，中央银行可以通过提高（超额）银行准备金的利率来提高市场利率。

<sup>2</sup> 当经济衰退期间降息时，如2007–2008年，股权渠道也会降低传导机制的有效性。

<sup>3</sup> 本节基于De Grauwe和Ji（2024b）。

图2：储备需求与供给：双层体系



来源：De Grauwe和Ji（2023b）

持续出售政府债券和最低储备要求相结合可能是最佳政策选择。因此，央行将提高最低储备要求，如图2所示。然后，它将逐渐开始减少债券持有量，使供给曲线向左移动。这也使得最低储备要求可以逐步放宽。在这种策略下，图2中的供给曲线和需求曲线都将向左移动，保持储备充裕的制度，并允许央行使用其货币政策工具，同时减少对银行的补贴。

这种双层体系的优势在于，央行行长所珍视的操作程序可以保持不变。央行继续使用银行储备利率作为其货币政策工具。银行继续有同样的动机持有超额准备金，因为这些准备金仍然像今天一样得到报酬。然而，中央银行向商业银行的利润转移可以大大减少。我们在表3中显示了这一点，我们假设中央银行将以无报酬最低准备金的形式冻结50%的现有银行储备。然后，报酬将来自超额准备金，使用与表1中所示的相同利率。我们观察到，在我们提出的系统中，向银行转移的利息将大幅减少。在我们的两级系统中，银行将继续获利。他们将继续从本质上无风险资产中获得相对较大的转移。然而，这将比2024年的今天少得多，而且肯定不会那么“过高”。

表3：2024年3月的利息转移

	现行制度 (10亿)	双层制度 (10亿)
欧洲央行	141欧元	70欧元
美联储	187美元	93美元
英格兰银行	42英镑	21

英镑来源：根据英格兰银行、美联储理事会和欧洲中央银行的数据进行自己的计算

今天有一个机会之窗，因为欧洲央行于2023年7月决定停止支付所需准备金（1%）。这意味着欧洲央行可以增加所需准备金并减少损失，而无需改变其操作程序。我们进行了一些计算，说明了欧洲央行可用的选择范围。在表4中，我们显示了截至2023年7月的总储备金（第1列）。然后，我们应用不同的最低准备金要求（第2列）。然后，第3列显示不支付报酬的最低所需准备金的规模。这导致第4列显示由于这些不同的最低准备金要求而导致的对银行的转移减少。最后，最后一列显示了有偿超额准备金的水平。到2023年底，最低（无偿）准备金要求为1%，欧元区央行对银行的转移减少了60亿欧元。显然，欧洲央行可以逐步提高最低准备金要求，并将实现许多目标。可以减少对银行的利润转移，从而减少货币基础，欧洲央行可以维持其包括改变存款利率的操作程序，并且正如我们在上一节中所展示的那样，较低的利率可以更有效地对抗通胀。

**表4：总储备（2024年3月）、最低储备和转移**

总储备 (10亿欧元)	最低储备百分比 (%)	最低储备 (10亿欧元)	减量转移 (10亿欧元)	超额储备 (10亿欧元)
3675	1	151	6	3524
3675	5	755	30	2920
3675	10	1510	60	2165
3675	15	2265	91	1410

说明：总储备 = 存款额度+活期账户（最低储备）

## 4.2. 回应批评<sup>4</sup>

我们的提议受到了多位观察员的批评，我们认为这反映了金融领域的普遍观点，可能会引起政策制定者的关注。批评者提出了两点：（1）该系统将导致银行活动大规模转移；（2）由于银行部门的异质性，我们的提议在不同国家会受到截然不同的影响。在本小节中，我们将回应这些批评。

### 4.2.1. 最低准备金要求和自由银行

Bofinger（2023）和McCauley – Pinter（2024）认为，实施无偿MRR（最低零售利率）将导致银行活动大规模转移。特别是，面临更大无偿MRR的欧元区银行会将其客户持有的存款转移到没有或更低MRR的国家，并从这些国家开展贷款活动。这将对欧元区的银行业产生巨大影响。

首先，一些实证观点。我们的问题是大规模的替代是否是一个可信的威胁。与欧元区区内相比，银行通常为欧元区外的欧元持有者提供更差的条件。因此，存款不太可能流出欧元区。在欧洲，使用MRR有着悠久的历史。在欧元区成立之前，德国、法国和意大利等几个国家都使用过MRR，有时甚至

<sup>4</sup> 本部分基于De Grauwe和Ji（2024a）。

超过存款的10%。没有发生过如此大规模的银行活动替代。今天，瑞士使用2.5%的MRR（而欧元区使用的是1%），人们仍在等待大规模的替代效应。

其次，每一项法规都会导致试图规避它。这是不实施法规的理由吗？以最低资本比率为例。大多数经济学家都认为，最低资本比率对于维持稳定的银行体系至关重要。但银行家不喜欢最低资本比率，因此他们也试图规避这项规定。这并不意味着我们应该放弃实施最低资本比率。我们应该做的是设计一个监管体系，以最大限度地减少逃税行为。下面是如何做到这一点。

如果在实施两级准备金要求制度后出现这些替代效应，欧洲央行可以通过使用基于资产的准备金要求制度轻松应对这些影响（Schobert – Yu 2014）。这将包括定义银行持有的银行储备金的两个层级。因此，如果A银行的总银行储备金为100，B银行的总银行储备金为200，那么欧洲央行可以告诉这些银行，这些银行储备金中有20%是无息的，而80%是有息的。对于A银行来说，这意味着其100%银行储备金中有20%是无息的，而对于B银行来说，这一比例则为40%。无论将多少存款转移到伦敦或其他地方，都无法帮助这些银行降低其无息的各每月经常性收入（MRR）。需要注意的是，在这个分层系统中，银行不需要持有特定数量的银行储备金。

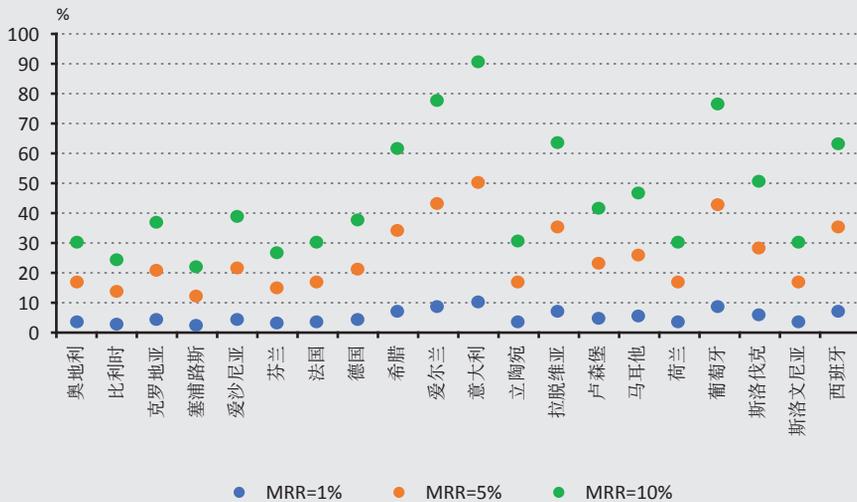
#### 4.2.2. 银行业异质性

一些观察家（Deuber – Zobl 2023；Kwapil 2023；S&P Global 2023）指出，在银行业异质性的环境中使用两级准备金要求体系可能会给一些银行储备相对较低的银行带来流动性问题。这些银行将被迫在银行间市场借入资金以满足最低准备金要求。在这方面，这些观察家指出，意大利银行可能面临流动性困难。

我们认为，在合理的MRR下不会出现系统性问题。我们在图3中展示了证据。该图将最低要求准备金（目前为未偿还存款的1%）表示为银行总准备金的百分比。我们确实观察到欧元区各国银行准备金分布的异质性。如果MRR从1%提高到9%，所有欧元区国家都应该有足够的准备金来满足MRR，同时保留一些超额准备金。

以意大利为例。2023年，这些最低准备金占意大利银行总准备金的10%。如果未偿还存款的MRR提高到5%，这意味着这些最低准备金将占意大利银行总准备金的50.2%。意大利银行仍将拥有49.8%的银行准备金作为超额准备金。因此，我们可以得出结论，只要MRR保持在未偿还存款的9%以下，意大利银行就有足够的准备金来满足这些最低要求。只要整个系统有超额准备金，少数银行借入流动性来满足MRR不会造成系统性问题。

图3：最低法定准备金占总准备金的百分比（2023年8月）



说明：MRR定义为银行发行的存款中必须作为法定准备金在各自中央银行持有的百分比。

来源：欧洲央行，欧元体系的分类财务报表。我们使用2023年8月每个国家银行系统的储备水平作为总储备基础。

但如果事实证明，大量银行（在意大利或其他地方）在满足MRR方面遇到严重的流动性问题，欧洲央行可以根据上一节中定义的资产基础来定义这些MRR。在这种分层的资产基础系统中，银行将被告知以无偿最低储备的形式保留其总银行储备的一定百分比。所有银行都能够满足这样的要求而不会遇到流动性问题。分层的资产基础系统将解决自由和异质性问题。

## 五、重新思考最低储备的作用<sup>5</sup>

如前所述，最低准备金要求在过去是许多工业化国家货币政策的标准工具。这种货币政策工具仍在许多新兴国家使用。然而，在大多数工业化国家，它作为货币政策的积极工具的使用已经停止。

### 5.1. 流动性与盈利能力之间的权衡

人们原本以为，在2008年银行业危机之后，货币当局会采取最低准备金要求作为稳定银行体系的手段。然而，他们并没有这样做。相反，根据巴塞尔协议III，他们引入了一种新的流动性控制手段。一定规模的银行必须遵守“流动性覆盖率”（LCR）（见BIS 2013）。巴塞尔协议III定义了符合流动性资产条件的资产，将其纳入LCR，并称之为“高质量流动性资产”

<sup>5</sup> 本节基于De Grauwe和Ji（2024b）的论述。

(HQLA)。问题是，符合流动性条件的HQLA实在太多了。不仅中央银行的银行准备金符合条件，政府债券甚至某些类型的公司债券也符合条件。<sup>6</sup>

很难理解监管机构是如何设计出这种流动性管理系统的。常识要求他们重新启动唯一可靠的流动性控制工具，即中央银行的准备金要求。他们没有这样做。这似乎是银行想要鱼与熊掌兼得的一个例子，即他们想要流动性并赚取利润。事实上，流动性和盈利之间存在权衡。流动性强的资产没有盈利能力；产生利润的资产流动性不强。

通过向银行储备金支付报酬，央行让银行鱼与熊掌兼得：银行可以持有流动性强的资产，赚取大量利润。央行消除了银行流动性和盈利能力之间的权衡。在欧元区（2023年10月），银行从银行储备金（4%）中获得的收益可能高于从10年期德国政府债券（2.75%）中获得的收益。这是以牺牲纳税人为代价，对银行家的慷慨之举。

## 5.2. 效率与稳定性之间的权衡

央行行长减少使用最低准备金要求很大程度上是自1980年代以来范式转变的结果；这种转变强调使用市场力量，反对政策引起的扭曲。最低准备金要求被视为金融市场中的重要低效率，对资本的最佳配置产生负面影响。它通常被视为一种金融抑制形式，导致浪费性投资，对经济增长产生负面影响（有关这种观点的早期和有影响力的分析（见McKinnon 1970）。这种观点的必然结果是，在真正的自由市场中（只要货币当局保持价格稳定），金融危机风险将很小。

最低准备金要求导致的低效率的成本大小是一个实证问题。<sup>7</sup>对此尚无定论。<sup>8</sup>但显然，金融市场的效率和稳定性之间存在权衡。这种权衡的存在现已在理论和实证上得到牢固证实。一方面，有大量文献记录了金融自由化如何刺激效率和增长（有关理论和实证的验证，见Levine 1997；Beck – Levine 2004；Bekaert等 2005）。另一方面，同样大量的文献表明，金融自由化往往会导致金融市场过度冒险，从而增加危机风险（Stiglitz 2000）。因此，战后时期的大多数银行业危机都发生在金融自由化之后（见Demirgüç-Kunt – Detragiache 1999；Kroszner等 2007和Arregui等 2013）。金融自由化导致效率提高和不稳定性增加，这一事实导致得出这样的结论：金融自由化导致效率和稳定性之间的权衡。

---

<sup>6</sup> 关于法定准备金是否符合纳入LCR的条件，存在一些讨论。国际清算银行将中央银行储备（包括法定储备）认定为HQLA存量的一级资产，“只要中央银行的政策允许在压力时期动用这些储备”，国际清算银行（2013）。金融危机后的经验表明，中央银行通常允许动用这些储备。法定储备应包括在LCR计算中。

<sup>7</sup> 我们还必须评估这些最低准备金要求扭曲的成本是否被收益所抵消。这些收益是当局可以消除另一个扭曲，即今天给予银行的补贴。

<sup>8</sup> 例如，见Cuaresma等（2019）的研究，他们发现中等水平的准备金要求可能对中长期增长最为有利。

通过放弃使用最低准备金要求，央行也放弃了使用货币政策工具，而货币政策工具的主要目的是稳定银行业，更广泛地说，是稳定商业周期。因此，人们还可以得出结论，在效率和稳定性之间的选择中，央行选择了效率，而牺牲了稳定性。

Kashyap和Stein（2012）在一篇重要论文中指出，最低准备金要求与利率结合使用使得央行能够追求价格稳定和金融稳定两个目标。利率可以朝着实现价格稳定的目标调整，而最低准备金要求则可用于实现金融稳定。当银行进行期限转换（借入短期资金并贷出长期资金）时，它们会承担自身资产负债表的风险。此外，个别银行破产可能导致银行挤兑和系统性风险，这还存在于外部性。个别银行通常不考虑这些外部性。通过使用准备金要求，央行可以迫使银行将这些外部因素内部化。

这也导致人们认为效率和稳定性之间可能并不存在真正的权衡。如果我们把效率的概念扩大到包括风险外部因素，那么处理这些外部因素并从而减少不稳定性也可以被解释为提高金融体系效率的政策。

## 六，结论

量化宽松框架下的政府债券购买计划导致各大央行的运作程序发生根本性变化，目前这些央行的运作方式是银行储备充裕的。这就需要通过提高银行储备报酬率来提高货币市场利率。这反过来又导致央行的利润（甚至更多）大量转移到商业银行。我们认为，这是不可持续的，不仅因为这些转移的规模庞大，还因为央行的利润属于政府，而政府授予央行创造货币基础的垄断权力以及随之而来的利润。我们还认为，没有严肃的经济论据可以解释为什么银行应该获得目前3.5%（欧元区）和5.4%（美国）之间浮动的无风险流动存款利率。

我们表明，目前的银行准备金报酬制度加强了银行的股权地位，从而激励它们增加银行贷款的供应。这降低了货币政策传导的有效性，而货币政策的重点是降低通胀。

我们认为，银行准备金报酬并非不可避免，中央银行目前的运作程序还有其他选择。这种替代方案减少了向私人机构转移利润，使货币政策在抑制通胀方面更加有效。我们建议采用两级最低准备金要求制度。这包括冻结部分现有银行储备金的非计息存款，同时对超过这些最低要求的储备金进行补偿。这实现了两个目标。它大幅减少了中央银行向私人代理机构转移利润的行为，并使中央银行能够维持其当前的操作程序。

我们发现，有公平的论据可以拒绝现行将中央银行利润（甚至更多）转移给商业银行的操作程序。还有一种论据是基于货币政策的有效性。我们认为，目前的操作程序降低了货币政策在对抗通胀方面的有效性，而使用最低（无偿）准备金可以提高这种有效性。

目前各大央行面临的问题，欧洲其他央行也正在经历。我们认为，两级最低准备金要求制度为解决本文讨论的诸多挑战提供了一种替代方案。对于对我们的建议感兴趣的政策制定者来说，认真评估当前银行准备金充裕的制度至关重要，这不仅包括政治经济问题，还包括货币政策的传导机制。需要

更多的实证证据来了解在准备金充裕的环境下，加息对不同市场可能产生的不同影响。此外，我们认为，1970年代和1980年代的经验教训值得借鉴。应该从那段时期进行更多的实证研究，重点关注最低准备金要求政策及其对央行、流动性水平、银行利润和损失以及金融部门稳定性的影响。

## 参考文献

- Angeloni, I. (2023): *Reversing the Great Monetary Expansion*. (《逆转货币大扩张》) *Intereconomics*, 58(3): 142–147. <https://doi.org/10.2478/ie-2023-0029>
- Arregui, M.N. – Benes, M.J. – Krznar, M.I. – Mitra, M.S. – Santos, M.A. (2013): *Evaluating the net benefits of macroprudential policy: A cookbook*. (《评估宏观审慎政策的净收益：指南》) IMF Working Paper 2013/167, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781484335727.001>
- Baker, N. – Rafter, S. (2022): *An International Perspective on Monetary Policy Implementation Systems*. (《货币政策实施体系的国际视角》) Reserve Bank of Australia Bulletin, June 2022, 51–57. <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2022/jun/an-international-perspective-on-monetary-policy-implementation-systems.html>
- Bailey, A. (2024): *The importance of central banks reserves*. (《中央银行储备的重要性》) Lecture in honour of Charles Goodhart. <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2024/may/andrew-bailey-lecture-london-school-of-economics-charles-goodhart>
- BIS (2013): *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*. (《巴塞尔协议三：流动性覆盖率及流动性风险监控工具》) Bank for International Settlement, Basel Committee on Banking Supervision, Basle. <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>
- Beck, T. – Levine, R. (2004): *Stock markets, banks, and growth: Panel evidence*. (《股票市场、银行和增长：小组证据》) *Journal of Banking & Finance*, 28(3): 423–442. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00408-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00408-9)
- Bekaert, G. – Harvey, C.R. – Lundblad, C. (2005): *Does financial liberalization spur growth?* (《金融自由化会刺激增长吗?》) *Journal of Financial Economics*, 77(1): 3–55. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>
- Belhocine, N. – Bahtia, A. – Frie, J. (2023): *Raising Rates with a Large Balance Sheet, The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications*. (《以庞大的资产负债表提高利率、欧元区体系的净收入及其财政影响》) IMF Working Paper 2023/145, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400244643.001>
- Bofinger, P. (2023): *Banken profitieren zu Recht von den steigenden Zinsen*. (《银行理应随利率上升中受益》) Gastkommentar – Homo oeconomicus, Handelsblatt, 2 February. <https://www.handelsblatt.com/meinung/homo-oeconomicus/gastkommentar-homo-oeconomicus-banken-profitieren-zu-recht-von-den-steigenden-zinsen/28959554.html>
- Boucinha, M. – Holton, S. – Tiseno, A. (2017): *Bank equity valuations and credit supply*. (《银行股权估值和信贷供应》) Mimeo, Working Paper, European Central Bank.

- Buetzer, S. (2022): *Advancing the Monetary Policy Toolkit through Outright Transfers*. (《通过直接转移支付推进货币政策工具箱》) IMF Working Paper 2022/87, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400209949.001>
- Buiter, W. (2008): *Can Central Banks Go Broke?* (《中央银行会破产吗?》) CEPR Policy Insights No. 24. <https://cepr.org/publications/policy-insight-24-can-central-banks-go-broke>
- Cuaresma, J.C. – von Schweinitz, G. – Wendt, K. (2019): *On the empirics of reserve requirements and economic growth*. (《存款准备金率与经济增长的实证研究》) Journal of Macroeconomics, 60: 253–274. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2019.03.004>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023a): *Monetary Policies with fewer subsidies for banks: A two-tier system of reserve requirements*. (《减少对银行补贴的货币政策：两级准备金制度》) VoxEU, 13 March. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023b): *Monetary Policies without Giveaways to Banks*. (《不向银行提供优惠的货币政策》) CEPR Discussion Paper No. 18103. <https://cepr.org/publications/dp18103>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2024a): *A two-tier system of reserve requirements to fight inflation more fairly and effectively: Answers to our critics*. (《两级准备金制度可以更公平、更有效地对抗通货膨胀：对批评者的回应》) VoxEU, 12 February. <https://cepr.org/voxeu/columns/two-tier-system-reserve-requirements-fight-inflation-more-fairly-and-effectively>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2024b): *How to conduct monetary policy. The ECB in the past, present and future*. (《如何实施货币政策。欧洲央行的过去、现在和未来》) Journal of International Money and Finance, 143, 103048. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103048>
- Demirgüç-Kunt, A. – Detragiache, E. (1999): *Financial liberalization and financial fragility*. (《金融自由化与金融脆弱性》) Annual World Bank Conference on Development Economics. World Bank Policy Research Working Papers No: 1917. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1917>
- Deuber, G. – Zobl, F. (2023): *ECB Minimum Reserves – 10% or 10% less Government Bonds*. (《欧洲央行最低储备——10%或减少10%的政府债券》) Suerf Policy Brief 741, November. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/ecb-minimum-reserves-10-or-10-less-government-bonds/>
- Diamond, D.W. – Rajan, R.G. (2000): *A Theory of Bank Capital*. (《银行资本理论》) Journal of Finance, 55(6): 2431–2465. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00296>
- Fricke, D. – Greppmair, S. – Paludkiewicz, K. (2023): *Excess Reserves and Monetary Policy Tightening*. (《超额准备金与货币政策紧缩》) Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 05/2024. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4744790>

- Gambacorta, L. – Shin, H.S. (2016): *Why bank capital matters for monetary policy*. (《银行资本为何对货币政策很重要》) BIS Working Papers 558, Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work558.pdf>
- Girotti, M. – Horny, G. (2020): *Bank Equity Value and Loan Supply*. (《银行股权价值和贷款供给》) Banque de France Working Paper No. 767, SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3600868>
- Ihrig, J. – Wolla, S. (2020): *Closing the Monetary Policy Curriculum Gap: A Primer for Educators Making the Transition to Teaching the Fed's Ample-Reserves Framework*. (《缩小货币政策课程差距：为正在转向教授美联储充足准备金框架的教育工作者提供入门读物》) FEDS Notes, Federal Reserve, 23 October. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2754>
- Humann, T. – Michener, K. – Monnet, E. (2023): *Do Disinflation Policies Ravage Central Banks' Finances*. (《通货紧缩政策是否会破坏央行的财政状况》) CEPR Discussion Paper No. 18246. <https://cepr.org/publications/dp18246>
- Kashyap, A. – Stein, J. (2012): *The Optimal Conduct of Monetary Policy with Interest on Reserves*. (《考虑准备金利率的货币政策最优实施》) American Economic Journal: Macroeconomics, 4(1): 266–282. <https://doi.org/10.1257/mac.4.1.266>
- Kroszner, R.S. – Laeven, L. – Klingebiel, D. (2007): *Banking crises, financial dependence, and growth*. (《银行危机、金融依赖和增长》) Journal of Financial Economics, 84(1): 187–228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.001>
- Kwapil, C. (2023): *A two-tier system of reserve requirements by De Grauwe and Ji (2023): A closer look*. (《德格劳韦和纪月梅(2023)的两级准备金要求体系：进一步研究》) SUERF Policy Brief No 702, October. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/a-two-tier-system-of-minimum-reserve-requirements-by-de-grauwe-and-ji-2023-a-closer-look/>
- Levine, R. (1997): *Financial development and economic growth: views and agenda*. (《金融发展与经济增长：观点和议程》) Journal of Economic Literature, 35(2): 688–726. <http://www.jstor.org/stable/2729790>
- McCauley, R. – Pinter, J. (2024): *Unremunerated reserves in the Eurosystem, part 2: Tax incidence and deposit relocation risks*. (《欧洲央行的无偿准备金，第2部分：税收负担和存款迁移风险》) VoxEU.org, 16 January. <https://cepr.org/voxeu/columns/unremunerated-reserves-eurosystem-part-2-tax-incidence-and-deposit-relocation-risks>
- McKinnon, R.I. (1970): *Money and Capital in Economic Development*. (《经济发展中的货币与资本》) Brookings Institution, Washington, DC.
- Schobert, F. – Yu, L. (2014): *The role of reserve requirements: the case of contemporary China and postwar Germany*. (《准备金要求的作用：当代中国和战后德国的案例》) In: Rövekamp, F. – Hilpert, H.G.: Currency Cooperation in East Asia. Springer International Publishing, pp. 143–161. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-03062-3\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-319-03062-3_10)

- Shin, H.S. (2015): *On book equity: why it matters for monetary policy*. (《论账面权益: 为何它对货币政策很重要》) Keynote address. [https://www.bis.org/speeches/presentation\\_150218.pdf](https://www.bis.org/speeches/presentation_150218.pdf)
- Stiglitz, J.E. (2000): *Capital market liberalization, economic growth, and instability*. (《资本市场自由化、经济增长和不稳定性》) *World Development*, 28(6): 1075–1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
- S&P Global (2023): *Eurozone Banks: Higher Reserve Requirements Would Dent Profits And Liquidity*. (《欧元区银行: 提高准备金要求将削弱利润和流动性》) S&P Global, 24 October. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/231024-eurozone-banks-higher-reserve-requirements-would-dent-profits-and-liquidity-12887510>
- Tucker, P. (2023): *Quantitative easing, monetary policy implementation and public finances*. (《量化宽松、货币政策实施与公共财政》) IFS Report 223, Institute of Fiscal Studies. <https://ifs.org.uk/sites/default/files/2022-10/Quantitative-easing-monetary-policy-implementation-and-the-public-finances-Green-Budget-2022.pdf>
- Van den Heuvel, S.J. (2002): *Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?* (《银行资本对货币传导重要吗?》) *FRBNY Economic Policy Review*, 8(1): 259–265. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205vand.pdf>
- Van Lerven, F. – Caddick, D. (2022): *Between a Rock and Hard Place. The Case for a Tiered Reserve Monetary Policy Framework*. (《进退维谷。分层储备货币政策框架的案例》) New Economics Foundation. [https://neweconomics.org/uploads/files/NEF\\_ROCKHARD\\_PLACE\\_20JUN22.pdf](https://neweconomics.org/uploads/files/NEF_ROCKHARD_PLACE_20JUN22.pdf)
- Wellink, N. (2023): *Crises have shaped the European Central Bank*. (《危机塑造了欧洲央行》) *Journal of International Money and Finance*, 138, 102923. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102923>
- Wellink, N. – Marsh, D. (2023): *Euro area central bank losses increase complications for monetary policy*. (《欧元区央行的亏损加剧了货币政策的复杂性》) *OMFIF*, 29 August. <https://www.omfif.org/2023/08/euro-area-central-bank-losses-increase-complications-for-monetary-policy/>
- Whelan, K. (2021): *Are Central Banks Storing Up a Future Fiscal Problem?* (《各国央行是否正在为未来的财政问题做准备?》) *Blog*, 16 July. <https://karlwhelan.com/blog/?p=2087>

## 在货币联盟内部和外部抑制通货膨胀： 维谢格拉德集团四国的案例\*

雷纳·马丁<sup>ID</sup>，纳吉·莫哈奇·比洛什卡<sup>ID</sup>

疫情后通胀飙升考验了世界各地的货币政策框架。这对中东欧的四个维谢格拉德集团国家（V4国家）来说是一个特殊的考验，它提供了一个“自然实验”，以检验两种不同货币制度下的货币政策结果。斯洛伐克的经济特征大致相似，在疫情后通胀来袭之前就已经加入了经济与货币联盟（EMU），而其他三个国家（捷克、匈牙利和波兰）则没有。在两种不同的制度下，V4国家的通胀表现如何？这对仍未加入欧元区的国家采用欧元的成本/收益分析意味着什么？我们发现，在“正常时期”，加入欧元区对小型、开放、一体化经济体的货币主权好处逐渐消失，是有益的，在危机时期尤其有帮助。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E02，E31，E42，E52，E58，F02，F31  
关键词：通货膨胀；货币政策；欧元区；欧洲央行；欧元区；中东欧

### 一，引言

2009年全球金融危机（GFC）之后，欧元区的通胀率非常低，在某些情况下甚至为负值。斯洛伐克在全球金融危机期间加入了欧元区，首先在全球危机的严峻背景下摸索前行，然后又经历了欧元区自身的危机。与欧元区其他成员国一样，斯洛伐克后来进入疫情时期，通胀率是欧洲大陆最低的，当然也是中东欧最低的。

疫情后的通胀时期考验了全球的货币框架，总体结果令人满意。在2022–2023年通胀率大幅飙升之后，大多数发达和新兴市场经济体已将通胀率降至接近其央行目标的水平。然而，各国的经历各不相同。为应对迅速上升的通胀率，早期收紧货币政策允许逐步加息。这可以更早地降低通胀率，及时逆转政策紧缩，更广泛地避免银行和金融稳定面临的风险，并使政策向

---

\*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。

雷纳·马丁（Reiner Martin）：斯洛伐克国家银行的执行局长。电子信箱：  
Reiner.Martin@nbs.sk。

纳吉·莫哈奇·比洛什卡（Nagy Mohácsi Piroska）：伦敦政治经济学院（LSE）客座教授。电子信箱：P.Nagy-Mohacsi@LSE.ac.uk。

我们非常感谢斯洛伐克国家银行经济局同事，特别是Miroslav Gavura、Milan Vaňko和Martin Nevický提供的宝贵意见和评论。

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.23.4.102>

公众的沟通更加清晰。这是大多数新兴市场经济体的做法（Nagy Mohácsi等2024）。相比之下，政策收紧的延迟可能导致通胀在更长时间内处于较高水平，并需要在短时间内大幅加息。这是美国、英国、澳大利亚和欧元区等发达经济体的政策方针。在世界某些地区，这导致金融部门压力，就像2023年3月至4月的美国一样。

对于成熟的欧元区成员国来说，应对疫情后的通胀激增是一种全新的体验，这些成员国已经有一代人没有经历过高通胀了。相比之下，中东欧元区成员国——斯洛文尼亚、斯洛伐克、波罗的海国家和即将加入的克罗地亚——在1990年代从中央计划经济向市场经济过渡的动荡初期确实经历了近期的高通胀。

本文旨在仔细研究中东欧地区近期的高通胀时期，该地区经历了一种“自然实验”，结构相似的国家生活在两种不同的货币制度下：斯洛伐克是欧元区成员国，捷克、匈牙利和波兰是拥有独立货币政策的国家。我们考虑了这一事件如何告诉我们，在中东欧地区仍未加入欧元区的中小型开放经济体中，采用欧元的利弊这一复杂问题。

## 二，文献综述

我们首先从分析欧元采用本身对长期通胀和通胀预期的影响的文献开始。有几项研究事后研究了欧元采用的初始价格效应。这些影响可能来自价格的四舍五入，但往往相当有限，最多相当于价格上涨半个百分点（有关概述，见Pufnik 2017）。然而，消费者可能会认为转换后的价格要高得多，从而导致感知通胀和通胀预期的更强劲上升。

然而，从中长期来看，这些影响并不特别重要。然而，研究欧元采用对长期通胀发展影响的实证研究有限。德莱尔（Dreyer）和施密德（Schmid）（2020）最近发表的一篇基于模型的论文没有发现任何明确证据表明欧元区成员国对通胀产生向上或向下的影响。这类研究相对稀缺可能是由于全球金融危机后欧洲通胀率长期处于极低水平。

谈到2009年采用欧元对斯洛伐克经济发展的长期影响，一些分析研究了加入欧元区的宏观经济影响，但没有一个关注通货膨胀——也许是因为全球金融危机后的通货膨胀率太低了。祖德尔（Žúdel）和梅利奥里斯（Melioris）（2016）使用系统控制组方法估计，到2011年，采用欧元导致实际GDP水平提高10%，尽管其中大部分收益在采用欧元之前已经实现，这至少在一定程度上反映了斯洛伐克长期以来尽快采用欧元的目标。甘内拉（Gunnella）等（2021）设置了一个引力模型来研究采用欧元对贸易的影响。他们发现，在采用欧元的国家中，贸易总额增长了4.3%至6.3%，并且这种贸易创造效应在1999年欧元推出后采用欧元的国家（包括斯洛伐克）最为强烈。布鲁哈（Bruha）和托纳（Tonner）（2018）使用DSGE模型研究了捷克采用欧元可能产生的影响。他们借鉴其他国家的经验来校准他们的模型，认为采用欧元将对宏观经济变量产生积极影响，但代价是名义波动性增加。

与此同时，其他国家的记录表明经济增长结果好坏参半，例如葡萄牙或意大利（Kiss和Marincsák 2020）。所有研究都强调，采用欧元并不能替代持续的结构性改革，而这些改革对于维持或提高竞争力以及长期增长至关重要。

### 三，欧元区 and V4 国家后疫情时代的通货膨胀

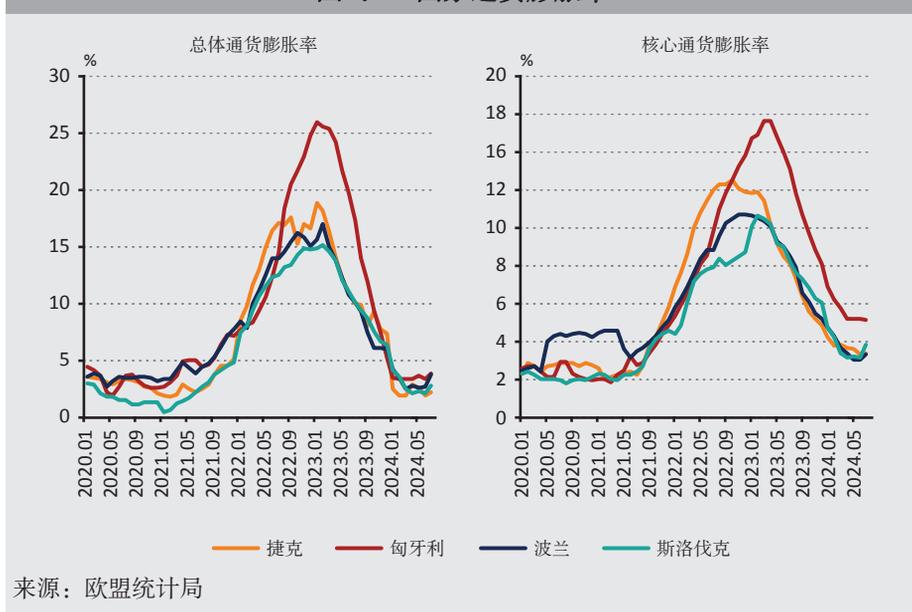
首先需要注意的是，在欧元区内，中东欧国家——爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛、斯洛伐克、斯洛文尼亚和克罗地亚——后疫情时代的通货膨胀率远高于欧元区平均水平。法拉贾达（Falagiarda）（2024）用两个主要因素解释了这一点。首先也是最重要的一点，中东欧国家和欧元区其他国家在经济结构上存在显著差异。这些结构性差异与全球冲击的暴露程度更高有关，例如全球价值链中断和俄罗斯入侵乌克兰的经济后果。此外，中东欧消费篮中的能源和食品份额高于欧元区平均水平，在其他条件相同的情况下，测量和经历的通胀率更高。此外，中东欧经济体更深入地融入了全球供应链，这意味着对供应瓶颈的敏感性更高——就像在疫情后的通胀时期一样。其次，国内需求压力也发挥了一定作用，尽管作用有限。在这方面，法拉吉亚达指出，中东欧欧元区国家的单位利润增幅高于其他地区，这主要是因为竞争较少。更重要的是，中东欧的劳动力市场条件比欧元区其他地区更为紧张。低失业率和大量从中东欧国家向欧盟其他国家移民导致工资大幅增长超过生产率增长——尤其是随着年轻和更有技能的人离开——造成了价格上涨压力。

政策制定者如何应对货币联盟内部的这种差异？由于欧洲央行的货币政策无法对国家间差异作出反应，财政和结构性政策必须承担必要调整的重担。

#### 3.1.V4 国家趋势

2021年秋季，以消费者物价协调指数（HICP）衡量的四个维谢格拉德国家总体通胀率几乎同时开始上升，尽管与斯洛伐克相比，这三个非欧元国家的初始水平较高。匈牙利的通胀率在本期初就已经达到央行通胀目标3%（容差区间为 $\pm 1\%$ ）的最高水平（Cohn-Bech等 2023）。核心通胀率也在2021年秋季开始上升，但波兰除外，该国核心通胀率在2020年春季已经上升（图1）。

图1: V4国家通货膨胀率

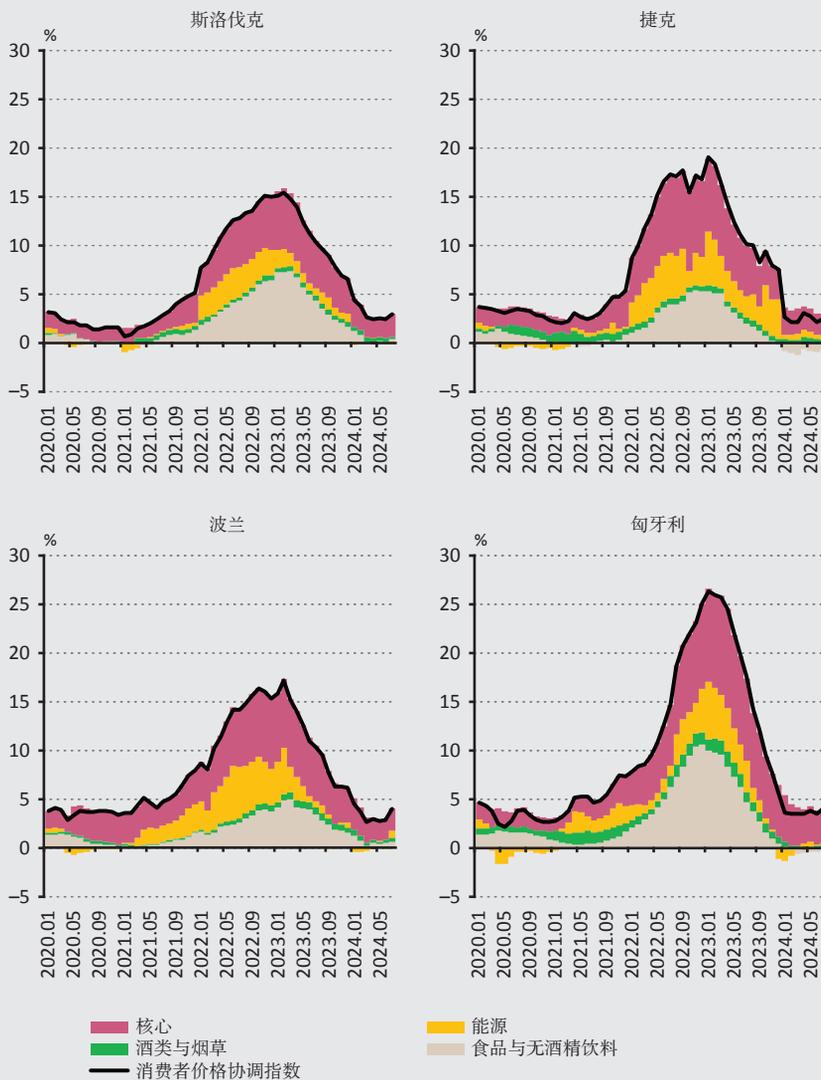


匈牙利在V4国家中经历了最高的总体通胀率，2022年底时超过25%。其他维谢格拉德国家（包括斯洛伐克）的通胀率也达到了15–17%左右，斯洛伐克的价格涨幅仅略低于捷克或波兰。所有这些国家的通胀率都明显高于欧元区2022年秋季略高于10%的峰值。

### 3.2. 通胀成分

每个国家的主要通胀成分是什么？2022年初的能源价格冲击似乎是每个国家通胀的主要驱动因素，尤其是在斯洛伐克和匈牙利（图2）。食品通胀在匈牙利和斯洛伐克发挥了特殊作用，不仅反映了能源价格上涨对农业和食品加工行业的影响，还反映了干旱影响和不利的天气条件。匈牙利包括所有非能源非食品项目的核心通胀率尤其高，与其最高的总体通胀率一致，但捷克和波兰的核心通胀率也有所上升，斯洛伐克的通胀率也有所上升，但幅度较小。

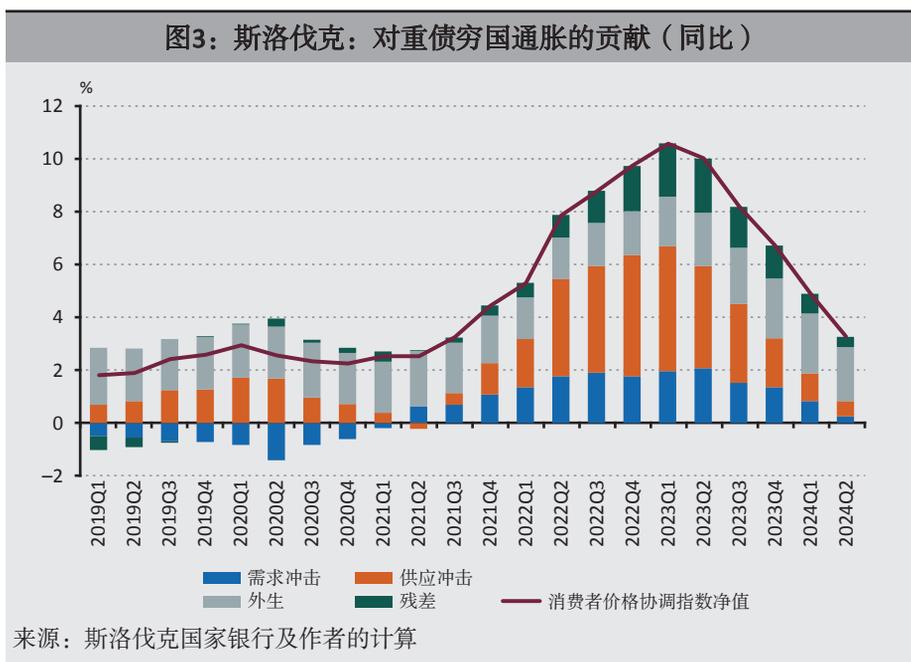
图2：V4国家通胀成分



来源：斯洛伐克国家银行及作者的计算

### 3.3. 分解供需冲击——“完美风暴”

我们以斯洛伐克为重点，计算了需求和供应冲击对总体CPI通胀的贡献（图3）。在2020-2023年期间，我们目睹了一场“完美风暴”。新冠疫情最初抑制了需求，并通过多种方式限制了供应，例如封锁、隔离和社交疏离措施。这导致全球供应链中断，中东欧的全球一体化市场对此尤为敏感。出现了短缺，在市场经济体中，这可能是价格上涨的前兆。从2020年春季开始实施的财政措施，以支持家庭和企业，增加了需求压力，加剧了供需不平衡。随着疫苗接种的广泛普及，社交疏离得到遏制，供应限制得到缓解。但在俄罗斯入侵乌克兰后不久，另一场负面（能源）供应冲击袭击了经济，加剧了持续的疫情措施和为缓冲能源价格大幅上涨而采取的新支出带来的剩余正需求冲击。



## 四，政策回应

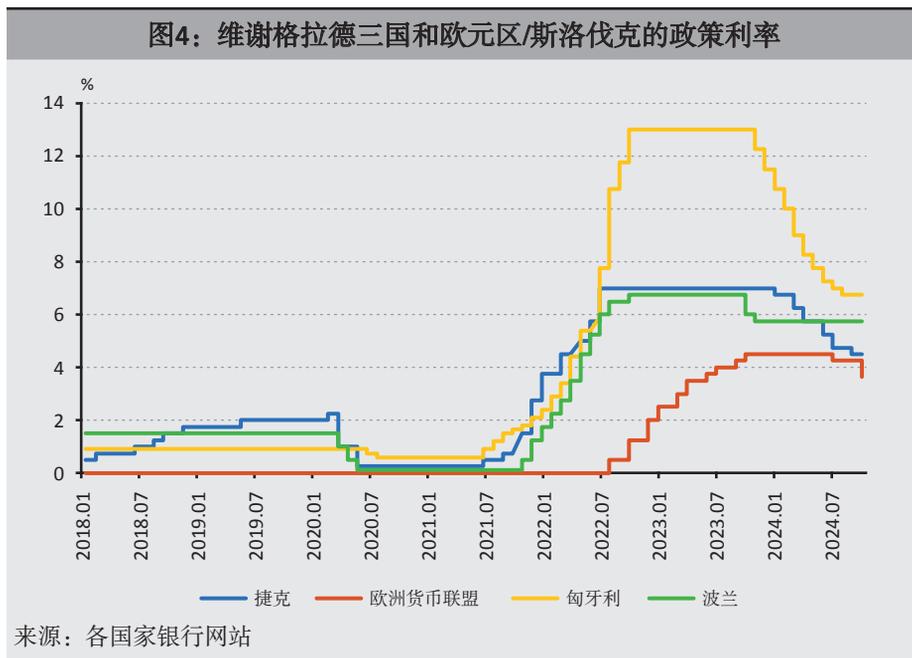
### 4.1. 货币政策

三个非欧元区中东欧国家的货币政策对通胀压力的反应早于欧元区成员国斯洛伐克（相差长达一年）（图4）。如前所述，这与全球观察到的趋势一致，即新兴市场央行对通胀上升的反应速度快于发达国家央行，这得益于包括中东欧地区在内的货币政策框架的改善（Nagy Mohácsi等 2024年；Balogh等 2024）。

三个非欧元区国家的利率上升到比欧元区/斯洛伐克高得多的水平。鉴于其创纪录的通胀水平，匈牙利的利率涨幅最大。然而，所有V4国家以及欧元区、美国和英国的实际利率在一段时间内都保持负值。

捷克和波兰的通胀率与斯洛伐克相似，但斯洛伐克的名义利率较低，导致实际利率在一段时间内出现更深的负值。原则上，这可能导致债务实际价值下降，从而带来更加乐观的国内环境。

图4：维谢格拉德三国和欧元区/斯洛伐克的政策利率



斯洛伐克是否因为欧洲央行较晚且较为温和的货币政策紧缩而遭受通胀打击？欧洲央行的货币政策是否导致斯洛伐克相对于其他V4国家产生额外的需求压力？通胀表现似乎并未表明这一点。斯洛伐克的通胀开始下降的时间大致与其他V4国家（匈牙利除外）相同，证实了通胀的大部分是由供应冲击驱动的这一发现。这也可能意味着欧元区/斯洛伐克的通胀预期比其他国家更为稳定<sup>1</sup>。欧元区货币政策反应迟缓且幅度较小，足以使通胀率与其他V4国家大致相同时下降。共同货币政策似乎并没有通过产生额外的价格压力或延长高通胀期来惩罚斯洛伐克。

V4国家中的货币传导机制如何运作？利率上涨以多快、多大程度传导至商品、服务和资产价格，它们是否影响了金融和需求状况？

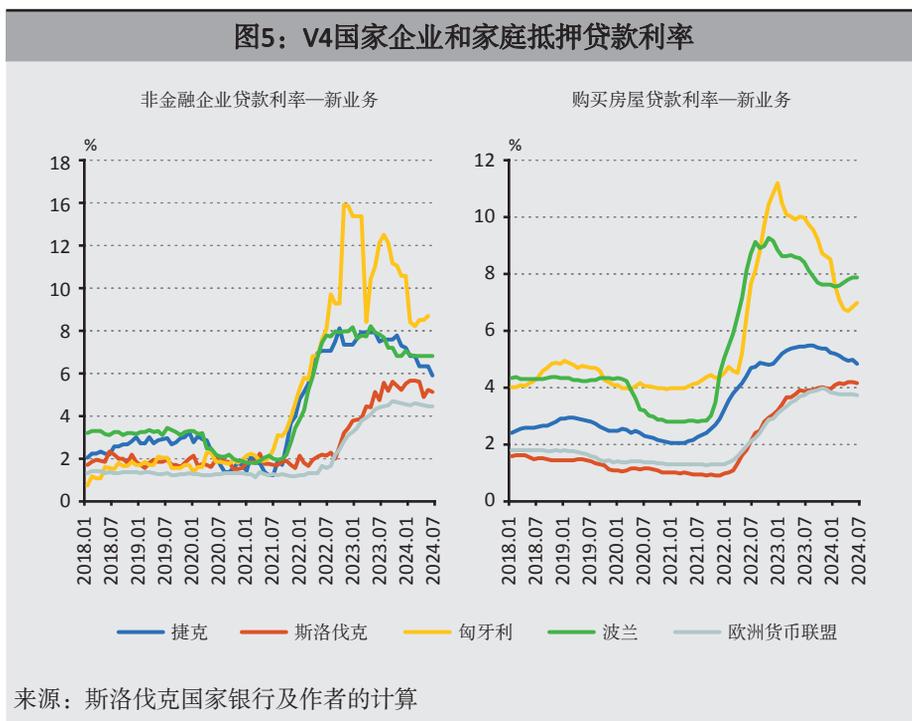
国际货币基金组织2024年4月的《欧洲区域展望》发现，中东欧和东南欧的金融状况指数（包括企业和主权利差、利率、信贷增长、股票和房价回报等一系列金融变量）显示，2021年之前的金融状况比欧洲其他地区更为

<sup>1</sup>需要更多的计量经济学工作来验证这一点。

紧张，但随后，尽管该地区的货币政策紧缩措施开始得早，但直到2023年中期，金融状况才更快、更深地放松。这种令人费解的行为可能表明该地区的传导机制较弱和/或现有的高国内流动性（IMF 2024）。

这背后可能有几个因素。与世界其他地方类似，银行几乎立即将政策利率的上涨传导至贷款利率（图5），但存款利率的情况略有滞后。这抑制了银行贷款，尤其是抵押贷款，同时提高了银行利润。随着财政融资需求的增加，家庭对延迟的存款利率上调做出了反应，转而购买定期存款和国库券，捷克除外（见下文）。鉴于由于疫情相关政策和不断增长的财政融资需求，储蓄利率已经相对较高，有限的存款利率传导并未阻碍需求。还要注意的，例如在匈牙利，储蓄在较长时间内保持高位，类似于英国等在严重的生活成本危机和其他不确定性之后不确定性较高的其他国家（Greene 2024）。限制价格上涨以保护消费者的财政政策可能也削弱了货币传导机制的有效性。

图5：V4国家企业和家庭抵押贷款利率



## 4.2. 汇率影响和欧洲央行外汇掉期和回购<sup>2</sup>

货币发展也影响了通胀路径。欧元区以外的三个维谢格拉德国家货币对欧元（以及美元）波动较大，但捷克的波动较小。匈牙利福林和波兰兹罗提（程度较小）在2020年3月疫情开始时对欧元贬值，在俄罗斯入侵乌克兰后再次贬值，导致价格上涨（图6）。

然而，必须强调的是，如果没有欧洲央行在市场压力最大时（例如2020年3月至4月）的外汇掉期和回购操作，波兰和匈牙利（以及其他几个中东欧和东南欧国家）的货币贬值幅度可能会更高。在此压力期间，欧洲央行为克罗地亚（当时仍未加入欧元区，但几乎加入欧元区）和保加利亚（自1997年以来与欧元建立了事实上的ERM II固定汇率安排）以及波兰和罗马尼亚提供了货币掉期——接受这些国家的本币资产。匈牙利获得了外汇回购操作，将以欧元为主的长期资产交出，以换取短期流动性欧元资产。阿尔巴尼亚和北马其顿等几个非欧盟国家获得了与匈牙利类似的支持。所有这些都有所帮助，尽管对于受益国来说，掉期显然比回购要好得多。各国提供掉期或回购操作的标准似乎非常不同<sup>3</sup>。

作为欧元区成员国，斯洛伐克不必担心对欧元的汇率波动、货币互换等问题。采用欧元并得到欧洲央行庞大资产负债表的支持，使得V4国家等小型开放经济体的危机管理变得无比容易。

图6：货币对欧元的走势

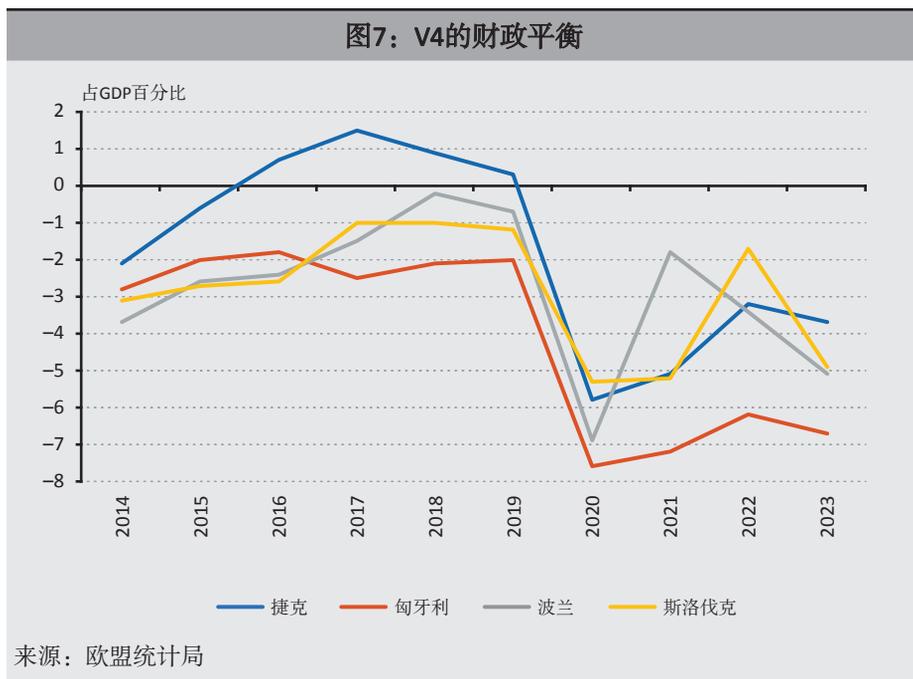


<sup>2</sup> 有关欧洲央行货币掉期和回购操作动机的总结，见帕内塔（Panetta）和施纳贝尔（Schnabel）（2020）。

<sup>3</sup> 有关欧洲央行货币互换高实用性的评估，请参阅克罗地亚国家银行行长武伊契奇（Vujčić）（2020）。

### 4.3. 财政政策的作用

财政政策以两种重要方式影响了疫情后的通胀飙升：（1）通过扩张性财政政策，首先是与疫情期间对家庭和企业的扶持，然后在俄罗斯入侵乌克兰后能源价格飙升后通过能源补贴（图7）；（2）通过“为家庭和企业提供庇护”，使其免受货币政策行动的影响，例如以某些活动或借款人的利率上限的形式。

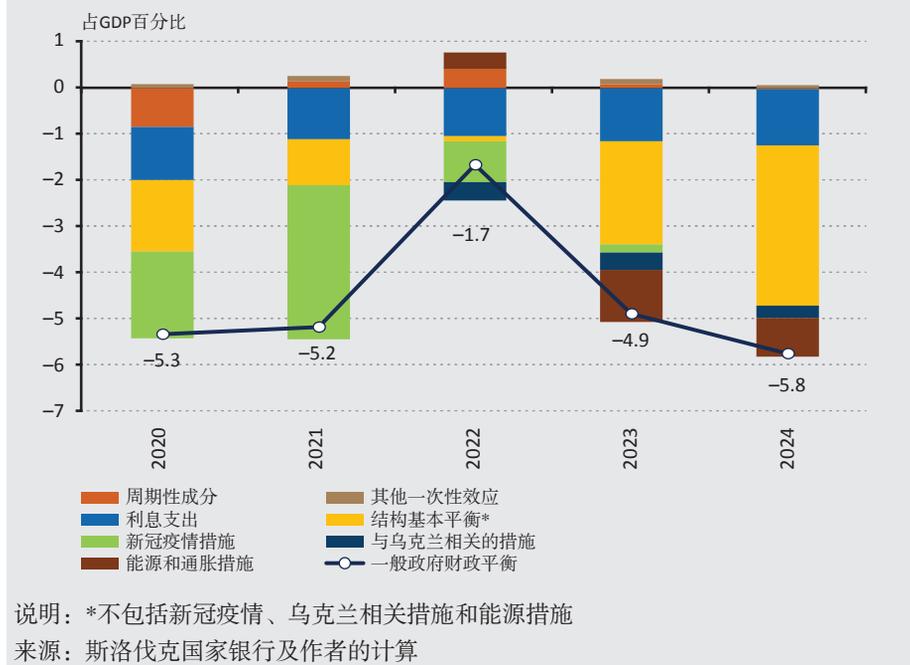


V4国家在疫情期间财政状况大致平衡/赤字较小。疫情危机管理措施导致该地区2020-2021年的财政赤字增加，除捷克外，赤字持续到2024年，因为随后采取措施保护家庭和某些行业免受能源价格飙升和通胀的影响。

让我们更详细地研究一下斯洛伐克的财政记录。自2020年以来，斯洛伐克的财政赤字一直居高不下（2022年除外）。如图8所示，2020-2021年的疫情措施是在通货膨胀率（仍然）相对较低的时候采取的。由于通货膨胀率上升，社会福利支出增加、直接能源支持措施、新的社会措施和利息成本上升，2023-2024年赤字大幅增加。

在波兰，2022年初推出的“反通胀盾牌”措施——降低一系列食品和服务项目的增值税和消费税——估计已暂时抑制了一年的通货膨胀率，约为4个百分点（IMF 2023）。在匈牙利，限制公用事业和能源价格上涨以及相关的公开和事实上的补贴也很重要。例如，政府特别引入了利率上涨上限（“利率帽子”），削弱了政策利率上涨对价格的传导；它还在各种政府计划下提供低于市场利率的贷款（Coen-Bech等 2023）。唯一的例外是捷克

图8：斯洛伐克财政平衡分解



共和国，该国在2022-2024年进行了重大财政整顿，支持了通胀降低，但也导致国内需求和增长疲软。然而，公共债务水平仍然在V4中可控，特别是在捷克共和国和波兰（分别占GDP的44%和略高于50%）。

#### 4.4. 政策组合

完整的宏观政策评估需要同时分析货币、财政以及宏观审慎（金融稳定）政策<sup>4</sup>，重点关注政策相互作用和动态。自全球金融危机以来，我们可以区分出三个主要时期：

- 在全球金融危机之后，财政和货币政策（量化宽松政策的重新实施）是反周期的，而宏观审慎政策则必须收紧，以应对之前导致全球金融危机的过度信贷增长（以及其他因素）。
- 相比之下，在疫情期间，面对前所未有的健康和宏观经济风险，政策组合的所有三个要素都是高度反周期的，而且力度巨大。这种协调一致的政策放松措施奏效了，尽管可能实施的时间比必要的时间长，

<sup>4</sup> 2008/2009年全球金融危机后，宏观审慎政策得到了升级，并更加融入了现代政策组合。埃勒（Eller）等（2020）分析了1997年至2018年中东欧-东南欧地区的宏观审慎政策。他们发现，一些国家在全球金融危机之前已经广泛使用了宏观审慎政策；之后，所有国家都广泛使用了宏观审慎政策，建立了资本和流动性缓冲以及更好的程序，共同收紧了信贷分配。在包括大流行时期的更新中（Eller等 2021），他们证实了对放松宏观审慎工具的强烈依赖，以应对大流行的影响。随着大流行的消退，这些政策逐渐被淘汰。

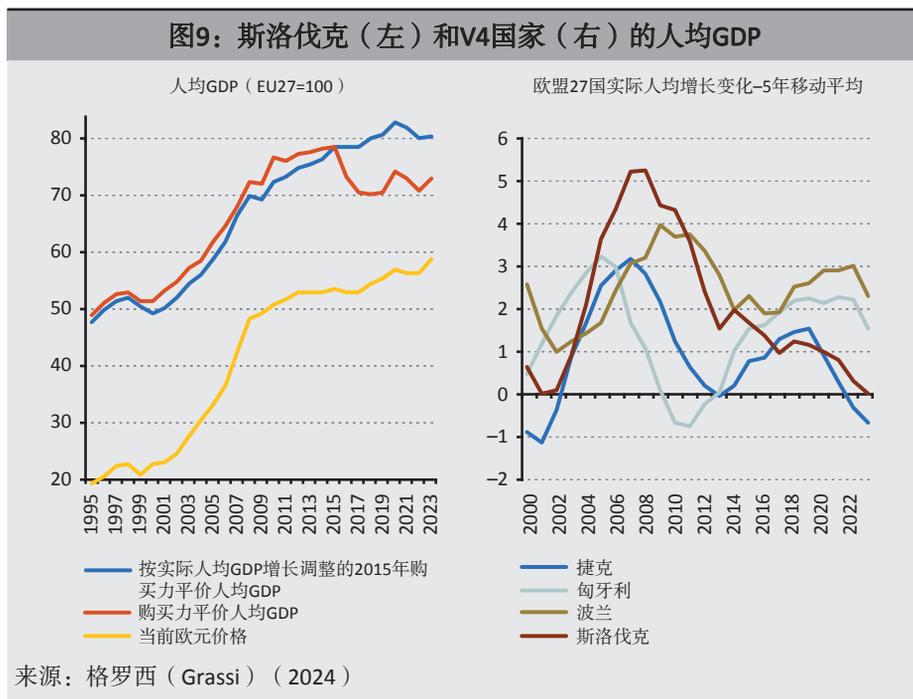
增加了全球通胀压力。随后俄罗斯对乌克兰的战争和新出现的地缘政治风险带来的冲击再次迫使央行放松一些财政政策。

- 随着疫情后通胀的来袭，央行不得不收紧货币政策，更宽松的财政政策使央行的抗通胀任务变得更加困难。这意味着，货币政策收紧必须持续更长时间/利率必须高于没有扩张性财政政策时的水平。此外，一些财政措施（如利率上限）专门针对货币政策，降低了货币政策的有效性，需要更长时间地提高利率，并使政策沟通更加困难。

#### 4.5. 增长如何？

自2004年加入欧盟以来，V4国家作为一个整体在趋同方面取得了显著进展<sup>5</sup>。最近在欧盟加入20周年前后进行的研究发现，2004年加入的最初八个成员国的增长表现中存在显著的“欧盟加入红利”。欧洲复兴开发银行（2024）发现，与德国相比，这组国家的人均收入趋同了24%，其中14%是“欧盟加入红利”，这导致GDP和实际收入增长更快。格罗西（Grassi）（2024）同样发现这组国家有显著的“欧盟红利”。

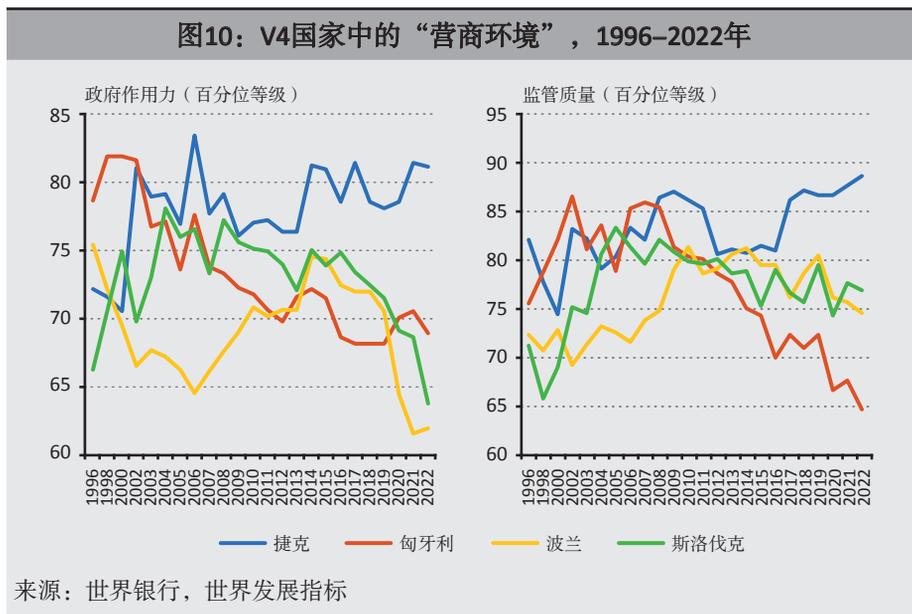
然而，在V4中，我们观察到一些国家在增长表现和趋同方面的差异。斯洛伐克的趋同似乎已停滞，可能与捷克一样，尽管其他V4国家的趋同也放缓了（图9）。



<sup>5</sup> 罗马尼亚和保加利亚稍晚于2007年加入，克罗地亚于2013年加入。

分析这一趋势背后的原因超出了本研究的范围。可以说，在过去十年左右的时间里，V4国家的生产力增长有所下降（尽管这是一个更普遍的现象）。与此同时，例如，斯洛伐克的公共投资“持平”，因为欧盟资金倾向于替代而不是增加国家公共投资。在波兰和匈牙利，公共投资也有所下降，有时由于治理合规问题，无法获得欧盟资金。除捷克外，政府效率方面的商业环境以及某种程度上的监管质量可能也在所有V4国家中发挥了作用（图10）。

图10：V4国家中的“营商环境”，1996–2022年



随着主权货币政策的退出，欧元区成员国对国家财政政策和结构监管改革的责任更大。对于较小的经济体来说更是如此，它们通常受益于较低的利率和比欧元区以外的更充裕的流动性。欧元区成员国如何处理这个问题，很大程度上取决于成员国本身。一些国家采取了积极主动的作用，以加速结构改革并投资于人力资本，例如芬兰和爱尔兰。其他国家对改革采取了更自满的态度，葡萄牙可能就是这种情况，自加入欧盟以来，葡萄牙的融合一直停滞不前并出现逆转（de Souza 2024），等等。最重要的教训是避免自满，充分利用现有资金，用于提高生产力的人力 and 物质资本投资以及在更有利于商业的环境中进行创新。

## 五、总结和结论性想法

我们分析了维谢格拉德集团四个国家最近的疫情后通胀时期。鉴于它们相似的经济结构和背景，两种不同制度下的通胀飙升——斯洛伐克在欧元区共同货币政策框架内，其他三个国家在欧元区之外——可以看作是一项“自然实验”，用于测试共同货币政策对小型开放经济体的影响，而不是独立的货币和汇率政策。

我们的发现如下：

- 斯洛伐克于2009年采用欧元，在采用欧元后通胀并没有上升（与其他国家类似），并在疫情和疫情后通胀飙升中以V4中最低的通胀率进入。
- 独立的货币政策似乎并没有增加V4国家在欧元区之外应对通胀压力的货币政策有效性。这与研究结果一致，研究表明，小型开放经济体在面对美联储和欧洲央行等系统性全球央行决策的影响时，实际上并没有多少货币主权（Rey 2015）。
- 非欧元区维谢格拉德集团国家的央行开始对快速上升的通胀作出反应，比欧洲央行早了一年。为了应对高得多的通胀率，尤其是在俄罗斯入侵乌克兰之后，他们还将政策利率提高到了高于欧洲央行的水平。波兰和匈牙利的货币在疫情最严重时以及俄罗斯入侵后贬值。但这似乎并没有对经济增长产生实质性帮助，反而可能对通胀产生了负面影响。相比之下，鉴于欧洲央行的机构信誉和规模大得多的资产负债表，欧元区内的通胀预期似乎得到了更好的稳定。
- 欧元区内的较小开放经济体的危机管理比单一经济体要好得多，也容易得多，这在全球金融危机期间已经得到证实，在疫情期间更是如此。

V4国家应对疫情后通胀飙升对加入欧元区意味着什么？除了各国需要在趋同标准方面为采用欧元区做好准备之外，我们认为结论相当明确。对于小型、开放、高度一体化的经济体来说，事实上的货币主权相当有限。相比之下，加入一个非常大的货币联盟，涵盖主要贸易伙伴，并受益于欧洲央行的信誉和（如果需要）危机管理能力，即使在通胀受到非常大的多重供给侧冲击的情况下，也能带来明显的好处。

## 参考文献

- 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以及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>
- Bruha, J. – Tonner, J. (2018): *Independent Monetary Policy Versus a Common Currency: A Macroeconomic Analysis for the Czech Republic Through the Lens of an Applied DSGE Model*. (《独立货币政策与共同货币：通过应用DSGE模型对捷克共和国进行宏观经济分析》) *CNB Working Paper 19/2018*, Czech National Bank. [www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/.galleries/research\\_publications/cnb\\_wp/cnbwp\\_2018\\_19.pdf](http://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/.galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2018_19.pdf)
- Cohn-Bech, E. – Foda, K. – Roitman, A. (2023): *Drivers of Inflation: Hungary*. (《通货膨胀的驱动因素：匈牙利》) *Selected Issues Paper No. 2023/004*, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/selected-issues-papers/Issues/2023/02/27/Drivers-of-Inflation-Hungary-530224>

- De Souza, L.V. (2024): *Unhappy Anniversary: Missed opportunities for growth and convergence in Portugal*. (《不愉快的周年纪念：葡萄牙错失增长和融合的机会》) CEPR VoxEU, 11 March. <https://cepr.org/voxeu/columns/unhappy-anniversary-missed-opportunities-growth-and-convergence-portugal>
- Dreyer, J.K. – Schmid, P.A. (2020): *Inflation and Euro Membership*. (《通货膨胀和欧元成员国身份》) *Journal of Economic Integration*, 35(2): 264–281. <https://doi.org/10.11130/jei.2020.35.2.264>
- EBRD (2024): *Regional Economic Prospects (May 2024)*. (《区域经济展望》(2024年5月)) European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). <https://www.ebrd.com/rep-may-2024.pdf>
- Eller, M. – Martin, R. – Schubert, H. – Vashold, L. (2020): *Macroprudential Policies in CESEE – an intensity-adjusted approach*. (《中东欧和东南欧的宏观审慎政策——一种强度调整方法》) *Focus on European Economic Integration*, Q2/20: 65–81. [https://www.oenb.at/dam/jcr:35584f83-a9a2-4608-818e-21953e8ff583/04\\_PB\\_feei\\_Q220\\_screen\\_Macroprudential%20policies%20in%20CESEE\\_korr.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:35584f83-a9a2-4608-818e-21953e8ff583/04_PB_feei_Q220_screen_Macroprudential%20policies%20in%20CESEE_korr.pdf)
- Eller, M. – Martin, R. – Vashold, L. (2021): *CESEE's macroprudential policy response in the wake of the COVID-19 crisis*. (《中东欧和东南欧在新冠疫情危机后采取的宏观审慎政策应对措施》) *Focus on European Economic Integration*, Q1/21: 55–69. [https://www.oenb.at/dam/jcr:a39f859c-7c91-4590-b94c-57cafddae8ef/04\\_feei\\_q1-21\\_cesees-macroprudential-policy-response-in-the-wake-of-the-covid-19-crisis.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:a39f859c-7c91-4590-b94c-57cafddae8ef/04_feei_q1-21_cesees-macroprudential-policy-response-in-the-wake-of-the-covid-19-crisis.pdf)
- Falagiarda, M. (2024): *Inflation in the eastern euro area: reasons and risks*. (《东欧元区的通货膨胀：原因和风险》) *ECB Blog*, 10 January. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240110~4901f29da7.en.html>
- Grassi, B., (2024): *The EU Miracle: When 75 Million Reach High Income*. (《欧盟奇迹：当7500万人达到高收入水平时》) CEPR Discussion Paper No. 19114. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp19114>
- Greene, M. (2024): *Who is buying? Outlook for consumption in a rate cutting cycle*. (《谁在买入？降息周期中的消费前景》) *Speech*, The North East Chambers of Commerce, Newcastle, 25 September. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2024/september/whos-buying-speech-by-megan-greene.pdf>
- Gunnella, V. – Lebastard, L. – Lopez-Garcia, P. – Serafini, R. – Mattioli, A. (2021): *The Impact of the Euro on Trade: Two Decades into Monetary Union*. (《欧元对贸易的影响：货币联盟二十年》) *ECB Occasional Paper No. 2021/283*, European Central Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3941630>
- IMF (2023): *Republic of Poland: 2023 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report*. (《波兰共和国：2023年第四条磋商新闻稿；以及工作人员报告》) *European Department, International Monetary Fund*. <https://doi.org/10.5089/9798400244216.002>

- IMF (2024): *Regional Economic Outlook for Europe: Soft Landing in Crosswinds for a Lasting Recovery*. (《欧洲区域经济展望：逆风中软着陆，实现持久复苏》) International Monetary Fund, 19 April. <https://doi.org/10.5089/9798400272363.086>
- Kiss, K. – Marincsák, K.Á. (2020): *The experiences of the new accession countries: the pros and cons*. (《新加入国家的经验：优点和缺点》) In: Virág, B. (ed.) *Long-term sustainability and the euro*. (《长期可持续性和欧元》) Magyar Nemzeti Bank, pp. 193–233. <https://www.mnb.hu/letoltes/longtermsustainabilityandtheeuro-1.pdf>
- Nagy Mohácsi, P. – Evdokimova, T. – Ponomarenko, O. – Ribakova, E. (2024): *Emerging Market Central Banking and Communication – The Great Catchup*. (《新兴市场中央银行和通信——大追赶》) *Financial and Economic Review*, 23(1): 29–49. <https://doi.org/10.33893/FER.23.1.29>
- Panetta, F. – Schnabel, I. (2020): *The provision of euro liquidity through the ECB's swap and repo operations*. (《通过欧洲央行的掉期和回购操作提供欧元流动性》) ECB Blog, 19 August. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200819~0d1d04504a.en.html>
- Pufnik, A. (2017): *Effects of the Adoption of the Euro on Consumer Prices and Inflation Perceptions: An Overview of Experiences and Assessment of the Possible Impact in Croatia*. (《采用欧元对消费者价格和通胀认知的影响：克罗地亚经验概述及可能产生的影响评估》) *Surveys S-27*, Croatian National Bank, November. [www.hnb.hr/repec/hnb/survey/pdf/s-027.pdf](http://www.hnb.hr/repec/hnb/survey/pdf/s-027.pdf)
- Rey, H. (2015): *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. (《两难困境而非三难困境：全球金融周期和货币政策独立性》) NBER Working Paper No. 21162. <https://doi.org/10.3386/w21162>
- Vujčić, B. (2020): *COVID-19: Impact on the Economy and Central Bank Policies*. (《新冠疫情：对经济和央行政策的影响》) *Governors' Panel* (October 2020). [https://www.bankofalbania.org/plugins/pdfjs/1.5.188/web/viewer.html?file=https%3A%2F%2Fwww.bankofalbania.org%2Frc%2Fdoc%2FLIBRI\\_KONF\\_2020\\_ENG\\_20686.pdf](https://www.bankofalbania.org/plugins/pdfjs/1.5.188/web/viewer.html?file=https%3A%2F%2Fwww.bankofalbania.org%2Frc%2Fdoc%2FLIBRI_KONF_2020_ENG_20686.pdf)
- Žúdel, B. – Melioris, L. (2016): *Five years in a balloon: Estimating the effects of euro adoption in Slovakia using the synthetic control method*. (《气球上的五年：使用综合控制方法评估斯洛伐克采用欧元的影响》) OECD Economics Department Working Paper No. 1317, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/5jlv236zqj7b-en>

## 货币政治制度决策对中东欧国家趋同的影响\*

萨巴里·久尔吉<sup>id</sup>，沃纳克·鲍拉日<sup>id</sup>

在我们的研究中，我们研究了货币政治制度决策在11个前社会主义东欧中欧欧盟成员国在制度变革后的三十年里名义和实际趋同中的作用。借助我们的实证模型，我们估计了从根本上决定货币政策框架的四个因素（汇率制度、央行独立性、通胀目标制、欧元的引入）对通胀和实体经济增长的影响。根据我们最重要的结果，近几十年来追赶的速度在很小程度上取决于汇率制度的选择以及可能引入欧元或通胀目标制，而不是取决于央行独立性的建立。后者将通货膨胀率降低了大约5个百分点，同时导致实际GDP增长了大约2个百分点。这表明央行的独立性显著提高了货币政策的可信度和可预测性，而单个货币制度的成功很大程度上取决于此。

《经济文献杂志》（JEL）编码：C33，E42，E65，O43  
关键词：货币政策；趋同；制度；通货膨胀；经济增长

### 一，引言

我们对中欧和东欧11个前社会主义欧盟成员国（保加利亚、捷克、爱沙尼亚、克罗地亚、波兰、拉脱维亚、立陶宛、匈牙利、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚）的研究考察了制度变迁后，货币政治制度决策对名义经济和实际经济追赶产生了什么样的影响。四十多年来，这些国家在苏联经济体系的基础上运作，国家主导经济并决定投资、生产、价格和贸易。市场只在经济中被允许的极小的部分中运作。社会主义国家之间基本上是相互贸易，对外贸易受到严重限制。

这一切在1990年代初突然发生了变化，这些国家重新获得了主权，并立即发现自己面临着巨大的经济困难，因为苏联和经互会市场的解体带来了GDP的萎缩，而物价自由化导致了通货膨胀的加剧。这些过程在所有受调查的国家都可以观察到，尽管程度不同。

各国公布的政策都是要尽快赶上发达国家的水平。这也是他们在恢复主权后，基于市场改革和资本主义的建立而最重要的希望和期望。各国政府必须在选择有效支持追赶的经济政治制度体系方面做出重要决策。

---

\*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。

萨巴里·久尔吉（Szapáry György）：匈牙利国家银行首席行长顾问，布达佩斯城市大学客座教授。电子信箱：szaparygy@mnbb.hu。

沃纳克·鲍拉日（Vonnák Balázs）：匈牙利国家银行经济顾问，布达佩斯城市大学客座教授。电子信箱：vonnakb@mnbb.hu。

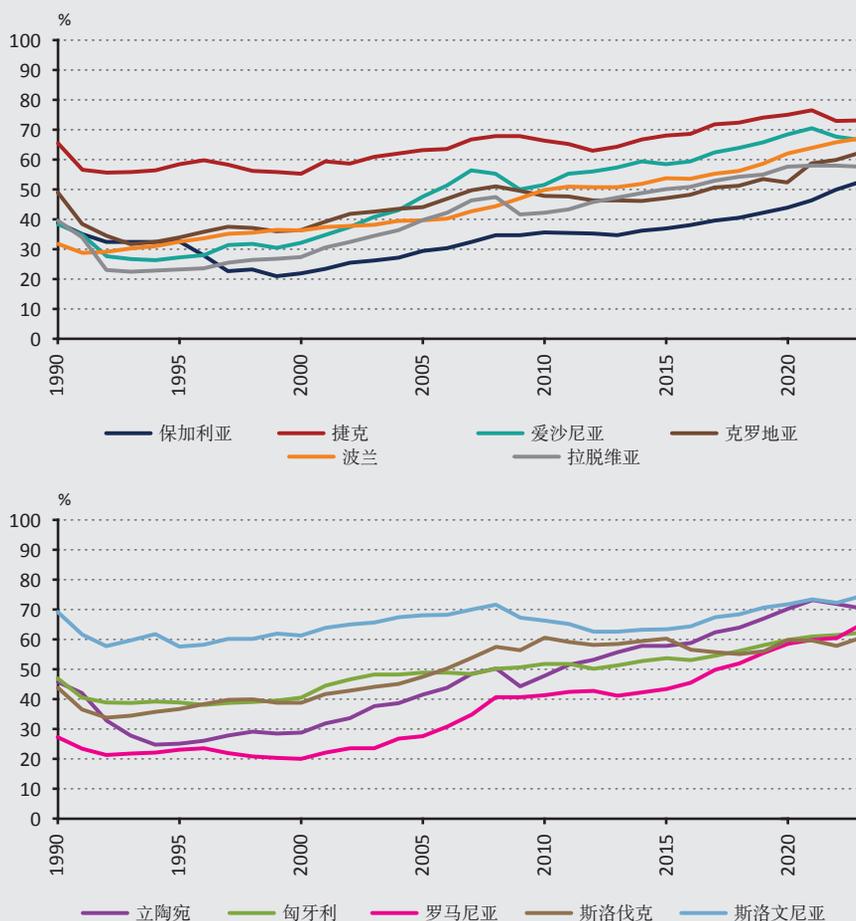
作者感谢匈牙利国家银行同事Felek Benedek、Kirtág Dorina、Nagy Olivér和Simon Zoltán在撰写本文中提供的帮助。作者感谢两位不署名的编校人员的大力协助。

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.23.4.120>

值得注意的是, 尽管一些前社会主义国家在1980年代就已经开始了有限的市场改革, 但当时的决策者对上述机构的运作了解有限, 实践经验更少, 例如匈牙利和南斯拉夫。1990年代初, 制度决策往往是根据外部建议做出的, 例如汇率制度的选择。外部顾问通常是国际货币基金组织、世界银行和欧盟。加入欧盟的准备本身在所审查的机构决策的演变中发挥了决定性作用。

毫无疑问, 政治变革以来, 所有前社会主义国家都走上了实际和名义上的赶超之路, 这是很自然的, 因为它们的发展水平远低于西欧发达国家。与奥地利相比, 实体经济的追赶可以通过人均国内生产总值的发展来体现(图1)。

图1: 与奥地利相比人均国内生产总值的发展



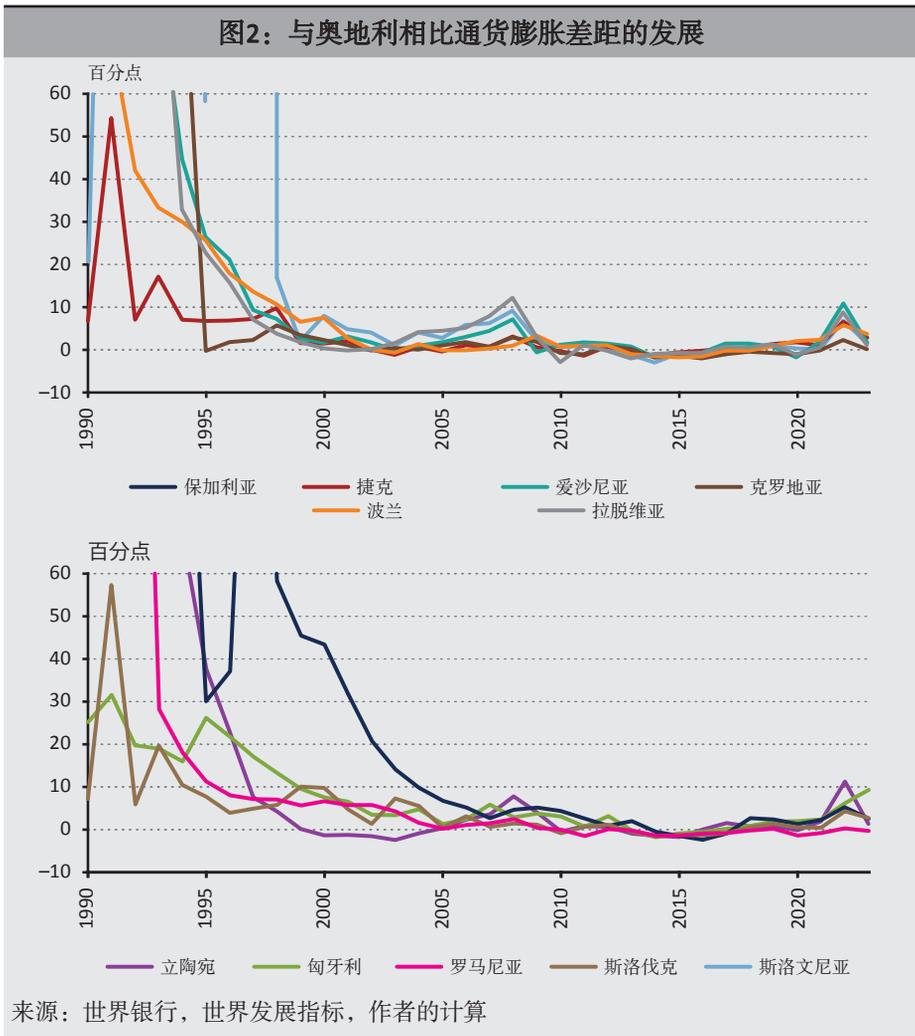
说明: 基于以美元计算的人均GDP数据

来源: 世界银行, 世界发展指标, 作者的计算

所有研究国家的GDP在政权更迭后的几年里都出现了下降，主要原因是苏联解体、出口市场丧失以及从苏联进口的石油和天然气价格上涨。几年后，随着前社会主义国家向市场经济转型，它们都开始迎头赶上，但也存在差异。斯洛文尼亚的人均GDP最高（1990年为奥地利的69%），虽然追赶速度较慢，但到2022年仍是该领域最好的国家（75%）。相比之下，罗马尼亚的追赶非常显著，1990年至2023年间，其人均GDP比奥地利从27%增长到65%。多年来，水平差异大幅下降，从42个百分点降至22个百分点，指标在60%至75%之间，保加利亚和拉脱维亚除外。

图2显示了各国通货膨胀与奥地利通货膨胀的偏差。可以看出，1990年代，受调查国家之间的通货膨胀无论是在水平还是动态方面都存在很大差异。某些国家的起步水平非常高，然后经历了快速下降。另一方面，其他国家的通胀率在削减之前就最初的水平上升到了更高的水平。除罗马尼亚

图2：与奥地利相比通货膨胀差距的发展



外，可以说到2000年代初，名义上已经或多或少地趋同，并且所考察国家之间的差距已经缩小。这一趋势在2008年全球经济危机和2022年爆发的俄乌战争后暂时中断，但到2023年11个国家中有10个国家的相对通胀指数在-0.37%至3.71%之间。

我们的研究并不是分析各个国家追赶的速度，而是分析货币政策机构的选择对增长和通货紧缩的贡献程度。这项研究的新颖之处在于，它可以为计划加入欧盟的前社会主义国家的机构选择和时机提供指导。当然，我们的成果对所有发展中国家都有启发意义。

在我们的实证分析中，我们研究了从根本上决定货币政策框架对趋同的四个因素的影响，它们是：汇率制度、央行独立性、通胀目标制和欧元的引入。我们回答了这些因素，因为它们可以与所有被研究国家必须做出的、可以衡量的制度决策联系起来。

我们的研究表明，在这些因素中，央行独立性对实际和名义追赶（换句话说，对所有国家的GDP增长和通胀下降）贡献最大。尽管如此，我们认为重要的是要指出，我们使用的方法并不能保证所表现出的牢固关系必然是因果关系，也就是说，它清楚地捕捉到了央行独立性对通胀和GDP增长的因果影响。我们对结果的解释进一步受到以下事实的影响：它还可能反映了与央行独立性加强同时发生的其他制度变革的影响，并且基本上是加入欧盟过程的一部分。

几位作者提到，多年来央行的独立性不断加强（Dincer – Eichengreen 2014；Romelli 2024）。阿勒希纳（Alesina）和萨莫斯（Summers）（1993）研究了1955年至1988年间16个国家的情况，并研究了通货膨胀和GDP增长及其波动性如何随着央行独立性的变化而变化。根据他们的研究结果，央行独立性在价格稳定中发挥着重要作用。库基尔曼（Cukierman）和他的合著者（1993）对1960年至1989年间的70个国家进行了研究，结果表明央行独立性可以降低通货膨胀，但其对经济增长的影响因国家的发达程度而异。对于欠发达国家来说，央行独立性也有助于增长，但对于发达国家来说，这种效应就消失了。作者通过以下事实来解释这一点：大多数发达国家的央行独立性水平高于欠发达国家。加里加（Garriga）和罗德里格斯（Rodriguez）（2023）对1980年至2014年间96个发展中国家进行了研究，结果表明央行独立性降低了通胀波动性。卡辛哈斯（Casinhas）（2019）很好地总结了央行独立性对通胀和增长影响的结果。

一些作者强调了央行独立性的作用。如果高通胀因为降低投资及其效率而对经济发展产生长期负面影响（De Gregorio 1996），那么独立且透明的央行在沟通中对低且稳定的通胀的承诺可能会更可信。这增加了经济参与者的可预测性和信心，从而降低了风险溢价，从而稳定了金融市场并刺激了长期投资（Alesina – Summers 1993）。如果不是在所有情况下，但总的来说，央行独立性可以使该机构免受短期政治压力，这也增加了可预测性和信任度。所有这些都助于保持低通胀和经济增长。因此，央行独立性在我们的结果中发挥着重要作用也就不足为奇了。此外，央行透明度也是一个重要因素，之前的几项研究都对此进行了考察。迪切尔（Dicer）和艾肯格林（Eichengreen）（2014）发现，在中东欧国家，除了央行独立性之外，央

行透明度也有所提高。对于我们研究的国家，透明度指数仅在研究的部分时期可用，因此我们的模型中省略了它。由于根据迪切尔（Dincer）和艾肯格林（Eichengreen）（2014）的观点，央行透明度和独立性是相关的，因此我们认为，模型中省略透明度并不会降低其解释力。

我们估计的另一个重要结果是，通胀目标制在使用该政策的国家在降低通胀方面发挥了决定性作用，这与其他研究的结果一致。米什金（Mishkin）和施密特-赫贝尔（Schmidt-Hebbel）（2007）研究了1989年至2004年通货膨胀目标制前后21个发展中国家和发达国家的货币政策和宏观经济表现，并将它们与一组非通货膨胀目标制国家进行了比较。他们发现，通胀目标制的引入降低了通胀以及通胀和增长的波动性。对于发展中国家来说，这种影响更大。阿尔斯奇（Arsić）和他的合著者（2022）研究了1997年至2019年间引入通胀目标制对宏观经济表现的影响，研究了欧洲和中亚的26个新兴国家。研究结果显示，通胀目标制的引入既降低了通胀水平和波动性，也降低了GDP的波动性，但对GDP增长没有影响。罗姆丹（Romdhane）和他的合著者（2023）对1995年至2017年间的35个发展中国家进行了研究，结果表明，通胀目标制的引入有助于保持经济增长和金融稳定。

与此同时，我们无法在引入欧元时表现出类似的效果，这被认为是由于在进入欧元区之前就已经实现了名义趋同。

关于实际增长，我们发现这两个因素（通胀目标和欧元的引入）都产生了负面影响，尽管影响并不显著。通胀目标制取得的结果似乎与普遍接受的观点相矛盾，即通胀永久性降低对潜在增长有积极影响。然而，我们认为，不值得单独研究引入通胀目标制的影响，因为在我们研究的国家中，这总是伴随着例如央行独立性的增强，并且考虑到后者，我们已经可以同时谈到显著的通货紧缩和积极的增长效应。

关于汇率制度对发展中国家通货膨胀和增长的影响，文献中存在不同的观点。一些研究发现固定汇率与低通胀和较快增长之间存在正相关关系。其他人则认为更灵活的汇率对于这两个因素更有效。文献中总是强调许多其他因素可以影响汇率制度的作用，例如政府维持特定汇率制度的承诺，或者影响一国经济的冲击可以追溯到外部或内部原因。戈什（Ghosh）等（2013）对159个国家，Ghosh等（2015）对50个新兴国家、泽夫（Zeev）（2015）对50个新兴国家进行了研究，他们得出的结论是，灵活的汇率制度比不灵活的汇率制度对增长有更积极的影响。究其原因，是由于制度灵活，经济的适应性更好，这主要表现在遇到冲击时。那些专门研究中欧和东欧国家的作者显示出完全相反的相关性，即刚性、不灵活的汇率制度比灵活的汇率制度更具优势。阿拉蒂贝尔（Arratibel）等（2011）和莫里纳（Morina）等（2020）研究了14个中东欧国家。他们认为，汇率波动会增加GDP的波动性，从而抑制增长。

我们的研究涉及一小部分国家，以及这些国家打算加入欧盟的时期，其中一些国家也加入了欧元区。我们的模型计算表明，中间汇率制度，例如区间固定和有管理的浮动，可能有助于抑制通货膨胀，但就实际经济影响而言，我们没有发现各个汇率制度存在显著差异。这与罗斯（Rose）和罗斯

(Rose) (2024) 的结论一致，根据该结论，文献发现各个汇率制度之间没有可检测到的差异。

总体而言，可以说，我们研究的国家的货币政策框架在名义趋同方面是有效的，也能够促进经济增长。在那些基本上将其战略建立在汇率政策和早期引入欧元的国家和那些将其货币政策永久建立在通货膨胀目标制基础上的国家之间，这些影响的程度没有显著差异。我们的计算清楚地表明，央行独立性对降低通胀和增加GDP有积极影响。

在本文的第二部分中，我们简要介绍了所研究国家从政权更迭至今的货币政治体制的演变。接下来，我们描述我们的经验模型（第三部分），然后（第四部分）我们在此基础上提出我们的计算，即货币政治制度决策在多大程度上促进名义和实际趋同。第五部分总结了主要结果并提出了教训。

## 二、所考察国家货币框架的演变<sup>1</sup>

下面，我们简要介绍一下我们重点考察的11个国家在政权更迭后几十年来货币框架的演变。

### 保加利亚

在转型的最初几年，保加利亚央行的货币政策重点关注货币供应量的增长率。列弗汇率没有设定明确的目标，但利率政策往往受到较大汇率波动的影响（Mihov 2002）。

除了实体经济几乎持续收缩之外，1995年还爆发了银行业危机，随后在1997年通货膨胀动态上升至恶性通货膨胀范围。作为应对危机而推出的稳定计划的一部分，货币委员会成立，其中列弗与德国马克挂钩。后来，欧元取代该品牌成为锚定货币。保加利亚于2020年进入ERM II汇率制度，保留货币局。

### 捷克

1993年捷克斯洛伐克解体后，捷克引入了捷克克朗。克朗对一篮子货币实行固定汇率，浮动幅度较小。除了汇率目标外，央行还追求货币目标（Frömmel – Schobert 2006）。1996年2月，浮动区间扩大至 $\pm 7.5\%$ 。1997年克朗汇率危机后，捷克央行停止固定汇率，转而实行自由浮动。

捷克是该地区第一个于1998年引入通胀目标制的国家。最初，所谓的净通货膨胀（从受监管的价格和间接税中过滤出来）是目标，为此宣布的目标范围每年有所不同，但有所下降。从2002年开始，央行就已经根据总体通胀率确定了下降的目标区间，从2006年开始，他们设定了3%的固定目标，从2010年开始，下降到2%。这个目标今天仍然有效。

2013年，央行达到了零利率下限，因此为了进一步刺激经济，引入了非对称汇率目标，以削弱克朗，央行维持汇率目标至2017年，当他们回到纯粹的通胀目标制时。

---

<sup>1</sup> 在撰写本部分时，除了参考研究之外，我们还参考了各个央行网站上提供的信息。

## 爱沙尼亚

1991年独立的爱沙尼亚于1992年推出了自己的货币克朗，其汇率在货币理事会的框架内与德国马克固定。1999年，锚定货币的角色被欧元取代。爱沙尼亚于2004年加入ERM II汇率制度，并于2011年加入欧元区。

### 克罗地亚

克罗地亚于1991年宣布独立，推出了自己的货币克罗地亚第纳尔。1994年采用的库纳一直是官方货币，直到2023年加入欧元区为止。克罗地亚央行始终将货币政策建立在第纳尔汇率的稳定之上，这主要得益于经济的开放性和大规模的欧元化。该制度通常被称为准货币局（Vujčić 2003），因为央行的外汇储备始终超过基础货币，而后者基本上是通过购买外汇和增加储备来增加的。但它与实际货币局的不同之处在于，没有宣布明确的汇率目标，而且库纳的汇率对任何货币都不是完全稳定的。克罗地亚自2023年起成为欧元区成员。

## 波兰

在1990年代的大部分时间里，波兰央行试图借助货币和汇率目标来抑制通货膨胀。考虑到维持外部竞争力，从1991年开始，兹罗提汇率实行滑动贬值。围绕中间价的浮动区间逐步扩大，从最初（1991年）的 $\pm 0.5\%$ 扩大到2000年汇率区间被废除之前的 $\pm 15\%$ （Jurek – Marszałek 2008）。

尽管央行自1995年以来就已经制定了公共通胀目标（Jurek – Marszałek 2008），但今天意义上的通胀目标制（其中通胀目标优先）是在1999年引入的。尽管如此，浮动汇率区间目标仍维持到2000年。到2004年，通胀目标逐渐从最初的9.5%下调至目前的2.5%。

## 拉脱维亚

拉脱维亚于1990年宣布脱离苏联独立。临时引入的卢布自1992年起与卢布平行流通，并于1993年被自己的永久货币拉特取代，拉特与国际货币基金组织结算单位特别提款权挂钩，浮动幅度为 $\pm 1\%$ 。由于利率区间较窄且央行外汇储备充足，该体系实际上相当于货币局（Staeher 2016）。2005年进入ERM II汇率系统之前，立即切换为欧元。拉脱维亚于2014年引入欧元。

## 立陶宛

1990年独立的立陶宛（与拉脱维亚类似）最初引入了一种临时货币塔龙纳斯，与卢布并行流通。1993年被立特取代，立特汇率曾一度自由浮动。然而，为了应对持续高企的通货膨胀，1994年建立了货币发行局制度，立特与美元挂钩。2002年，欧元取代美元成为锚定货币。立陶宛于2004年进入ERM II汇率制度。2015年引入欧元。

## 匈牙利

1990年代前期，匈牙利国家银行实行汇率固定制。他经常以临时的方式贬值被狭窄干预区间包围的汇率目标。货币贬值的目的是维持外部平

衡。1995年实行滑动贬值制度，福林每月预先公布的 $\pm 2.25\%$ 浮动区间贬值率由最初的 $1.9\%$ 逐步降低到2001年的 $0.2\%$ 。

在滚动贬值期间，通货膨胀率从 $30\%$ 下降到 $10\%$ ，但通货紧缩过程就此停止。因此，2001年央行首先决定将汇率浮动区间扩大至 $\pm 15\%$ ，随后引入通胀目标制。最初制定的年底目标从2001年的 $7\%$ 降低到2006年的 $3.5\%$ 。自2007年以来，一直设定了 $3\%$ 的目标。

## 罗马尼亚

1990年代前期罗马尼亚央行面临的主要挑战是通货膨胀，通货膨胀率大多达到三位数。其货币政策以货币数量和列伊汇率为目标。鉴于根据法律，价格稳定还不是首要目标，央行在反通胀努力和其他目标（例如外部平衡目标）之间进行平衡（Dragulin – Radulescu 1999）。直到本世纪后半叶，通货膨胀率才永久降至两位数水平。

2005年，罗马尼亚央行重新确定货币单位（1新罗马尼亚列伊等于10000旧罗马尼亚列伊），并引入通货膨胀目标制。最初的 $7.5\%$ 通胀目标逐渐降至2013年以来有效的 $2.5\%$ 水平。罗马尼亚央行定期干预外汇市场，防止列伊汇率过度波动。

## 斯洛伐克

在1993年推出独立货币斯洛伐克克朗之后的时期，斯洛伐克与捷克一样，维持了狭窄的汇率目标，并试图控制货币供应量的发展。1996年，克朗的浮动幅度从之前的 $\pm 0.5\%$ 扩大到 $\pm 5\%$ ，以抑制投机资本流动。1998年转向浮动汇率，但斯洛伐克央行多次对外汇市场进行双向干预。

央行2004年12月的中期货币计划通过加入ERM II并遵循在此期间的通胀目标，确定了引入欧元之前的货币政策框架。克朗于2005年11月进入欧洲汇率制度，并于2007年应斯洛伐克的要求对其平均汇率进行了一次重估。央行将2006年12月和2007年12月的通胀目标定为 $2.5\%$ 和 $2\%$ 。斯洛伐克于2009年1月引入欧元，其汇率高于ERM II的中间汇率。

## 斯洛文尼亚

斯洛文尼亚于1991年成为独立国家，成立了央行并推出了自己的货币托拉尔，其汇率在1992年期间自由浮动。从1993年开始，央行试图通过遵循货币目标来降低通货膨胀。此外，它还定期干预外汇市场，以减少汇率波动。1995年，引入资本限制，使货币目标和（隐性）汇率目标在一定程度上保持独立。这一时期，汇率成为与货币数量相等的中间目标（Capriolo – Lavrač 2003）。

到2000年代初，货币战略已将引入欧元作为优先事项。2001年完全取消了资本限制，采取了纯粹以汇率为基础的货币政策，其首要目标是实现价格稳定（Capriolo – Lavrač 2003）。加入欧盟后不到两个月，斯洛文尼亚就进入了ERM II汇率制度，随后作为东欧和中欧第一个前社会主义国家于2007年引入了欧元。

### 三、制度决策影响的实证模型

在我们的实证研究中，我们试图量化货币政策策略对名义和实际趋同的影响。为此，我们估计了面板数据的线性回归模型。我们的回归模型的因变量是年平均通货膨胀率和实际GDP年增长率。估算期从1990年延伸至2019年，但估算中包含的所有变量的数据可用年份因国家而异。使用固定效应模型来估计系数。年通货膨胀率超过100%的观测值被从估计中省略。

除了研究中考察的11个国家外，我们的小组数据库还包括阿尔巴尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、摩尔多瓦、北马其顿和乌克兰的数据。原因是，虽然我们的研究重点是该地区已经加入欧盟的国家，但其他五个提到的国家也致力于作为前社会主义集团的前一部分，实现尽可能紧密的欧洲一体化，这是一个重要因素其中是实际趋同和名义趋同。因此，我们认为，将它们纳入估计中可以增加有用观察的数量，而不会显著增加异质性，因此我们可以更准确地估计所需的效果。

我们用几个可测量的变量来捕捉所实施的货币策略，我们在后面将其称为制度变量。这些是汇率制度的灵活性、通货膨胀目标制的引入、欧元的引入以及央行的独立性。

关于汇率制度，我们测试了两个指标：一是伊尔泽茨基（Ilzetzi）等（2019）的事实上的分类（以下简称IRR），二是哈姆斯（Harms）和克纳泽（Knaze）（2021b）为此建立的所谓有效汇率制度变量（以下简称HK）。我们选择这些数据库，一方面是因为它们涵盖了我們研究的大部分国家和时期，另一方面，它们是事实上的分类，即它们没有考虑央行宣布的制度/政府，而是汇率的实际行为。

第一步，伊尔泽茨基（Ilzetzi）和他的合著者（2019）定义了参考货币或一篮子货币，所研究国家的汇率相对稳定。第二步，根据汇率相对参考货币或篮子的波动性，将汇率分为以下几类：（1）货币局，固定幅度最大为 $\pm 2\%$ ；（2）浮动汇率制度，最大浮动幅度为 $\pm 2\%$ ；（3）浮动汇率制度，浮动幅度较大，有控制的浮动；（4）自由浮动<sup>2</sup>。

伊尔泽茨基（Ilzetzi）等（2019）的月度频率数据通过将出现次数最多的月份分配给每年来转换为年度数据。该指数的特殊之处在于，官方长期实行汇率自由浮动的波兰汇率制度和2014年之前捷克共和国的汇率制度均被归类为受控浮动（第3类），并且在我们的研究中仅样本阿尔巴尼亚列克汇率在1994年和1995年被纳入自由浮动类别（4类）。

哈姆斯（Harms）和克纳泽（Knaze）（2021b）认为，汇率相对于参考货币的稳定性只能在有限的范围内确定，因为国家通常与许多其他国家进行对外贸易。为此，伊尔泽茨基（Ilzetzi）等（2019）构建了有效汇率制度指数。对哈姆斯—克纳泽（Harms – Knaze）（2021a）产生的双边制度进行加权的方法，其中权重由双边贸易额在特定国家对外贸易总额中的份额确定。鉴于该指标可能更准确地反映了汇率事实上的稳定性，我们也使用它进行了估计。哈姆斯—克纳泽（Harms – Knaze）（2021b）指数可以被视为一个连续变量，具有一组从1到4的潜在值。

<sup>2</sup> 在我们的样本期内，还存在另外两类，即所谓的自由落体汇率，以及官方汇率不能反映市场状况，但实际市场（“黑色”）汇率情况则未知。我们在估计中忽略了这些观察结果。

值得注意的是,除了汇率的实际(事实上的)灵活性之外,所宣布的即法律上的制度本身也可以产生宏观经济效应。戈什(Ghosh)和他的合著者(2014)表明,对稳定汇率的明确承诺有助于稳定通胀预期。哈姆斯(Harms)和克纳泽(Knaze)与事实上的汇率制度类似,也计算了有效的权利指数,为此他们使用了国际货币基金组织的“外汇安排和外汇限制年度报告”分类。然而,该数据库仅适用于2000年代,并且由于1990年代在我们的分析中非常重要,因此我们仅使用事实指数。

除了汇率政策之外,我们还对引入通胀目标制是否对名义和实际趋同产生明显影响感兴趣。我们用一个虚拟变量来捕捉这一点,当某个国家正式实行通胀目标制的那一年,该变量的值为1,否则为0。同样,当一个国家正式成为欧元区一部分时,我们使用虚拟变量来捕获政权更迭<sup>3</sup>。

制度体系的发展通过衡量央行独立性的罗梅利(Romelli)(2022)指数来近似。该指数根据42项标准考察央行的制度背景和法律授权,可分为6个维度:(1)央行行长和决策机构,(2)货币政策和可能冲突的解决,(3)货币政策的目标,(4)向政府贷款的限制,(5)金融独立性和(6)报告义务。我们选择这个指数的原因是,除了基于以前广泛使用的指数之外,它在1990年代初之前一直适用于我们样本中的大多数国家。

除了我们研究的重点制度变量之外,我们还尝试使用文献中经常使用的一些控制变量来提高估计的准确性并尽量减少内生性偏差。它们是:货币增长率、对外贸易开放度、金融开放度、经常账户余额相对于GDP的比率、预算余额相对于GDP的比率、公共债务相对于GDP的比率、机构质量<sup>4</sup>、欧元区的通货膨胀和GDP增长以及一年期经济增长。人均GDP的滞后对数(按购买力平价计算)。此外,在为通货膨胀规定的模型中,还包括了给定国家的同步GDP增长,在为GDP规定的模型中,还包括了给定国家的同步通货膨胀<sup>5</sup>。

如果通货膨胀与GDP以及制度变量之间存在相反的关系,或者如果第三个变量对所有变量都有影响,则估计结果可能会失真。我们试图通过在影响通货膨胀和GDP的控制变量以及制度变量中包含尽可能多的变量来最小化后者的风险。潜在变量的选择基于文献(例如,金融开放度可以影响汇率制度——耶亚提(Yeyati)等(2010);外贸开放度和经常账户平衡可以影响通胀目标制的引入——阿尔斯奇(Arsić)等(2022))。此外,我们还估计了有效汇率制度变量、央行独立性指数和通胀目标虚拟变量的回归模型,其中通胀和滞后的GDP增长是解释变量。后面的变量对任何模型中的制度变量都没有显著影响<sup>6</sup>。广泛的控制变量和辅助回归的结果为我们的估计结果不包含内生性偏差提供了更大的确定性。

<sup>3</sup> 引入欧元和通胀目标的日期可以在我们介绍各个国家货币制度的章节中找到。唯一的例外是斯洛伐克,因为我们忽略了ERM II中使用的通胀目标,因为我们认为他们的通胀目标在此期间并未成为主要的名义锚——ERM II系统和即将推出的欧元可能会通过汇率成为真正的名义锚。

<sup>4</sup> 由世界银行的全球治理指标捕获(Kaufmann – Kraay 2024)。我们使用六个分项指标的算术平均值。

<sup>5</sup> 数据的具体描述可见附录A,其主要统计数据见附录B(表3)。由于央行独立性指数被证明是一个关键变量,因此其在11个研究国家中的演变也显示在图中的同一位置(图5)。

<sup>6</sup> 估算结果见附录C。

表1：制度变量对年平均通胀的影响

	(1)	(2)
通胀目标制	-4.01* (1.97)	-2.97** (1.16)
Euro	-0.461 (0.91)	0.330 (0.495)
央行独立性	-2.80 (7.03)	-14.2*** (3.84)
汇率制度：IRR#2	0.176 (1.56)	
IRR#3	-0.138 (1.71)	
HK		-11.8* (6.71)
HK <sup>2</sup>		2.4 (1.49)
货币量增长	0.098* (0.052)	0.062** (0.027)
开放	-1.55 (2.75)	0.20 (3.41)
金融开放	-0.45 (0.875)	0.555 (0.489)
收支平衡表	-0.087* (0.047)	-0.133** (0.055)
GDP增长	-0.383** (0.155)	-0.357** (0.148)
预算平衡	0.177 (0.12)	0.198* (0.1020)
公共债务	0.023 (0.026)	0.025 (0.028)
WGI指数	4.57 (3.51)	5.579 (3.346)
欧元区通胀膨胀	1.25*** (0.289)	1.36*** (0.212)
欧元区GDP增长	0.368 (0.282)	0.228 (0.246)
人均GDP滞后	-4.98 (3.59)	-7.89 (3.59)
观察数量	303	294

说明：括号中是按国家/地区分类的稳健标准误差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示显著性为10%、5%和1%的系数。IRR#2和IRR#3是虚拟变量，当给定的观察结果可以根据伊尔泽茨基（Ilzetki）等（2019）的分类被分类为汇率制度2或3时，其值为1。这些变量的系数显示了与制度1（硬钉住）相比通货膨胀率高出多少。

首先，我们考察制度变量对通货膨胀的影响。表1第一列显示了使用伊尔泽茨基（Ilzetzki）等（2019）的汇率分类（IRR）的模型结果。据估计，通货膨胀目标制的引入在统计上显著降低了通货膨胀率。4.01的系数是哈姆斯（Harms）和克纳泽（Knaze）（2021b：表A8，第3项）针对更广泛的国家样本测量的两倍多。欧元的推出使通货膨胀降低了近半个百分点，但这一结果在统计上并不显著。增加央行的独立性也会降低通货膨胀，但这一估计也并不显著。同样，汇率制度的虚拟变量（IRR）系数也不显著。

表1的第二列包含模型的结果，其中包含哈姆斯（Harms）和克纳泽（Knaze）（2021b）的有效汇率制度变量（HK）。考虑到增加汇率灵活性与通货膨胀之间可能存在非线性效应，我们在回归中也使用了变量的平方。该估计仍然显示通胀目标对经济和统计产生显著的负面影响。引入欧元的估计系数在统计上并不显著。

在此模型中，央行独立性的影响要强得多，即使在1%的置信水平下也很显著。为了解释所获得的接近-14.2的系数，值得考虑样本内变量的范围。我们用于估计的样本中该指数的最低值为0.42，最高值为0.91。将央行的独立性从0.42提高到0.91可以使通胀降低约7个百分点，是引入通胀目标制的估计效果的两倍多。如果我们考察该指数变化对各个国家的影响，就会发现央行独立性的增强对审查期间的通货紧缩贡献了1-5个百分点。

根据HK和HK2成员的估计系数，可以计算出如果汇率制度的灵活性从假设的<sup>7</sup>完全固定汇率（HK=1）提高到4（自由浮动），每年的通货膨胀会发生多大的变化？。基于此，我们发现灵活性的增加具有反通胀效应，但以非线性方式：在中间情况下最大（对于2-3之间的值超过5个百分点），但它当我们走向自由浮动系统时，它会减小（对于HK=4的值，它仅为0.6）。这是因为二次规格允许指数和通货膨胀之间的影响呈U形。值得注意的是，在我们研究的11个国家和时期中，香港指数的价值通常在1.5至3.5之间，即从通货紧缩的角度来看最有利的范围。尽管这些值与IRR指数并不明显对应，但对于窄带固定，2左右的值更有效，对于受控浮动，3左右的值更有效。

正如从表1中可以看出，利用哈姆斯（Harms）和克纳泽（Knaze）（2021b）的有效汇率制度变量，我们在制度变量影响下得到的结果比伊尔泽茨基（Ilzetzki）及其合著者（2019）的分类更具特征性，并且在这里，汇率制度本身被证明是一个更重要的因素。然而，后者在文献中被广泛使用，因此我们认为展示这两个指数获得的回归结果很重要。

---

<sup>7</sup> 这是假设的，因为如果一个国家相对于所有贸易伙伴都固定汇率，那么该国的价值只能为1。这只有在贸易伙伴也相互固定汇率的情况下才能实现，虽然其实际相关性可以忽略不计，但同时可以作为参考点。

表2：制度变量对年度实际GDP增长的影响

	(1)	(2)
通胀目标制	-0.245 (0.977)	-0.102 (0.86)
Euro	-0.566 (0.424)	-0.306 (0.467)
央行独立性	8.01*** (1.62)	4.79** (1.85)
汇率制度：IRR#2	0.426 (0.591)	
IRR#3	-0.247 (0.98)	
HK		-0.60 (3.39)
HK <sup>2</sup>		0.231 (0.730)
货币量增长	0.044 (0.03)	0.033 (0.027)
开放	4.8** (1.87)	5.05** (2.13)
金融开放	-0.112 (0.335)	0.096 (0.352)
收支平衡表	-0.042 (0.076)	-0.05 (0.070)
通货膨胀	-0.147*** (0.044)	-0.192*** (0.049)
预算平衡	0.285*** (0.09)	0.313*** (0.098)
公共债务	-0.066*** (0.010)	-0.055*** (0.02)
WGI指数	3.1** (1.128)	3.71** (1.672)
欧元区通货膨胀	0.537 (0.316)	0.559* (0.31)
欧元区GDP增长	0.924*** (0.119)	0.93*** (0.130)
人均GDP滞后	-6.71*** (2.30)	-7.89*** (2.31)
观察数量	303	294

说明：括号中是按国家/地区分类的稳健标准误差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示显著性为10%、5%和1%的系数。IRR#2和IRR#3是虚拟变量，当给定的观察结果可以根据伊尔泽茨基（Ilzetki）等（2019）的分类被分类为汇率制度2或3时，其值为1。这些变量的系数显示了与制度1（硬挂钩）相比GDP增长高出多少。

在解释年度GDP的回归模型中，制度变量与通货膨胀模型中的相同。控制变量也相同，只是我们使用通货膨胀而不是同步GDP增长。

根据表1中显示的结果，通胀目标制和欧元的引入都减缓了经济增长，但幅度很小，而且没有一个系数具有统计显著性。另一方面，增强央行独立性对GDP增长做出积极贡献。仅在两个估计模型中，将指数增加0.5（大致是我们样本中最高值和最低值之间的差异）就分别意味着增加4个百分点和2.4个百分点，这是一个如此高的值，需要解释。

一方面，应该考虑到，由于几乎所有研究国家的独立性都按照趋势增长，因此该系数还可以吸收影响共同趋势增长的其他影响。也许其中最重要的是机构质量的总体改善（主要与加入欧盟有关），我们试图通过WGI指数来控制这一点，然而即便如此，我们也不能完全确定我们会过滤掉所有独立于货币政策框架的相关因素。

另一方面，央行独立性的增强与货币制度的发展也值得解读。通货膨胀目标制的引入，或者更确切地说，欧元的引入，以改善制度环境和建立央行的独立性为前提。因此，这些因素的影响只能放在一起才能正确解释。例如，匈牙利国家银行于2001年引入了通货膨胀目标制，并于同年修订了《央行法》以支持这一目标，使罗梅利独立指数提高了0.24。根据所提出的系数计算，这两个步骤对年度GDP增长的综合影响为1-1.7，这为货币框架发展的影响提供了更加现实的画面。

最后，估计的强效应的原因也可能是模型规范问题，例如横截面依赖性，这似乎是显而易见的，因为被检查国家的经济在许多方面表现出相似性，以及某些我们没有考虑的因素控制，可能会导致被认为是特殊的冲击的强烈联动。在附录D中，我们提出了主要回归模型的横截面相关性检验，基于此检验，此类规范问题很可能不会显著偏差估计系数。

在任何模型中，汇率制度的估计影响都不显著。当然，这并不意味着汇率的变化对GDP没有影响。我们的估计基本上捕捉到了该制度的长期影响，也就是说，我们没有发现显著影响的事实意味着，与完全汇率固定相比，更灵活的制度并没有明显导致更快或更慢的实际趋同1990年至2019年期间。这与罗斯-罗斯（Rose - Rose）（2024）的发现相吻合。

#### 四，货币政策机构对趋同的贡献

下面，借助上述估计的系数，我们将量化我们研究重点的11个国家的货币政策战略在多大程度上促进了名义和实际趋同。这些贡献是根据对年度通货膨胀率的（负）贡献和对实际GDP年度增长率的（正）贡献来定义的。选择汇率灵活性、增强央行独立性、通胀目标制或可能引入欧元都是货币战略的一部分。

贡献是针对1997年至2019年期间计算的，因为除一国外，所有国家都可以获得必要的数据库。就罗马尼亚而言，我们只能进行2003年至2019年期间的计算。

在计算中，我们仅使用包含有效汇率弹性（HK）的模型，因为伊尔泽茨基（Ilzetzki）等（2019）分类（IRR），我们不太能够识别制度选择的影

响。为了简单起见，我们计算直接贡献，即每年计算汇率弹性指数、央行独立性指数、通胀目标制和欧元引入虚拟值的具体值与实际值的偏差有多大。参考值直接改变了目标变量，即通货膨胀率和GDP增长速度。间接影响被忽略。这是因为，虽然在某些情况下这相对容易做到（例如，货币策略对GDP的影响也可以出现在通货膨胀方程中，或者可以通过人均GDP产生滞后效应），但在其他情况下为此，需要更复杂的模型（例如，货币策略也可能影响经济开放度，但我们对此没有估计）。

我们的参考值如下：HK=1表示汇率灵活性，0.42表示央行独立性（这是我们整个样本中发现的最小值），0表示两个虚拟变量。因此，我们的计算将显示特定国家通过在汇率政策中表现出一定程度的灵活性、加强央行的独立性以及引入通胀目标制或欧元，在实际和名义趋同方面获得了多少收益。因此，假设的参考国一直采用完全刚性的汇率制度，将央行的独立性保持在较低水平，并且没有引入欧元或通胀目标制。

图3：1997–2019年所选货币策略对实际增长和通胀的年平均贡献



说明：以罗马尼亚为例，计算时间为2003–2019年

图3显示了货币制度和制度发展对通货膨胀和GDP增长的年平均影响。基本上可以区分两组国家。第一组由严重依赖通胀目标制来实现价格稳定（即实现名义趋同）的国家组成（捷克共和国、波兰、匈牙利、罗马尼亚）。这些国家或多或少的特点是采用了一种更加深思熟虑的观望策略，并且至今仍在使用。在他们的案例中，可以量化大约15个百分点的显著通货紧缩效应和1.7–2.7%的增长效应。

相比之下，其他7个国家（保加利亚、爱沙尼亚、克罗地亚、拉脱维亚、立陶宛、斯洛伐克和斯洛文尼亚）明确将其战略建立在尽快引入欧元的

基础上，并且在引入之前，他们通常专注于固定汇率或货币框架的强有力管理。在他们的案例中，估计的通货紧缩效应较小，但仍然很显著（10-13个百分点）。增长效应——与其他组相似——分散在1.7%到2.5%之间。

比较增长盈余和通货紧缩效应可以看出，等到欧元推出并引入通胀目标制的策略使得名义趋同速度有所加快，而实际趋同程度没有显著差异。基于所有这些，并不能说任何策略显然更有利。

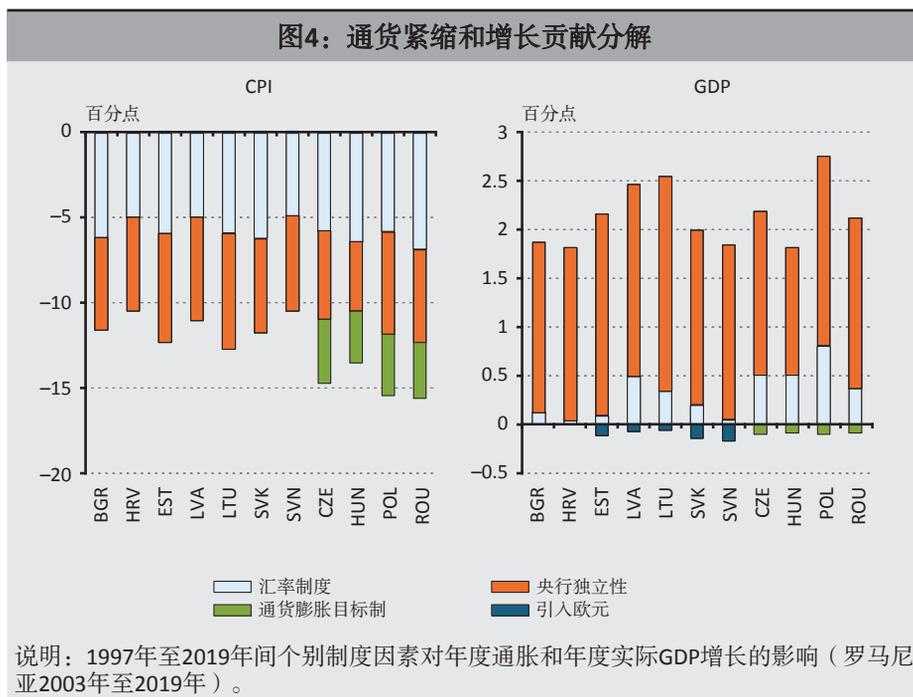


图4显示了各个因素对增长和通货紧缩贡献的分解。汇率制度的或多或少的灵活性、通胀目标以及央行独立性的增强对通胀的大幅降低起到了决定性作用。事实证明，欧元的引入本身不再具有抑制通货膨胀的作用。

从GDP效应的因素来看，央行独立性的积极作用较为突出，尽管从回归结果来看这并不完全出乎意料。我们的分解表明，虽然通胀目标制和欧元的引入往往会抑制实际趋同，但汇率制度的灵活性产生了积极影响，但这些影响在统计上并不显著，与央行独立性的贡献相比相形见绌。

正如我们之前提到的，孤立地看待货币框架改革的各个要素可能没有意义。无论是为了有效发挥通胀目标制的作用，还是为了引入欧元，都必须建立适当的制度和法律环境，为货币政策的可信度奠定基础。选择基于快速引入欧元和通胀目标制战略的国家也采取了类似的措施。因此，可以说，所选择的货币策略能够确保名义上的快速趋同，从而对实际趋同的影响也是积极的。央行独立性的增强在这方面发挥了重要作用，因为它可以增强所选货币制度的可信度和可预测性，最终降低通货紧缩的实际经济成本。这与施培

德（Spéder）和沃纳克（Vonnák）（2023）的结果一致，他们在研究重大通胀冲击的后果时发现，在央行独立性指数较高的国家，通货紧缩阶段更加轻松。

当然，我们的研究并不是为了评估货币政治制度决策的所有相关后果。我们的分析仅限于量化最准确的货币机构决策的增长和通胀影响。这些决定还可能产生许多与各个社会福祉相关的后果。同样重要的是要强调，我们没有评估相关央行的货币政策——尽管从增长和通胀的角度来看它可能至少同样重要——而是评估了框架选择对趋同的贡献。

## 五，总结

在我们的研究中，我们考察了1990年后几十年里11个前社会主义东欧和中欧欧盟成员国名义上和实际上的趋同。我们主要寻找货币政策战略和制度决策在多大程度上促进经济增长和实现物价稳定这一问题的答案。所选战略的特点是汇率制度的灵活性、可能采用通胀目标制、可能引入欧元以及加强央行独立性。

所考察的国家出现了两种战略。第一个目标是快速引入欧元，在引入之前，它试图通过固定或更严格管理的汇率来确保价格稳定。该组包括波罗的海国家、斯洛文尼亚、斯洛伐克、克罗地亚和保加利亚。另一方面，另一组——包括捷克、波兰、匈牙利和罗马尼亚——的特点是对欧元的推出持更多观望态度，通过跟踪通胀目标来确保名义锚。

我们的回归模型估计结果表明，所考察国家的制度体系发展对名义和实际趋同的贡献最大。在我们的模型中，我们利用央行独立性来捕捉这一因素。1997年至2019年间，受调查国家增强央行独立性通常对通货紧缩贡献超过5个百分点，并使实际GDP平均增长约2个百分点。这并不奇怪，因为独立央行在对抗通胀方面的承诺更加可信，这会增加信心和可预测性，从而促进实际增长。所有所考察的国家都以加入欧盟为目标，并建立欧盟所要求的制度体系，其中之一就是确保央行的独立性。

实施通胀目标制的国家将年通胀率提高了3-4个百分点。

汇率制度的选择可能有助于抑制通胀，但我们并没有像央行独立或通胀目标制那样取得如此惊人的成果。根据我们的估计结果，通货紧缩在中间汇率制度下最为有效，例如区间固定和有管理的浮动。关于对经济增长的影响，我们没有发现所采用的汇率制度之间存在任何重大差异。这里我们可以再次引用罗斯—罗斯（Rose – Rose）（2024）的说法，即文献没有发现各个汇率制度之间存在明显差异。

欧元的引入本身在所考察的国家和时期并没有明显的反通胀效应，而且对实际趋同仅产生了边际负面影响。然而，这并不意味着基于尽早引入的战略无法有效实现价格稳定和GDP增长，因为与通胀目标制类似，引入的先决条件之一是建立央行独立性，我们能够证明我们在这一领域的重大影响。另一方面，名义上的趋同是欧元引入的先决条件，因此已经加入的国家在引入之前就已经实现了价格稳定。

过去30年来，货币政策框架的发展不仅支持了中东欧欧盟成员国名义上的趋同，也支持了实际的趋同。在走这两条道路的国家中，在那些以最早引入欧元为战略基础的国家中，货币制度的选择和央行独立性的建立对实现价格稳定的贡献程度较小——尽管总体上显著——与那些不太急于引入欧元和追求通胀目标的国家相比。然而，总的来说，不能说任何（事后）策略都会更有利。

我们的研究给那些打算加入欧盟的国家带来的教训是，通胀目标制和加强央行的独立性有助于迎头赶上。同时，与文献类似，我们没有发现汇率制度对追赶的影响存在任何显著差异。汇率制度的选择必须考虑到该国的经济特征，特别是对外贸易的重要性、资本市场的开放程度、外币债务存量、经济的竞争力和财政状况的可预测性。

## 参考文献

- Alesina, A. – Summers, L.H. (1993): *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*. (《央行独立性与宏观经济表现：一些比较证据》) *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2): 151–162. <https://doi.org/10.2307/2077833>
- Arratibel, O. – Furceri, D. – Marin, R. – Zdzienicka, A. (2011): *The Effect of Nominal Exchange Rate Volatility on Real Macroeconomic Performance in the CEE Countries*. (《名义汇率波动对中东欧国家实际宏观经济表现的影响》) *Economic Systems*, 35(2): 261–277. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2010.05.003>
- Arsić, M. – Mladenović, Z. – Nojković, A. (2022): *Macroeconomic Performance of Inflation Targeting in European and Asian Emerging Economies*. (《欧洲和亚洲新兴经济体通胀目标的宏观经济表现》) *Journal of Policy Modeling*, 44(3): 675–700. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2022.06.002>
- Capriolo, G. – Lavrač, V. (2003): *Monetary and Exchange Rate Policy in Slovenia*. (《斯洛文尼亚的货币和汇率政策》) Ezoneplus Working Paper No. 17G: Regional Input on Monetary and Fiscal Policies Supplement to Working Paper No. 17. Free University Berlin, Jean Monnet Centre of Excellence. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/31944/1/480746710.pdf>
- Casinhas, L.M.C. (2019): *Central Bank Independence and Economic Growth*. (《央行独立性与经济增长》) MSc Dissertation. ISCTE Business School, Economics Department, University of Lisbon. [https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/18974/4/master\\_luis\\_clemente\\_casinhas.pdf](https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/18974/4/master_luis_clemente_casinhas.pdf)
- Chinn, M.D. – Ito, H. (2006): *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*. (《对金融发展来说什么最重要？资本控制、机构与相互作用》) *Journal of Development Economics*, 81(1): 163–192. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>

- Cukierman, A. – Kalaitzidakis, P. – Summers, L.H. – Webb, S.B. (1993): *Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates*. (《央行独立性、增长、投资和实际利率》) Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39: 95–140. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90005-H](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90005-H)
- De Gregorio, J. (1996): *Inflation, Growth, and Central Banks: Theory and Evidence*. (《通货膨胀、增长和央行：理论与证据》) Policy Research Working Paper No. 1575, World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/191111468765871182/Inflation-growth-and-central-banks-theory-and-evidence>
- Dincer, N.N. – Eichengreen, B. (2014): *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*. (《央行透明度和独立性：更新和新措施》) International Journal of Central Banking, 10(1): 189–259. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb14q1a6.htm>
- Dragulin, I. – Radulescu, E. (1999): *Monetary Policy in Romania: Challenges and Options*. (《罗马尼亚的货币政策：挑战和选择》) Working Paper No. 15, Romanian Center for Economic Policies. <http://pdc.ceu.hu/archive/00001046/01/6.pdf>
- Fan, J. – Liao, Y. – Yao, J. (2015): *Power Enhancement in High-Dimensional Cross-Section Tests*. (《高维横截面测试中的功率增强》) Econometrica 83(4): 1497–1541. <https://doi.org/10.3982/ECTA12749>
- Frömmel, M. – Schobert, F. (2006): *Exchange Rate Regimes in Central and Eastern European Countries: Deeds vs. Words*. (《中东欧国家汇率制度：行动与言论》) Journal of Comparative Economics, 34(3): 467–483. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2006.05.002>
- Garriga, A.C. – Rodriguez, C.M. (2023): *Central Bank Independence and Inflation Volatility in Developing Countries*. (《发展中国家央行独立性和通货膨胀波动》) Economic Analysis and Policy, 78: 1320–1341. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.05.008>
- Ghosh, A.R. – Ostry, J.D. – Qureshi, M. (2015): *Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment*. (《汇率管理和危机敏感性：重新评估》) IMF Economic Review, 63(1): 238–276. <https://doi.org/10.1057/imfer.2014.29>
- Ghosh, A.R. – Qureshi, M.S. – Tsangarides, C.G. (2013): *Is the Exchange Rate Regime Really Irrelevant for External Adjustments?* (《汇率制度对于外部调整真的无关吗?》) Economic Letters, 118(1): 104–109. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.09.010>
- Ghosh, A.R. – Qureshi, M.S. – Tsangarides, C.G. (2014): *On the Value of Words: Inflation and Fixed Exchange Rate Regimes*. (《论言词的价值：通货膨胀与固定汇率制度》) IMF Economic Review, 62(2): 288–322. <https://doi.org/10.1057/imfer.2014.14>
- Harms, P. – Knaze, J. (2021a): *Bilateral De-Jure Exchange Rate Regimes and Foreign Direct Investment: A Gravity Analysis*. (《双边法定汇率制度与外国直接投资：引力分析》) Journal of International Money and Finance, 117, 102438. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102438>

- Harms, P. – Knaze, J. (2021b): *Effective Exchange Rate Regimes and Inflation*. (《有效汇率制度和通货膨胀》) Working Paper No. 2102, Gutenberg School of Management and Economics, Johannes Gutenberg-Universität Mainz. [https://download.uni-mainz.de/RePEc/pdf/Discussion\\_Paper\\_2102.pdf](https://download.uni-mainz.de/RePEc/pdf/Discussion_Paper_2102.pdf)
- Ilzetzki, E. – Reinhart, C.M. – Rogoff, K.S. (2019): *Exchange Arrangements Entering the 21<sup>st</sup> Century: Which Anchor Will Hold?* (《进入21世纪的汇率安排：哪一种锚能够稳固?》) *The Quarterly Journal of Economics*, 134(2): 599–646. <https://doi.org/10.1093/qje/qjy033>
- Juodis, A. – Reese, S. (2021): *The Incidental Parameters Problem in Testing for Remaining Cross-Section Correlation*. (《剩余截面相关性检验中的偶然参数问题》) *Journal of Business & Economic Statistics*. 40(3): 1191–1203. <https://doi.org/10.1080/07350015.2021.1906687>
- Jurek, M. – Marszałek, P. (2008): Monetary Exchange Rate Policy in Poland after 1990—Relationship and Prospects of Coordination. (《1990年以后波兰的货币汇率政策——关系与协调前景》) *Economics and Business Review*, 8(2): 26–48. <https://doi.org/10.18559/ebr.2008.2.546>
- Kaufmann, D – Kraay, A. (2023): *Worldwide Governance Indicators*. (《全球治理指标》) 2023 Update. <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators>
- Mihov, I. (2002). *The Economic Transition in Bulgaria, 1989–1999*. (《保加利亚的经济转型，1989-1999》) In: Blejer, M. I. – Škreb, M. (编): *Transition: The First Decade*. MIT Press, pp. 401–440. <https://doi.org/10.7551/mitpress/6904.003.0015>
- Mishkin, S.F. – Schmidt-Hebbel, K. (2007): *Does Inflation Targeting Make a Difference?* (《通胀目标制能起到作用吗?》) Working Paper No. 12876, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w12876>
- Morina, F. – Hysa, E. – Ergün, U. – Panait, M. – Voica, M.C. (2020): *The Effect of Exchange Rate Volatility on Economic Growth: Case of the CEE Countries*. (《汇率波动对经济增长的影响：以中东欧国家为例》) *Journal of Risk and Financial Management*, 13(8), 177. <https://doi.org/10.3390/jrfm13080177>
- Pesaran, M.H. (2015): *Testing Weak Cross-Sectional Dependence in Large Panels*. (《测试大型面板中的弱横截面相关性》) *Econometric Reviews* 34(6–10): 1089–1117. <https://doi.org/10.1080/07474938.2014.956623>
- Pesaran, M.H. (2021): *General diagnostic tests for cross-sectional dependence in panels*. (《面板横截面依赖性的一般诊断测试》) *Empirical Economics*, 60: 13–50. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01875-7>
- Pesaran, M.H. – Xie, Y. (2022): *A Bias-Corrected CD Test for Error Cross-Sectional Dependence in Panel Data Models with Latent Factors*. (《具有潜在因素的面板数据模型中误差横截面依赖性的偏差校正CD检验》) *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4198155>

- Romdhane, I.B. – Chakroun, M.A. – Mensi, S. (2023): *Inflation Targeting, Economic Growth and Financial Stability: Evidence from Emerging Countries*. (《通胀目标、经济增长和金融稳定：来自新兴国家的证据》) *Quantitative Finance and Economics*, 7(4): 697–723. <https://doi.org/10.3934/QFE.2023033>
- Romelli, D. (2022): *The Political Economy of Reforms in Central Bank Design: Evidence from a New Dataset*. (《央行设计改革的政治经济学：来自新数据集的证据》) *Economic Policy*, 37(112): 641–688. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiac011>
- Romelli, D. (2024): *Recent Trends in Central Bank Independence*. (《央行独立性的最新趋势》) CEPR, 26 February. <https://cepr.org/voxeu/columns/recent-trends-central-bank-independence>
- Rose, A.K. – Rose, A.I.G. (2024): *A Presence of Absence: The Benign Emergence of Monetary Stability*. (《缺失的存在：货币稳定的良性涌现》) *Journal of International Money and Finance*, 146: 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103125>
- Spéder, B. – Vonnák, B. (2023): *Inflation Shocks and Disinflation: Stylised Facts from the Past 50Year*. (《通货膨胀冲击和通货紧缩：过去 50年典型事实》) *Financial and Economic Review*, 22(3): 26–47. <https://doi.org/10.33893/FER.22.3.26>
- Staehr, K. (2016): *Exchange Rate Policies in the Baltic States: From Extreme Inflation to Euro Membership*. (《波罗的海国家的汇率政策：从极端通货膨胀到加入欧元区》) CESifo Froum, ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, 16(4): 9–18. <https://haldus.taltech.ee/sites/default/files/2023-11/2015%20Staehr%20CESifo%20forum%20.pdf>
- Vujčić, B. (2003): *Monetary Policy and Management of Capital Flows in a Situation of High Euroization – The Case of Croatia*. (《欧元高度化下的货币政策和资本流动管理——克罗地亚案例》) In: *BIS: Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies*. BIS Papers 17, Bank for International Settlements, pp. 79–98. <https://core.ac.uk/download/pdf/6274283.pdf>
- Yeyati, E.L. – Sturzenegger, F. – Reggion, I. (2010): *On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes*. (《论汇率制度的内生性》) *European Economic Review*, 54(5): 659–677. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2009.12.004>
- Zeev, N.B. (2019): *Global Credit Supply Shocks and Exchange Rate Regimes*. (《全球信贷供给冲击与汇率制度》) *Journal of International Economics*, 116: 1–32. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.10.002>

## 附录

### A, 回归中使用的其他数据来源

GDP增长: World Bank (世界银行), World Development Indicators (WDI) – “GDP growth (annual %)”

通货膨胀: WDI – “Inflation, consumer prices (annual %)”

人均GDP: WDI – “GDP per capita, PPP (constant 2021 international \$)”

货币量增长: WDI – “Broad money growth (annual %)” (就几个国家而言, 不完整的时间序列必须用其中央银行网站上提供的数据进行补充)

开放性 =  $(\text{export} + \text{import}) / \text{GDP}$ : WDI – “Exports of goods and services (current LCU)”, “Imports of goods and services (current LCU)”, “GDP (current LCU)”

金融开放度: Chinn – Ito (2006) 中的指数, 其基于对跨境金融交易的限制来衡量资本平衡的开放程度, [https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

当前收支平衡: WDI – “Current account balance (% of GDP)”

预算平衡: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2024 (WEO) – “General government net lending/borrowing” Percent of GDP

公共债务: WEO – “General government gross debt” Percent of GDP

WGI指数: 世界银行WGI分类指数的算术平均值 (Kaufmann – Kraay 2024) 在初期, 指数每两年计算一次, 将相邻两年的平均值推算到中间年份。

欧元区通货膨胀: Federal Reserve Economic Data (FRED) – “Consumer Price Index: Harmonised Prices: All Items: Total for the Euro Area (19 Countries), Growth rate same period previous year”

欧元欧GDP增长: WDI – “GDP growth (annual %), Euro area [EMU]”

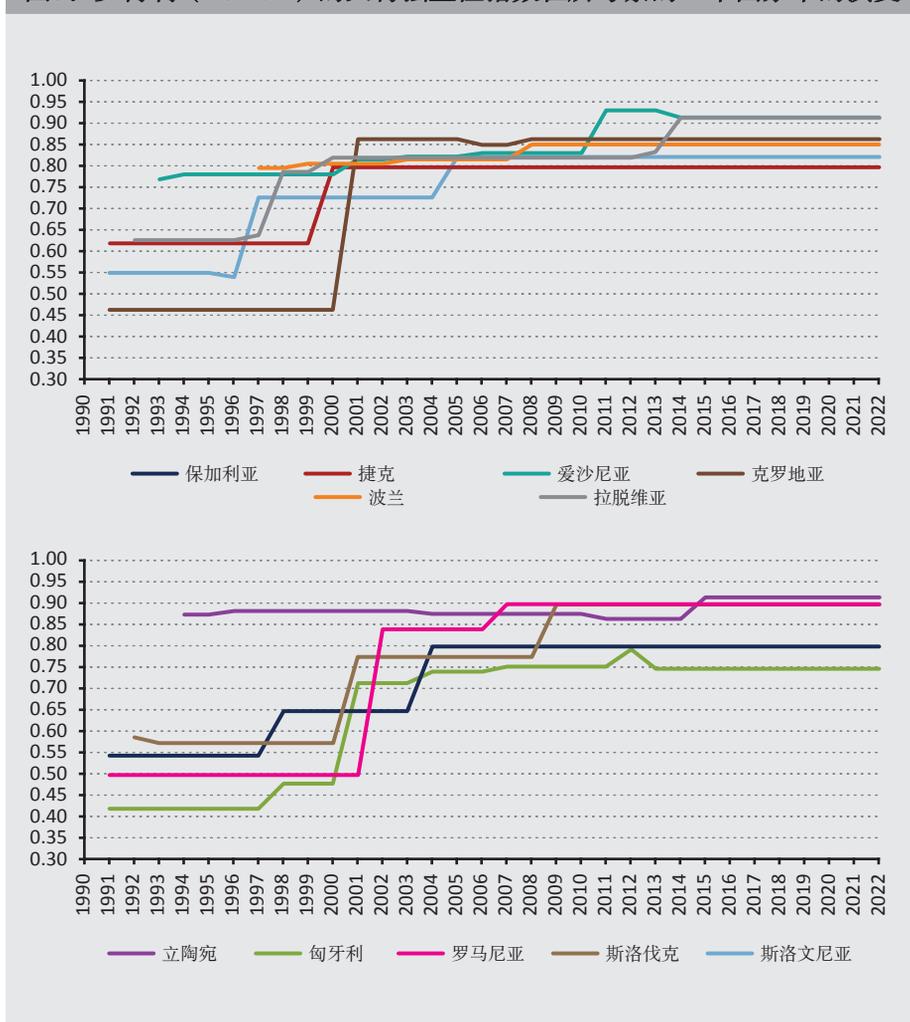
## B, 回归中使用的变量的描述性统计

表3: 全样本回归中包含的变量的主要统计数据

	平均	中位数	最低限度	最大限度	标准差	观察数量
通胀目标制	0.222	0	0	1	1	627
引入欧元	0.094	0	0	1	1	627
CBI指数	0.756	0.796	0.33	0.929	0.599	508
IRR	1.576	1	1	4	3	476
HK	2.357	2.3	1.36	4	2.64	382
货币量增长	24.11	11.004	-55.16	1809.2	1864.3	502
开放度	1.027	0.973	0.134	2.041	1.907	554
金融开放度	0.577	1.034	-1.931	2.299	4.23	433
当前收支平衡	-4.897	-4.55	-49.65	10.28	59.93	520
GDP增长	2.865	3.53	-29.1	88.96	118.1	544
预算平衡	-2.901	-2.68	-15.75	8.431	24.18	510
公共债务	42.18	39.34	3.765	213.8	210	481
WGI指数	0.242	0.233	-1.212	1.298	2.51	489
欧元区通货膨胀	2.175	2.2	0.2	8.4	8.2	608
欧元区GDP增长	1.623	2.054	-6.108	5.966	12.073	627
人均GDP	21860	19206	2001	48784	46783	560

说明: 每个变量的统计数据是根据1990年至2022年期间的所有可用数据计算的。回归估计的样本比这更窄, 因为如果即使是一个变量也缺乏数据, 整个观察就会丢失。

图5: 罗梅利 (Romelli) 的央行独立性指数在所考察的11个国家中的演变



### C, 辅助回归结果

估计辅助回归以确定潜在的内生性问题。在这些回归中, 因变量始终是基础模型中使用的货币制度变量, 解释变量是滞后一年的通货膨胀和GDP增长, 以及基础模型中使用的控制变量。在通胀目标制和引入欧元的情况下, 由于变量的二元性, 我们估计了logit模型, 在央行独立性和香港指数的情况下, 衡量了汇率制度的灵活性, 具有国家固定效应的固定效应模型。

表4：辅助回归结果				
	通胀目标制	Euro	央行独立性	汇率制度（HK）
通货膨胀	0.014 (0.025)	-0.457*** (0.143)	-0.001 (0.001)	-0.006 (0.007)
GDP增长	0.064* (0.038)	-0.076 (0.083)	0.001 (0.001)	0.006 (0.011)
人均GDP	2.59*** (0.583)	-0.025 (0.553)	0.081 (0.064)	-0.214 (0.267)
货币量增长	-0.027* (0.015)	0.001 (0.033)	0.000 (0.001)	0.001 (0.003)
开放	-3.21*** (0.583)	6.03*** (1.187)	0.039 (0.051)	-0.505 (0.360)
金融开放	0.291** (0.126)	-0.542 (0.350)	0.037*** (0.011)	0.009 (0.060)
收支平衡表	-0.073** (0.030)	0.125 (0.097)	0.000 (0.001)	-0.023** (0.009)
预算平衡	-0.048 (0.054)	0.002 (0.108)	0.000 (0.002)	-0.021* (0.011)
公共债务	0.027*** (0.007)	-0.031 (0.020)	0.001 (0.001)	-0.002 (0.003)
WG指数	-0.463 (0.419)	6.51*** (1.68)	-0.019 (0.079)	-0.101 (0.237)
观察数量	346	348	346	285
说明：括号内为标准误差				

表4中的结果（解释欧元引入的模型除外）表明，通货膨胀和GDP增长的变化不会导致一年后货币框架的变化。鉴于这两个变量都相对持久，因此基本回归模型获得的结果很可能反映延迟的反向因果关系。然而，由于延迟，这些结果并没有说明可能同时存在的内生性。然而，货币机构决策之前通常需要较长的准备时间，因此，例如，由于通货膨胀下降，通货膨胀目标制将在同一年引入，或者第三个因素将导致该制度的可能性同年通货膨胀率的变化和下降是有限的。

在引入欧元的情况下，一年前的通胀系数为5%水平的显著负值，这意味着在通胀下降后引入欧元的可能性增加。然而，在这种情况下，制度变革的耗时性就显得尤为重要，因为引入欧元的先决条件是满足马斯特里赫特标准，包括低通胀条件。换句话说，欧元推出之前自然会出现通货膨胀下降。然而，我们不能明确地谈论反向因果关系，因为从我们的角度来看，欧元的推出不仅意味着货币的交换，而且意味着通向货币交换的整个路径，包括名义上的趋同。然而，在我们解释通货膨胀的基本回归中，在解释欧元引入的虚拟系数时需要格外小心。

控制变量和某些地方（特别是在通胀目标的估计中）获得的显著系数支持这样一个事实：将这些变量纳入基本回归是合理的，并有助于消除潜在的内生性偏差。

#### D, 横截面相关性检验

接下来，我们测试模型残差（无固定效应）的横截面依赖性，以解释通货膨胀和 GDP 增长的估计。为此，我们使用 Stata 统计程序的 `xtcd2` 例程，该例程执行四种不同的测试，这四种测试最适合我们的样本，即当维度  $T$  和  $N$  几乎相同且相对较大时。CD 测试是佩沙兰（Pesaran）（2015）和佩沙兰（Pesaran）（2021）提出的测试方法。其缺点是，即使原假设为真，它也倾向于拒绝原假设。因此，我们还介绍了以下替代测试的结果：加权 CD 测试（ $CD_w$ ; Juodis – Reese 2021）、所谓的“功率增强” $CD_w$  测试（ $CD_{w+}$ ; Fan 等 2015; Juodis – Reese 2021）以及“偏差校正”CD 测试（ $CD^*$ ; Pesaran – Xie 2022）。对于每个检验，零假设是弱横截面依赖性，备择假设是强横截面依赖性。因此，拒绝原假设可能表明存在与我们相关的规范问题。

表5：横截面依赖性测试的结果

	CPI		GDP	
	(1)	(2)	(1)	(2)
$CD$	3.34 (0.001)	3.36 (0.001)	1.04 (0.298)	1.19 (0.234)
$CD_w$	1.16 (0.246)	-0.75 (0.456)	0.69 (0.489)	0.04 (0.972)
$CD_{w+}$	96.22 (0.000)	90.83 (0.000)	84.79 (0.000)	84.16 (0.000)
$CD^*$	-0.5 (0.615)	0.77 (0.441)	-1.63 (0.103)	2.76 (0.006)

说明：括号内为  $p$  值

测试显示情况好坏参半（表5）。在通货膨胀回归的情况下，两个检验（ $CD$  和  $CD_{w+}$ ）即使在1%的显著性水平上也会拒绝原假设。另外两个不能在常规显著性水平上拒绝  $H_0$ 。还值得考虑的是，拒绝弱横截面依赖性的检验很容易出现1类错误。

在GDP增长的回归中，只有一项对用IRR指数编写的模型（第1列）进行的检验和对用HK指数编写的模型（第2列）进行的两项检验拒绝了弱依赖性。由于提出检验的主要原因是央行独立性所产生的令人惊讶的巨大增长效应，因此值得注意的是，在这种效应更大的模型中，四分之三的检验没有发现任何规范错误。

基于所有这些，我们得出的结论是，估计的巨大影响可能不是由横截面依赖性引起的。

## 匈牙利在灵活通胀目标下实行的货币政策\*

阿贝尔·伊什特万<sup>1</sup>，皮埃尔·L·西克洛斯

稳定特性一直是货币政策实施的一个重要方面，尽管要充分认识到经济环境。我们开发了一个简单的理论模型来评估旨在控制通胀的政策策略选择的主要因素。虽然分析框架有助于评估不同的货币政策框架，但我们的重点是灵活的通胀目标框架，它为汇率波动提供了作用。依靠泰勒规则的实证证据表明，匈牙利的货币政策实施具有相当大的灵活性，并有助于商业周期的稳定。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E31，E32，E52，E58，E61

关键词：弹性通胀目标；货币政策；泰勒规则；稳定政策

### 一，简介

本文研究了匈牙利的经济政策（特别是货币政策）与商业周期之间的关系。匈牙利是一个新兴经济体，同时也是欧盟成员国。这一主题继续引起研究人员的兴趣，学术界和决策圈对此的兴趣没有减弱的迹象，尤其是考虑到过去二十年发生的事件。此外，一系列经济和地缘政治危机再次引起了分析师的关注，他们对中央银行如何在困难条件下实施货币政策感兴趣。事实上，一些观察家不仅质疑中央银行是否失去了自主权，还质疑自主权是否仍然是几十年前设计的一种理想的制度特征。例如，弗里德曼（1962）反驳了现代中央银行独立性观念，指出货币当局如何利用危机条件为自己谋利，这意味着中央银行的技术性较低，政治性较强（另见Wachtel和Blejer 2020）。

弗里德曼（Friedman）在芝加哥的先驱们，尤其是亨利·西蒙斯（Henry C. Simons）（1934、1936、1948）和劳埃德·明茨（Lloyd Mints）（1945、1950），很早就强调了中央银行需要有明确的职责。更准确地说，货币当局的职责应该仅限于实现价格稳定<sup>1</sup>。芝加哥传统还表达了希望这一战略能够确保货币政策不会被用于政治目的，即在选举前成为刺激经济的手

---

\*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。

阿贝尔·伊什特万（Ábel István）：布达佩斯经济大学教授。电子信箱：[abel.istvan@uni-bge.hu](mailto:abel.istvan@uni-bge.hu)。

皮埃尔·L·西克洛斯（Pierre L. Siklos）：加拿大威尔弗里德·劳里埃大学教授，加拿大巴尔西利事务关系学院教授。电子信箱：[psiklos@wlu.ca](mailto:psiklos@wlu.ca)。

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.23.4.153>

<sup>1</sup> 这里的价格稳定应该理解为通胀控制。无论通胀衡量中是否存在偏差，还是暂时出现在总体价格水平数据中的相对价格调整，价格稳定都意味着低而稳定的通胀，而不一定是零通胀。另一部分文献探讨了价格水平目标制的可取性（例如，见Bernanke 2017）。对此类政策策略的讨论超出了本文的范围。

段。因此，价格稳定、中央银行自主权和持续偏向以通胀表现为重点的货币政策策略等概念之间存在着良好的智力联系。

即使价格稳定是最佳目标，仍然存在一个问题，即需要什么样的货币政策策略来实现价格稳定？几十年前，弗里德曼（1948）仍然认为货币政策在某种程度上稳定商业周期和限制通货膨胀是可取的。但十多年后，他否定了这种观点（Friedman 1960），认为这种结果是不可行的。事实上，他得出了现在经常重复的结论，即货币政策的作用具有长期且可变的滞后。滞后相对较长（长达两年或更长时间）。更大的问题是滞后的时间跨度是可变的和不可预测的。经验证据似乎支持这一结果（例如，见Havranek和Rusnak 2013）<sup>2</sup>。最终，自由裁量货币政策产生的宏观经济成本在Kydland和Prescott（1977）的开创性著作中正式化。

自2020年疫情结束后不久，由于持续宽松的货币政策、对疫情的财政应对措施和人口因素（仅举三个因素），人们对通胀风险的担忧再次出现（除其他外，见Goodhart和Pradhan 2020；Bordo和Levy 2020；Gopinath 2021；Sternberg 2021）。

Goodfriend和King（1997）认为，弗里德曼对通胀目标制表达的悲观情绪被夸大了。弗里德曼强调的时期并不是以价格稳定为货币政策策略的时期。非常规货币政策（UMP）的出台重新引起了人们对央行资产负债表的经济后果的关注，也意味着货币总量的行为。尽管如此，关于泰勒规则所解决的利率、通胀和经济疲软之间的关系的讨论仍在继续。事实上，这项政策规则持续受欢迎和有用的原因在于它很好地概括了名义和实际经济力量如何影响央行制定货币政策立场的方式。

新兴市场经济体（EME）也受到这些问题的影响，因为这些经济体对宏观经济冲击的抵御能力受到质疑，而且人们认为这些经济体的机构较弱，尽管过去二十年取得了重大进展（Bordo和Siklos 2021）。这些问题在匈牙利的案例中也仍然具有现实意义。有趣的是，尽管仅凭通胀和产出缺口就足以解释央行如何制定货币政策立场，但汇率波动的作用已被取代，因为通胀目标被视为完全浮动汇率的代名词。

新兴市场的央行继续坚持认为，应继续采用从更发达经济体的经验中借鉴的货币政策最佳实践，包括应用通胀目标。然而，这些国家的央行也继续公开主张平衡通胀控制和其他确保货币纪律的传统手段，例如通过口头或其他形式的干预来限制汇率波动（例如Feldkircher等 2021；Hofman等 2020；Nagy Mohácsi等 2024；Pourroy 2012）。

本文的主要目的是根据汇率发展情况评估货币政策如何促进匈牙利的商业周期稳定。实际考虑表明，汇率在匈牙利发挥的稳定作用比现有文献中认为的更重要。事实上，我们称之为灵活通胀目标制的形式正在实施，这可能有助于解释匈牙利央行在稳定商业周期波动方面取得的成功。这种灵活的通

---

<sup>2</sup>有几个因素可以解释这一结论。收集数据需要时间，但决策者也需要时间来理解这些数据的含义并制定应对措施，更不用说确保作为其决策基础的数据是可信的（内部延迟）。这反映在货币政策失误的可能性上，未能考虑到实时数据的修订（例如Croushore 2011、Orphanides 2001）。

胀目标制形式比更大、更发达经济体的央行通胀目标制制度更明确地体现在对汇率变动的关注上，这是匈牙利采取的政策战略中一个被低估的因素（另见Nordstrom等 2009）。

本文的其余部分安排如下。第2节概述了一个简单的模型，以便将重点放在关于货币政策设计最佳实践的关键争论点上。为了简单起见，我们的模型忽略了动态，因为制定更复杂的模型不会改变关于汇率作用的结论。但是，我们的方法为汇率提供了明确的作用，而汇率是可比分析中忽略的一个变量<sup>3</sup>。

在提供证据时，我们通过对总体宏观经济经验的事后评估，提供了一些关于匈牙利通胀、产出缺口和实际汇率演变的程式化事实。匈牙利的经验表明，当中央银行表示对汇率变动感到担忧时，通胀与产出缺口之间存在负相关性。

然后，我们用泰勒规则的估计值补充这些程式化的事实，以进一步说明灵活的通胀目标政策的概念。许多作者都采用了这种手段（例如Hofmann和Bogdanova 2012）。此外，人们一致认为泰勒型政策规则是解释和理解货币政策行动的窗口。这种方法使我们能够展示匈牙利国家银行（MNB）如何将政策利率下调到比不考虑汇率因素的泰勒规则处方所建议的幅度更大的水平。我们还建议未来的研究包括应用其他方法（例如结构模型、DSGE模型）。

本文以总结结束，我们还指出了一些适用于其他新兴市场经济体的货币政策设计经验教训。

## 二， 货币政策分析的简单理论框架<sup>4</sup>

一种经常用于货币政策行动影响的方法是考虑可用政策工具的作用和功能。然后通过结合各种工具影响的规则来理解政策管理。广泛使用的泰勒规则（Taylor 1993； McCallum和Nelson 2005）就是一个明显的例子。当然，有些人对这一策略提出了质疑（Svensson 2005）。

下面，我们通过一个简单的理论模型总结了货币政策的传导。该模型具有大多数货币政策模型中常见的许多特征。然而，我们的版本旨在强调用于解释匈牙利等国家货币政策行为的关键宏观经济变量之间的相互作用。该模型用于求解货币政策工具，然后响应假定的经济结构。如下所示，即使在这个模型中，泰勒规则仍然是解释货币政策决策的重要组成部分。为简单起见，我们省略了动态因素，因为如果采用更复杂的模型，主要结论将保持不变。

Bofinger等（2006）和Bofinger和Meyer（2006）中引用的Walsh（2002）的专著启发了下面的讨论。Carlin和Soskice（2014）提出了类似的方法，称为用于分析经济稳定的宏观经济政策三方程模型（Carlin和Soskice 2014：第80–115页）。我们的框架也可以扩展，如Ostry等（2012）所述，以考虑汇

<sup>3</sup> 显然，非常规货币政策给所有中央银行带来了挑战。但是，这种类型的政策可以在同一灵活的通胀目标政策框架内得到适应。此外，汇率的作用不受非常规货币政策的影响。

<sup>4</sup> 以下材料大量借鉴了Ábel和Siklos（2023）。

率在开放经济中的作用，这是下面包含的特征。当然，汇率作为新兴市场经济体政策工具的作用也已纳入其他著作（例如Siklos和Ábel 2002）。

假设通货膨胀的描述如下：

$$\pi = \pi^e + ax - ve + \varepsilon_1, \quad (1)$$

其中， $\pi$ 是通货膨胀率， $\pi^e$ 是通胀预期， $x$ 是产出缺口。汇率 $e$ 是这样的，汇率升值（正值）会降低通货膨胀。 $v$ 参数捕捉汇率变化对通货膨胀的传递效应。所有其他被忽略的因素（即供应冲击）都归入残差项 $\varepsilon_1$ 。产出缺口定义为：

$$x = \frac{y - y^n}{y^n}, \quad (2)$$

$y^n$ 其中表示潜在产出。等式（1）是通货膨胀模型，其中通胀预期与通货膨胀一一变化。通货膨胀也对经济过热做出积极反应，这反映在正产出缺口中。等式（1）只不过是一条菲利普斯曲线（PC），其中包括汇率的影响。从理论上讲，等式（1）允许推导出旨在抑制通胀预期（固定锚点）的合理经济政策，同时寻求平衡观察到的经济活动与潜力。这意味着以下形式的明确目标函数：

$$(\pi - \pi^T)^2 + dx^2 + he^2 \rightarrow \min \quad (3)$$

方程（3）反映了目标，用箭头向右表示，即通过关注通胀目标的偏差来尽量减少损失是可取的 $\pi^T$ 。方程（3）的形式很容易受到批评，但其内容反映了政策制定者在演讲和其他公开交流中经常表达的主要担忧。二次形式，用变量的平方表示，相对于较小的偏差，对通胀目标或产出缺口的零偏差较大的偏差进行显著惩罚。由于大多数新兴市场经济体很少出现通货紧缩性衰退，因此将方程（3）视为反映最小化通胀超调的挑战是有用的，而通胀超调是一种更常见的情况。参数 $d$ 让政策制定者选择是否将重点放在产出缺口而不是通胀上，反之亦然。方程（3）的最后一个项反映了对汇率稳定的渴望<sup>5</sup>。

在考虑该模型的含义时，我们使用菲利普斯曲线的方程（1）作为条件最小化拉格朗日函数的限制，如下所示：

$$L = (\pi - \pi^T)^2 + dx^2 + he^2 + \lambda(\pi - \pi^e - ax + ve - \varepsilon_1) \rightarrow \min \quad (4)$$

<sup>5</sup>我们对模型中汇率的确切表示保留了一些模糊性。将汇率变量 $e$ 解释为名义汇率使得简单模型的解释更加直接。我们也可以在这里使用实际汇率：这不会对模型的推导产生任何影响，因为汇率没有经过优化，也不被视为政策变量。规范还可以反映实际汇率和均衡汇率之间的差距，但我们不想通过指定如何确定均衡汇率来增加额外的模糊性。考虑汇率的另一个复杂因素是其内生性。货币政策变量的变化可能会导致汇率的变化。我们不想深入探讨汇率确定的复杂性，因此我们也忽略了这些考虑。然而，从公式（7）中，我们观察到这个术语对简化模型没有重大影响，简化模型关注的是通胀目标的基本原理，而不管汇率变量是如何指定或解释的。估计均衡汇率的挑战是众所周知的。

最小化损失函数 $L$ 的最佳一阶条件是通过使用 $x$ 和的表达式获得的 $\pi$ :

$$\lambda = \frac{2d}{a}x \quad (5)$$

$$\lambda = -2(\pi - \pi^T) \quad (6)$$

方程（5）和（6）中的条件意味着政策实施的以下要求，即：

$$\pi - \pi^T = -\frac{d}{a}x \quad (7)$$

方程（7）捕捉了要求货币当局正式满足通胀目标的关系，如 Svensson（2005：第618页）所示。结果也与 McCallum 和 Nelson（2005：第603页）中的表达一致，他们关注的是工具规则而不是目标规则<sup>6</sup>。

正的产出缺口通常与较高的通货膨胀有关，因此，方程（7）描述的货币规则值得进一步讨论，该规则预测通胀缺口与产出缺口之间存在负相关性。上述货币规则定义了通胀目标制下央行所需的反应，并导致产出缺口与通胀缺口之间存在反比关系，表明央行必须将产出（或总需求）降低到潜在水平以下，以便通胀下降。

我们现在需要一些表达式来捕捉央行名义政策利率的变化，以推导出央行的反应函数<sup>7</sup>。再次，我们从公式（1）开始。接下来，需要一个表达式来解释经济中总需求的决定因素，总需求也受到利率发展的影响，并为货币政策传导到经济其他部分提供了渠道<sup>8</sup>。因此，我们引入了一条IS曲线来捕捉投资—储蓄关系。传统的IS曲线描述了实际利率的变化如何通过投资支出影响需求，进而影响产出缺口。因此，我们写道：

$$x = b - c(i - \pi^e) + \varepsilon_2, \quad (8)$$

其中 $i$ 表示名义利率。实际利率与产出缺口之间的负相关性是IS曲线的典型特征。 $\varepsilon_2$ 该术语是捕捉需求冲击的残差。

货币规则，例如方程（7），描述了中央银行的政策工具（ $i$ ）、通货膨胀（ $\pi$ ）和产出缺口（ $x$ ）函数之间的关系。泰勒规则（Taylor 1993）假设通胀缺口、产出缺口和中央银行的政策利率之间存在类似的关系。由于通货膨胀和产出缺口都是模型中的内生变量，因此有很多方法可以表达中央银行的反应函数（例如，见Svensson和Woodford 2005）。

<sup>6</sup> 方程（3）中的第三项反映了政策制定者对汇率稳定的目标。有关均衡汇率概念的问题，另请参阅Abel和Siklos（2023），这超出了本文的讨论范围。

<sup>7</sup> 至少在2008-2009年金融危机之前，大多数央行都将利率作为收紧或放松政策的工具。这一策略没有改变，尽管许多央行也依赖其他工具来补充政策利率。事实上，疫情助长了非常规货币政策在发达经济体以外的蔓延。例如，见Fratto等（2021）。

<sup>8</sup> 也就是说，利率的变化通过总需求的变化影响通胀和产出发展。

如果我们将方程（1）代入方程（7）的货币规则（MR），我们得到产出缺口的以下表达式：

$$x = \frac{a}{a^2 + d}(\pi^T - \pi^e) + \frac{a}{a^2 + d}ve - \frac{a}{a^2 + d}\varepsilon_1 \quad (9)$$

将 $x$ 代入方程（9）并使用方程（8）中的IS曲线表达式，我们得到名义利率的以下解，这是中央银行的货币政策工具：

$$i = \frac{b}{c} + \pi^e + \frac{a}{c(a^2 + d)}(\pi^e - \pi^T) - \frac{va}{c(a^2 + d)}e + \frac{1}{c}\varepsilon_2 + \frac{a}{c(a^2 + d)}\varepsilon_1 \quad (10)$$

形式为（10）的中央银行反应函数表达了这样一种观点，即当预期通胀超过通胀目标时，政策利率就会提高。实际利率（ $i - \pi^e$ ）与名义利率的增加同步增加（即所谓的泰勒原则）对于货币政策的有效性也很重要。还要注意，汇率通过响应更高的国内实际利率而升值来发挥作用。最后，产出缺口的正向冲击也会导致货币政策紧缩。因此，等式（10）保留了标准泰勒规则的要素，但增加了汇率波动的响应。

上述理论构造为解释匈牙利通胀、汇率和货币政策的演变提供了一些背景。当然，在这样做的过程中，许多问题都被抽象出来了。我们的重点是匈牙利的货币政策是否成功地稳定了经济结果，与通胀目标形式的价格稳定目标相一致。正如引言中所述，货币政策的实际滞后使得很难准确地确定央行对各种冲击的反应时间<sup>9</sup>。因此，动态很难具体说明。现在我们来谈谈一些实证证据。

### 三， 实证证据

2001年，匈牙利引入了通胀目标制<sup>10</sup>。我们首先从一些程式化的事实开始评估通胀、汇率和产出缺口之间的关系，考虑上面得出的理论关系，然后根据泰勒规则得出补充证据。

#### 3.1. 程式化事实I：通货膨胀、通货膨胀目标和实际汇率

图1描绘了观察到的CPI通胀（实线）、通胀目标和根据《马斯特里赫特条约》要求确定通胀表现的通胀参考值的演变<sup>11</sup>。马斯特里赫特参考通胀

<sup>9</sup> 当然，该模型的含义部分取决于如何确定预期。虽然这是事实，但它并没有改变政策制定者对观察值和预期值之间的差距做出反应的问题。如何确定预期超出了本文的范围。

<sup>10</sup> Siklos（2017）和Bordo和Siklos（2021）中的附录包含了世界各地通胀目标制的日期和细节。

<sup>11</sup> 欧盟委员会和欧洲央行通过趋同报告定期更新加入欧元区的参考通胀值，通常每两年更新一次。趋同涉及几个可量化的标准。学术界倾向于关注通胀表现。经验表明，判断也涉及决定加入欧元区的时机[例如，见Mody（2018）和Brunnermeier等（2016）]。见[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/convergence-reports\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/convergence-reports_en)。

率是欧盟成员国中通胀率最低的三个国家的通胀率加上1.5%<sup>12</sup>。自欧元区主权债务危机 (ESDC) 爆发以来，匈牙利加入欧元的日期被无限期推迟。事实上，目前还没有宣布在特定时间加入欧元区的计划。

图1：匈牙利的通货膨胀和通货膨胀目标，2001年第一季度至2024年第二季度

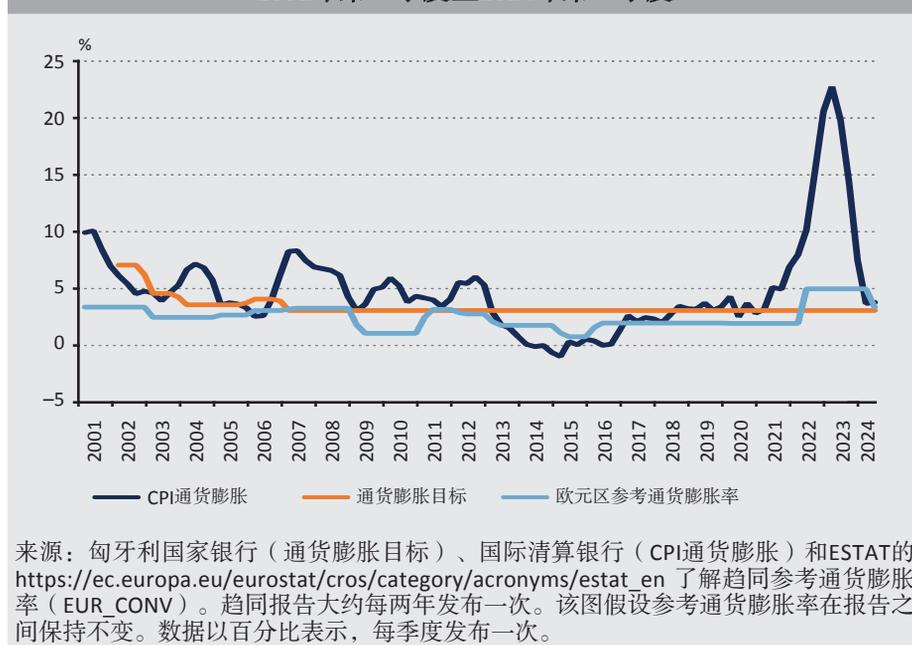


图1揭示了数据中的几个有趣特征。欧元参考利率通常低于观察到的通胀率。此外，2001年至2016年间，通胀率总体呈下降趋势。这一趋势被打断了三次。第一次是在2003–2004年，就在匈牙利加入欧盟之前，第二次是在2007–2008年，当时全球金融危机 (GFC) 蔓延到美国经济之外，最后是伴随新冠疫情而来的通胀明显飙升。研究通胀目标后发现，这些目标大多被证明相对于结果过于乐观，至少在欧元区主权债务危机之前是如此。只有在样本结束时，但在全球大流行之前，实际通胀率和通胀目标才会重叠一段时间。还值得注意的是，欧元区参考通胀率的变化频率远远高于匈牙利国家银行的通胀目标<sup>13</sup>。

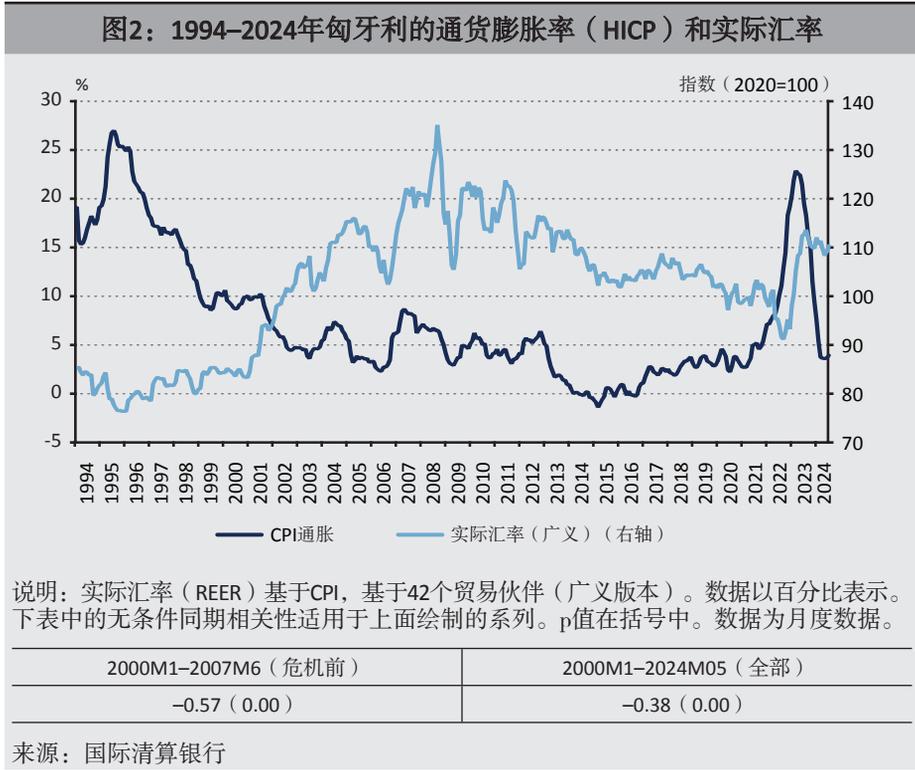
图2绘制了观察到的CPI通胀率（左侧刻度）与右侧刻度上衡量的基于CPI的实际汇率。数据为月度数据。全球金融危机前时期以实际汇率升值为

<sup>12</sup> 见<http://europa.eu.int/comm/enlargement/negotiations/chapters/chap11>。

<sup>13</sup> Golinelli和Rovelli (2005) 展示了他们研究期间 (1991年第一季度至2001年第一季度期间，按季度计算) 向欧盟参考通胀率趋同的进展。Siklos (2010) 还报告了1995年第一季度至2007年第四季度期间的趋同进展。

标志，金融危机后出现逆转。疫情过后，再次出现大幅升值。相对于通胀目标制的早期，样本结束时的实际汇率已经升值，而通胀率一般围绕国内设定的通胀目标波动（另见图1），直到新冠疫情爆发。

图2：1994–2024年匈牙利的通货膨胀率（HICP）和实际汇率



通货膨胀与实际汇率之间的（无条件）关系通常为负，如方程（1）所预测的那样<sup>14</sup>。也就是说，结果可能对所讨论的样本很敏感（未显示结果），可能是由于所考虑的样本期间三次大危机的影响。图2注释中的表格提供了图2中绘制的两个系列在金融危机前以及整个样本之间的相关性估计值。两个估计值均为负值且具有统计意义。匈牙利的汇率一直受到管理，直到2008年<sup>15</sup>。样本初期的数据给人留下了深刻的印象，即通胀向欧洲基准的趋同主要是由于本国货币福林的走强。除了全球金融危机期间的短暂飙升外，当时实际汇率行为与本文概述的模型基本一致，通胀一直保持稳定，直到新冠疫情爆发。

<sup>14</sup> 有关匈牙利及其邻国通胀目标框架和维持汇率制度的详细描述，请参阅Cizkovicz-Pękała等（2019）。

<sup>15</sup> 在匈牙利，1995年至2001年间，浮动区间为+/-2.5%的爬行钉住汇率制度指导了货币政策。汇率波动区间在2001年扩大到+/-15%，并在引入通胀目标制度后保持不变。维持双重目标（通胀目标和汇率区间）产生了潜在的冲突，但由于担心汇率升值导致竞争力下降，该体系一直维持到2008年2月25日引入浮动汇率制度。

尽管我们预计通胀与实际汇率之间存在负相关关系，但重要的是要记住，这也假设传递效应[方程（1）中的系数 $v$ ]是恒定的。然而，正如Mihaljek和Klau（2008）和Jašová等（2016）所报告的那样，传递效应在大多数新兴市场中有下降。值得注意的是，这种影响是不对称的，升值和贬值的传递变化不同。

从广义上讲，匈牙利的汇率政策反映了人们对这些政策如何威胁实现国内通胀目标的积极关注。可以说，在欧元区主权债务危机之前，实际升值抑制了通胀压力。此后，这种影响在一定程度上发生了逆转，很大程度上是因为放松货币政策立场的抵消效应。我们将在下文中回到稳定政策的这一方面。

### 3.2. 程式化事实II：产出一通胀缺口关系

众所周知，对于如何最好地估计产出缺口，并没有达成共识。因此，提出了许多过滤器来估计趋势或潜在产出。最流行和最著名的过滤器包括Hodrick-Prescott（H-P）、带通（Christiano与Fitzgerald 1999）和Hamilton（Hamilton 2018）过滤器。通常，由于（对数）实际GDP水平的非平稳性，一阶差分（即年化增长率）也经常被用作周期性产出变化的代理。中央银行通常混合使用各种技术来估计产出缺口或依赖某种总生产函数（例如，见Roeger等（2019）的欧洲案例）。Blondeau等（2021）是最新增加的欧盟产出缺口估计值。Drehmann和Yetman（2020）证明了对各种单变量过滤器的最新评估，而Hamilton和Leff（2020）重新审视了他们的一些结果。我们考虑一下，当我们将对汉密尔顿、H-P和带通滤波器以及实际GDP的增长率进行算术平均时会发生什么。

货币政策行动的结果可能会出现长期且可变的滞后。因此，虽然理论要求产出和通胀缺口朝相反的方向移动，即从方程（7）可以看出，这两个过程呈负相关，但预计这种关系不会同时发生。事实上，这种关系的强度取决于政策制定者对通胀和产出缺口的厌恶程度<sup>16</sup>。如前所述，方程（7）中的关系没有时间下标。当然，在实践中，上述政策滞后也可能起作用，这也会影响描述如何根据方程（10）设定政策利率的泰勒型规则。

图3显示了匈牙利从2000年到2024年初期间通胀和产出缺口的变化。数据的主要特征表明两者之间存在负相关性，尽管存在滞后，这与引言中关于货币政策滞后的观察结果一致。图3注释中的表格证实了这一预测。如果价格比产出变化更灵活，正如通常所观察到的那样，再加上希望将通胀保持在央行通胀目标附近，以确保产出也接近潜力，我们预计同期通胀缺口的变化将反映在未来的产出缺口变化中。事实上，这就是在匈牙利所观察到的情况。对于整个样本（2000–2024），当前通胀缺口的上升意味着未来几个季度产出缺口的下降，即使我们排除COVID和大流行后时期，负相关性仍然存

<sup>16</sup> 例如，在挪威，一个像匈牙利一样的小型开放经济体，尽管资源丰富，挪威银行依靠六个标准来制定合适的未来利率路径。第二个标准规定“通胀缺口和产出缺口应保持合理的比例，直到它们缩小为止。通胀缺口和产出缺口通常不应在未来同时为正或负。”（Kloster – Solberg-Johansen 2006：第119页）。这种方法是大多数通胀目标制央行普遍采用的方法。

在。当然，显示的互相关是无条件的。因此，仅靠货币政策可能无法产生这种结果。因此，我们转向依赖各种泰勒规则的额外证据。

图3：匈牙利的通胀缺口和产出缺口，2000–2024年



说明：季度数据以百分比表示。通胀缺口计算为年度CPI通胀减去通胀目标之间的差额（见图1）。产出缺口估计在本文正文中进行了解释，是应用于实际GDP对数的四个过滤器的平均值。下表显示了当前通胀缺口（括号中标记为 $t$ ）与全样本和危机样本（2010–2019）的滞后（ $t-\#$ ）或超前（ $t+\#$ ）产出缺口之间的峰值负无条件互相关。

峰值负互相关

样本	
2000Q1–2024Q1	2010Q1–2019Q4
-0.20* ( $t, t+10$ )	-0.23* ( $t, t+10$ )

\*表示相关性至少在10%的水平上具有统计显著性。

来源：见图1。

### 3.3. 更正式的证据：泰勒规则估计

现在我们通过货币政策工具规则的视角来考察本文中的主张，从而扩展分析。值得注意的是，到样本结束时，与欧洲央行和发达经济体的央行不同，匈牙利央行并没有像发达经济体那样实施量化宽松政策（见CGFS 2023），也没有达到有效下限（即负利率），尽管它已经接近了<sup>17</sup>。这使得依赖传统政策规则来调查匈牙利央行随时间变化的政策立场变得更加容易。

<sup>17</sup> 在疫情最严重时期（即2020年第四季度和2021年第一季度），政策利率确实一度接近零，但并未达到零。然而，与许多其他新兴市场一样，匈牙利央行比所有发达经济体更早、更快地收紧政策。例如，见Evdokimova等（2023）和Nagy Mohácsi等（2024）。

Mackiewicz-Łyziak (2016) 报告了匈牙利和其他中欧国家的货币政策从主动转向被动的转变。被动制度的特点是利率平滑度高 (Mackiewicz-Łyziak 2016: p. 133)。这种利率持续性与预期通胀或产出缺口的对应关系可能是由于公众对央行的看法和市场对央行信心的不确定性和担忧所致。利率持续性是一种众所周知且有广泛记录的现象。匈牙利等国的货币政策表明利率平滑效果显著 (例如, 另见Mackiewicz-Łyziak 2016, 见下文)<sup>18</sup>。

然而, 部分由于对政策规则估计值存在分歧, 现有文献依赖于比方程 (10) 中推导的反应函数更简单的版本, 尤其是忽略了汇率效应。

当然, 有大量文献涉及泰勒规则的估计和校准版本。Orphanides (2003) 和Kahn (2012) 提供了很好的概述。尽管规则很简单, 但使用这种方法解释货币政策立场时仍存在挑战。两个问题尤其突出。首先, 如前所述, 产出缺口的衡量仍然存在相当大的不确定性。实际汇率缺口的估计也存在类似的问题。近年来, 政策规则还必须处理中性实际利率的下降, 即所谓的  $r^*$ <sup>19</sup>。有证据表明, 一些新兴市场 (例如巴西和墨西哥, 见Perrelli和Roache 2014; 以及Carrillo等 2018) 的实际利率也有所下降。现有有关新兴市场经济体的文献还考虑了估计的泰勒规则是否受到结构性突变的影响 (例如Galimberti和Moura 2013; Yilmazkuday 2008), 或受到非线性的影响 (例如Klose 2019), 尽管通常不会同时识别出变化的  $r^*$ 。

我们依赖基于泰勒原始公式 (Taylor 1993) 的估计规则。但是, 如上所述, 我们还估计了具有随时间变化的中性实际利率的版本<sup>20</sup>。

接下来, 由于我们认为汇率在制定货币政策立场方面发挥着独立的作用, 我们通过增加实际汇率缺口扩展了上述原始泰勒规则。与产出缺口平行, 该缺口估计为使用前面描述的四个过滤器估计的缺口的算术平均值。对于实际汇率, 关于系数的预期大小没有共识, 但经验证据表明, 该系数小于通胀或产出缺口的系数 (例如, 见Engel和West 2006)。

通胀目标  $\pi^*$  由欧盟委员会在其趋同报告中所述的通胀目标或通胀标准代替。产出缺口由实际GDP数据构成, 除了从中央银行获得的估计值外, 我们还考虑使用各种过滤器的平均值 (即单侧H-P、汉密尔顿和实际GDP增长率)。最后, 有些情况下, 预期通胀率由一年期通胀预测值替代, 而产出缺口则由依赖《世界经济展望》预测值的一年期实际GDP增长预测值替代<sup>21</sup>。

<sup>18</sup> 在特殊情况下, 例如明显的投机性攻击或全球金融危机, 货币政策倾向于转向积极的机制, 即利率对预期通胀或产出缺口的反应更为强烈 (Mackiewicz-Łyziak 2016: 第134页)。自全球金融危机以来, 关于名义利率 (尤其是央行政策利率) 随机性的争论已经平息。证据通常有利于利率平滑现象。除其他外, 请参阅Romero-Ávila (2007) 和Coibion和Gorodnichenko (2012)。

<sup>19</sup> 虽然人们一致认为中性实际利率在过去十年或更长时间内有所下降, 但点估计以及下降的确切来源也存在很大的不确定性。

<sup>20</sup> 估计值基于所谓的状态空间模型, 其中  $R_t = R_t^* + u_t$  和  $R_t^* = R_{t-1}^* + v_t$  是潜在的 (即未观察到的), 遵循随机游走 (即只有最近的过去值有助于预测其未来值)。观察到的利率  $R$  围绕  $R^*$  波动。由于卡尔曼滤波器估计值不稳定, 我们应用H-P滤波器 (平滑参数为100000) 并使用这些  $r^*$  估计值生成图2注释中表格中的估计值。

<sup>21</sup> 这些是半年度预测值。我们假设预测值在两个季度内保持不变, 尽管使用Chow-Lin方法将半年度预测值转换为季度预测值不会对结论产生影响。

理论表明，正通胀缺口（即通胀率高于目标）伴随着正产出缺口（即观察到的产出高于潜在产出），而正实际汇率缺口则表明汇率升值超过均衡代理值，并将有助于抑制未来的通胀和产出缺口。这表明，由于实施了灵活的通胀目标制，央行积极促进了商业周期稳定。所谓的泰勒原则（例如，见 Taylor 1999）表明，通货膨胀的稳定状态系数应该至少为1，以表明通货膨胀缺口的正向冲击会通过政策利率的超比例上升得到缓解。如果将泰勒规则的基本惯性版本写成估计回归，则为：

$$R_t = r^* + \pi_t^* + \beta_0(\pi_t - \pi_t^*) + \beta_1\tilde{y}_t + \rho R_{t-1} + \varepsilon_t \quad (11)$$

其中， $R_t$ 是政策利率， $r^*$ 是中性实际利率，可能随时间变化（即写为 $r_t^*$ ）， $\pi^*$ 是通胀目标。对于匈牙利，通胀目标如图1所示。 $\pi_t$ 其余变量是观察到的CPI通胀率， $(\pi_t - \pi_t^*)$ 因此是通胀缺口， $\tilde{y}_t$ 而是产出缺口。在 Taylor（1993）的原始校准规范中， $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 都设置为0.5。Taylor（1999）和 Yellen（2012）将校准值提高到 $\beta_1$ 2，部分是为了承认美联储的双重使命。

回到方程（11），至少可以考虑另一个扩展。鉴于在我们研究的样本中影响匈牙利的重大危机，关系出现结构性断裂的可能性将改变（11）中的估计系数。虽然事件可以决定断点的选择，但首选策略是让数据自己说话。因此，我们写为

$$R_t' = \delta_0 D_{t \leq \kappa} + \delta_1 D_{t > \kappa} + \nu_t \quad (12)$$

其中 $\delta$ 是虚拟变量 $D_{t \leq \kappa}$ 、 $D_{t > \kappa}$ 使得断点发生在时间 $\kappa$ 断点日期的估计基于 Bai（白聚山）和 Perron 的结构断点测试（见 Bai 和 Perron 1993）。虽然为简单起见，方程（12）假设一次断点，但我们实际上考虑了在2000–2024年期间可能发生两次以上结构断点的可能性。方程（12）的估计被称为条件泰勒规则，因为估计取决于结构断点的可能性。

最后，由于本文声称匈牙利国家勾选实施的灵活通胀目标制需要对汇率发展敏感，我们还估计了方程（11）的版本，假设中性利率为恒定或随时间变化，并增加了实际汇率差距。扩展模型因此写为

$$R_t = r^* + \pi^* + \beta_0'(\pi_t - \pi_t^*) + \beta_1'\tilde{y}_t + \beta_2'\overline{reer}_t + \rho R_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (13)$$

$\overline{reer}_t$  其中是实际汇率差距。方程（13）被称为扩展政策规则。

估计结果见附录表1。根据中性实际利率是否随时间变化（前四列）给出了两组估计值。虽然中性实际利率是否随时间变化会存在一些差异，但至少有一个惊人的结果在所有类型的估计泰勒规则中都一致出现。首先，根据本文的中心假设，匈牙利国家银行对实际汇率缺口表现出了显著的敏感性。事实上，稳定状态反应的规模通常至少与稳定状态产出缺口对政策利率的影响一样大。因此，汇率升值使央行能够降低政策利率。这与本文开发的简单模型一致。

从表1中显示的结果中，我们还可以得出其他一些重要发现。首先，匈牙利央行在很大程度上遵循了泰勒原则，因为无论泰勒规则的估计形式如何，通胀缺口的稳定状态估计值都大于1。其次，匈牙利央行还表明，它以

理论预测的方式对产出缺口作出反应。在几种情况下，稳定状态系数的大小与一些用于说明发达经济体货币政策实施的校准泰勒规则相当。最后，我们还注意到，总是会发现三个结构性断点，这些断点发生在匈牙利加入欧盟、全球金融危机或新冠疫情前后。一旦估计值以这些断点为条件，我们关于汇率在匈牙利货币政策实施中的作用的命题仍然得到支持。此外，三个缺口的稳定状态响应基本没有变化，尽管可靠的估计值适用于略小的样本。<sup>22</sup>

#### 四， 总结和结论

偶尔会从传统的宏观经济学理论框架来讨论货币政策的实施。中央银行的政策自主权让外部观察者误以为货币政策，尤其是通胀目标制，可以独立于任何实际经济因素。这种误解也强化了一些分析师的观点，即通胀目标制意味着在制定货币政策立场时忽略其他宏观经济因素。在小型开放经济体中，在新兴市场经济体中，这种态度通常被解释为假设产出和通胀差距足以决定货币政策立场。

我们的研究从一个简单的货币政策理论模型开始，以建立一个概念框架。该模型将实际经济活动、通胀和汇率联系起来。然后我们考虑该模型对匈牙利的影​​响。从实证上看，我们表明，除了传统的通胀和产出缺口变量外，实际汇率发展在匈牙利央行如何制定货币政策立场方面发挥着重要作用。

汇率波动并不能完全保护国内经济免受外部冲击。最值得注意的是，欧洲央行如何制定货币政策也将影响匈牙利。这并不奇怪。虽然匈牙利有朝一日有望采用欧元，但采用欧元的时间范围已大大延长。这不再是匈牙利的优先事项，事实上，也是其邻国捷克共和国和波兰的优先事项。

本文的结果支持以下观点：通过考虑汇率因素，可以增强商业周期的稳定，而汇率因素对于灵活实施通胀目标制并不陌生。匈牙利货币政策的实施凸显了人们的认识，即在以通胀控制为中央银行目标的框架内纳入汇率因素不会限制货币政策的自主性。

#### 参考文献

- Ábel, I. – Siklos, P.L. (2023): *Macroeconomic Risks and Monetary Policy in Central European Countries: Parallels in the Czech Republic, Hungary, and Poland*. (《中欧国家的宏观经济风险和货币政策：捷克共和国、匈牙利和波兰的相似之处》) *Risks*, 11(11), 200. <https://doi.org/10.3390/risks11110200>
- Bernanke, B.S. (2017): *Temporary Price Level Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy*. (《临时价格水平目标：货币政策的替代框架》) *Brookings Institution Commentary*, October 12. <https://www.brookings.edu/articles/temporary-price-level-targeting-an-alternative-framework-for-monetary-policy/>

---

<sup>22</sup> 我们仅对两个主要结构突变之间的样本提供条件估计，部分原因是这些突变周围的观测数量很少。因此，这些通常非常短的样本的估计值不可靠。

- Blondeau, F. – Planas, C. – Rossi, A. (2021): *Output Gap Estimation Using the European Union's Commonly Agreed Methodology: Vade Mecum & Manual for the EUCAM Software*. (《使用欧盟共同认可方法估计产出缺口: EUCAM 软件的“跟我走”和手册》) European Commission Discussion Paper 148, October. <https://doi.org/10.2765/217592>
- Bofinger, P. – Mayer, E. (2006): *The Svensson versus McCallum and Nelson Controversy Revisited in the BMW Framework*. (《在 BMW 框架中重温斯文森与麦卡勒姆和尼尔森的争议》) Discussion Papers of DIW Berlin 585, DIW Berlin, German Institute for Economic Research. <http://hdl.handle.net/10419/18478>
- Bofinger, P. – Mayer, E. – Wollmershäuser, T. (2006): *The BMW Model: A New Framework for teaching Monetary Economics*. (《BMW 模型: 货币经济学教学的新框架》) Journal of Economic Education, 37(1): 98–117. <https://doi.org/10.3200/JECE.37.1.98-117>
- Bordo, M.D. – Levy, M.D. (2020): *Do Enlarged Fiscal Deficits Cause Inflation: The Historical Record*. (《财政赤字扩大是否会导致通货膨胀: 历史记录》) NBER Working Paper No. 28195. <https://doi.org/10.3386/w28195>
- Bordo, M.D. – Siklos, P. (2021): *The Transformation and Performance of Emerging Market Economies Across the Great Divide of the Global Financial Crisis*. (《新兴市场经济体在全球金融危机大分化中的转型与表现》) NBER Working Paper 26342. <https://doi.org/10.3386/w26342>
- Brunnermeier, M. – James, H. – Landau, J.-P. (2016): *The Euro and the Battle of Ideas*. (《欧元与思想之争》) Princeton: Princeton University Press.
- Carlin, W. – Soskice, D. (2014): *Macroeconomics: Institutions, Instability, and Financial System*. (《宏观经济学: 机构、不稳定性、以及金融体系》) Oxford University Press, Oxford.
- Carrillo, J. – Elizondo, R. – Rodriguez-Perez, C. – Roldán-Peña, J. (2018): *What Determines the Neutral Rate of Interest in an Emerging Economy*. (《什么决定了新兴经济体的中性利率》) Bank of Mexico Working Paper 2018-22. <https://www.banxico.org.mx/publications-and-press/banco-de-mexico-working-papers/%7BDB137D03-30CE-8C9A-1BBD-52C4EEE3BE29%7D.pdf>
- CGFS (2023): *Central Bank Asset Purchases in Response to the Covid-19 Crisis*. (《央行为应对新冠疫情危机而采取的资产购买措施》) CGFS Papers No. 68, Committee on the Global Financial System, March. <https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm>
- Christiano, L. – Fitzgerald, T.J. (1999): *The Band Pass Filter*. (《带通滤波器》) Working paper 99-06, Federal Reserve Bank of Cleveland, July. <https://doi.org/10.26509/frbc-wp-199906>
- Ciżkiewicz-Pękała, M. – Grostal, W. – Niedźwiedzińska, J. – Skrzyszewska-Paczek, E. – Stawasz-Grabowska, E. – Wesołowski, G. – Żuk, P. (2019): *Three Decades of Inflation Targeting*. (《通胀目标制的三十》) NBP Working Paper No. 314. Narodowy Bank Polski, Warsaw. [https://static.nbp.pl/publikacje/materialy-i-studia/314\\_en.pdf](https://static.nbp.pl/publikacje/materialy-i-studia/314_en.pdf)

- Coibion, O. – Gorodnichenko, Y. (2012): *Why Are Target Interest Rate Changes So Persistent?* (《目标利率变化为何如此持久?》) *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(4): 126–162. <https://doi.org/10.1257/mac.4.4.126>
- Croushore, D. (2011): *Frontiers of Real-Time Data Analysis*. (《实时数据分析的前沿》) *Journal of Economic Literature*, 49(1): 72–100. <https://doi.org/10.1257/jel.49.1.72>
- Drehmann, M. – Yetman, J. (2020): *Which Credit Gap is Better at Predicting Financial Crises? A Comparison of Univariate Filters*. (《哪种信贷缺口更能预测金融危机? 单变量过滤器的比较》) BIS Working Paper 878. <https://www.bis.org/publ/work878.htm>
- Engel, C. – West, K.D. (2006): *Taylor Rules and the Deutschmark-Dollar Real Exchange Rate*. (《泰勒规则和德国马克-美元实际汇率》) *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(5): 1175–1194. <https://doi.org/10.1353/mcb.2006.0070>
- Evdokimova, T. – Nagy Mohácsi, P. – Ponomarenko, O. – Ribakova, E. (2023): *Central bank and Policy Communication: How Emerging Markets Have Outperformed the Fed and ECB*. (《中央银行和政策沟通: 新兴市场如何超越美联储和欧洲央行》) Peterson Institute for International Economics Working Paper 23-10, October. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4628672>
- Feldkircher, M. – Hofmarcher, P. – Siklos, P. (2021): *What do central banks talk about? A European perspective on central bank communication*. (《各国央行在谈论什么? 欧洲视角下的央行沟通》) *Focus on European Economic Integration*, Q2/21: 61–81. [https://www.oenb.at/dam/jcr:13e8b5cc-0638-43e2-977e-6646eed875c6/04\\_feei\\_Q2\\_21\\_What-do-central-banks-talk-about.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:13e8b5cc-0638-43e2-977e-6646eed875c6/04_feei_Q2_21_What-do-central-banks-talk-about.pdf)
- Fratto, C. – Harnoys Vannier, B. – Mircheva, B. – de Padua, D. – Poirson, H. (2021): *Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries*. (《新兴市场和前沿国家的非常规货币政策》) IMF Working Paper No. 2021/014, January. <https://doi.org/10.5089/9781513567211.001>
- Friedman, M. (1948): *A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability*. (《实现经济稳定的货币和财政框架》) *American Economic Review*, 17 (Supplement: Report of the Washington Meeting): 330–332. <https://doi.org/10.2307/1907322>
- Friedman, M. (1960): *A Program for Monetary Stability*. (《货币稳定计划》) New York, N.Y. Fordham University Press.
- Friedman, M. (1962): *Should There Be an Independent Monetary Authority?* (《是否应该有一个独立的货币当局?》) In: Yeager, L.B. (ed.): *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, pp. 219–243. <https://doi.org/10.4159/harvard.9780674434813.c9>
- Galimberti, J. – Moura, M. (2013): *Taylor Rules and Exchange rate Predictability in Emerging Market Economies*. (《泰勒规则与新兴市场经济体的汇率可预测性》) *Journal of International Money and Finance*, 32(February): 1008–1031. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.08.006>

- Golinelli, R. – Rovelli, R. (2005): *Monetary Policy Transmission, Interest Rate Rules and Inflation Targeting in Three Transition Countries*. (《三个转轨国家的货币政策传导、利率规则和通胀目标》) *Journal of Banking and Finance*, 29(1): 183–201. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.021>
- Goodfriend, M. – King, R.G. (1997): *The Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*. (《新古典主义综合理论与货币政策的作用》) In: NBER Macroeconomic Annual, Volume 12, pp. 231–283. <https://doi.org/10.1086/654336>
- Goodhart, C. – Pradhan, M. (2020): *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. (《人口大逆转：老龄化社会、不平等现象减弱和通货膨胀复苏》) London: Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-42657-6>
- Gopinath, G. (2021): *Structural Factors and Central Bank Credibility Limit Inflation Risks*. (《结构性因素和中央银行信誉限制了通胀风险》) IMF Blog, 19 February. <https://blogs.imf.org/2021/02/19/structural-factors-and-central-bank-credibility-limit-inflation-risks/>
- Hamilton, J.D. – Leff, D. (2020): *Measuring the Credit Gap*. (《衡量信贷缺口》) Working Paper, University of California, San Diego, June. [https://econweb.ucsd.edu/~jhamilto/HL\\_credit.pdf](https://econweb.ucsd.edu/~jhamilto/HL_credit.pdf)
- Hamilton, J.D. (2018): *Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter*. (《为什么你不应该使用 Hodrick–Prescott 过滤器》) *Review of Economics and Statistics*, 100(5): 831–843. [https://doi.org/10.1162/rest\\_a\\_00706](https://doi.org/10.1162/rest_a_00706)
- Havranek, T. – Rusnak, M. (2013): *Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis*. (《货币政策传导滞后：一项元分析》) *International Journal of Central Banking*, 9(4): 39–75. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q4a2.htm>
- Hofman, D.J. – Chamon, M. – Deb, P. – Harjes, T. – Rawat, U. – Yamamoto, I. (2020): *Intervention Under Inflation Targeting – When Could it Make Sense?* (《通胀目标下的干预——何时才有意义?》) IMF Working Paper 20/9, January. <https://doi.org/10.5089/9781513526027.001>
- Hofmann, B. – Bogdanova, B. (2012): *Taylor Rules and Monetary policy: A Global “Great Deviation”*. (《泰勒规则与货币政策：全球“大偏向”》) *BIS Quarterly Review*, September: 37–49. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1209f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209f.htm)
- Jašová, M. – Moessner, R. – Takáts, E. (2016): *Exchange Rate Passthrough: What has changed since the Crisis?* (《汇率传导：危机以来发生了什么变化?》) *BIS Working Paper No. 583*. <https://www.bis.org/publ/work583.pdf>
- Kahn, G. (2012): *Estimated Rules for Monetary Policy*. (《货币政策估算规则。》) *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Kansas City), Vol. 97(Q IV): 5–29. <https://www.kansascityfed.org/documents/935/2012-Estimated%20Rules%20for%20Monetary%20Policy.pdf>

- Klose, J. (2019): *Are Easter European Taylor Functions Asymmetric in Inflation and Output: Empirical Evidence for Four Countries*. (《东欧泰勒函数在通货膨胀和产出方面是否不对称：四个国家的实证证据》) *Eastern European Economics*, 57(1): 31–49. <https://doi.org/10.1080/00128775.2018.1517600>
- Kloster, A. – Solberg-Johansen, K. (2006): *Forecasting in Norges Bank*. (《挪威银行的预测》) *Economic Bulletin*, 77 (3): 112–122. <http://hdl.handle.net/11250/2504292>
- Kydland, F.E. – Prescott, E.C. (1977): *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. (《规则而非自由裁量权：最优计划的不一致性》) *The Journal of Political Economy*, 85(3): 473–492. <https://doi.org/10.1086/260580>
- Mackiewicz-Lyziak, J. (2016): *Active and Passive Monetary Policy in CEE Countries with Inflation Targeting: The Case of the Czech Republic, Hungary, and Poland*. (《中东欧国家实施通胀目标制的积极和消极货币政策：以捷克共和国、匈牙利和波兰为例》) *Eastern European Economics*, 54(2): 133–152. <https://doi.org/10.1080/00128775.2015.1126789>
- McCallum, B.T. – Nelson, E. (2005): *Targeting versus Instrument Rules for Monetary Policy*. (《货币政策目标与工具规则》) *Review (Federal Reserve Bank of St. Louis)*, 87(5): 597–611. <https://doi.org/10.20955/r.87.597-612>
- Mihaljek, D. – Klau, M. (2008): *Exchange Rate Pass-Through in Emerging Market Economies: What Has Changed and Why?* (《新兴市场经济体的汇率传递：发生了什么变化？原因是什么？》) In: *Bank for International Settlements: Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No 35, pp. 103–130. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap35d.pdf>
- Mints, L.W. (1945): *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States*. (《英国和美国银行理论史》) Chicago: University of Chicago Press.
- Mints, L.W. (1950): *Monetary Policy for a Competitive Society*. (《竞争社会的货币政策》) New York: McGraw-Hill.
- Mody, A. (2018): *Euro Tragedy: A Drama in Nine Acts*. (《欧洲悲剧：九幕剧》) Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780199351381.001.0001>
- Nagy Mohácsi, P. – Evdokimova, T. – Ponomarenko, O. – Ribakova, E. (2024): *Emerging Market Central Banking and Communication: The Great Catchup*. (《新兴市场中央银行和通信：伟大的追赶》) *Financial and Economic Review*, 23(1): 29–49. <https://doi.org/10.33893/FER.23.1.29>
- Nordstrom, A. – Roger, S. – Stone, M.R. – Shimizu, S. – Kisinbay, T. – Restrepo, J. (2009): *The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*. (《汇率在通胀目标型新兴经济体中的作用》) *Occasional Paper 267*, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781589067967.084>

- Orphanides, A. (2001): *Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data*. (《基于实时数据的货币政策规则》) *American Economic Review*, 91(4): 964–985. <https://doi.org/10.1257/aer.91.4.964>
- Orphanides, A. (2003): *Monetary Policy Evaluation with Noisy Information*. (《噪声信息下的货币政策评估》) *Journal of Monetary Economics*, 50(3): 605–631. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(03\)00027-8](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(03)00027-8)
- Ostry, J.D. – Ghosh, A.R. – Chamon, M. (2012): *Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies*. (《两个目标、两种工具：新兴市场经济体的货币和汇率政策》) *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/01. <https://doi.org/10.5089/9781475503623.006>
- Perrelli, R. – Roache, S.K. (2014): *Time-Varying Neutral Interest Rate – The Case of Brazil*. (《时间变中性利率——巴西案例》) *IMF Working Paper 14/84*, May. <https://doi.org/10.5089/9781484385210.001>
- Pourroy, M. (2012): *Does Exchange Rate Control Improve Inflation Targeting in Emerging Economies?* (《利率控制能否改善新兴经济体的通胀目标?》) *Economics Letters*, 116(3): 448–450. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.036>
- Roeger, W. – McMorrow, K. – Hristov, A. – Vandermeulen, V. (2019): *Output Gaps and Cyclical Indicators*. (《产出缺口和周期性指标》) *European Commission Discussion Paper 104*, July. <https://doi.org/10.2765/79777>
- Romero-Ávila, D. (2007): *Unit Roots and Persistence in the Nominal Interest Rate: A Confirmatory Analysis Applied to the OECD*. (《名义利率的单位根和持久性：应用于OECD的验证性分析》) *Canadian Journal of Economics*, 40(3): 980–1007. <https://doi.org/10.1111/j.1365-2966.2007.00439.x>
- Siklos, P.L. (2010): *Meeting Maastricht: Nominal Convergence of the New Member States Toward EMU*. (《马斯特里赫特会议：新成员国向欧元区名义上的融合》) *Economic Modelling*, 27(2): 507–515. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2009.11.003>
- Siklos, P.L. – Ábel, I. (2002): *Is Hungary Ready for Inflation Targeting?* (《匈牙利准备好实施通胀目标了吗?》) *Economic Systems*, 26(4): 309–333. [https://doi.org/10.1016/S0939-3625\(02\)00059-6](https://doi.org/10.1016/S0939-3625(02)00059-6)
- Simons, H.C. (1934): *Positive Program for Laissez Faire: Some proposals for a liberal economic policy*. (《自由放任的积极计划：自由经济政策的一些建议》) *Public Policy Pamphlet No. 15*. Chicago: University of Chicago Press. <https://desmarais-tremblay.com/Resourses/Simons%20Henry%20C.%201934%20A%20Positive%20Program%20for%20Laissez%20Faire.pdf>
- Simons, H.C. (1936): *Rules versus Authorities in Monetary Policy*. (《货币政策中的规则与当局》) *Journal of Political Economy*, 44(1): 1–30. <https://doi.org/10.1086/254882>

- Simons, H.C. (1948): *Economic Policy for a Free Society*. (《自由社会的经济政策》) Chicago: University of Chicago Press.
- Sternberg, J.C. (2021): *What Inflation Debate Misses: Inflation*. (《通货膨胀辩论忽略了什么：通货膨胀》) Wall Street Journal, 11 February. <https://www.wsj.com/articles/what-inflation-debates-miss-inflation-11613065779>
- Svensson, L.E.O. (2005): *Targeting versus Instrument Rules for Monetary Policy: What is Wrong with McCallum and Nelson?* (《货币政策目标与工具规则：麦卡勒姆和尼尔森的错误何在？》) Review (Federal Reserve Bank of St. Louis), 87(5): 613–625. <https://doi.org/10.20955/r.87.613-626>
- Svensson, L.E.O. – Woodford, M. (2005): *Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting*. (《通过通胀预测目标实施最佳政策》) In: Bernanke, B.S. – Woodford, M. (eds.): *The Inflation Targeting Debate*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 9–83. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226044736.003.0003>
- Taylor, J. (1993): *Discretion versus Policy Rules in Practice*. (《实践中的自由裁量权与政策规则》) Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 33: 195–214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)
- Taylor, J.B. (1999): *Commentary: Challenges for Monetary Policy: New and Old*. (《评论：货币政策面临的挑战：新的与旧的》) In: *New Challenges for Monetary Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole*, pp. 59–67. <https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/3537/1999-S99tayl.pdf>
- Wachtel, P. – Blejer, M. (2020): *A Fresh Look at Central Bank Independence*. (《重新审视中央银行独立性》) Cato Journal, 40(1): 105–132.
- Walsh, C.E. (2002): *Teaching Inflation Targeting: An analysis for Intermediate Macro*. (《教学通胀目标：中级宏观经济分析》) Journal of Economic Education, 33(4): 333–346. <https://doi.org/10.1080/00220480209595331>
- Yelen, J.L. (2012): *The Economic Outlook and Monetary Policy*. (《经济展望与货币政策》) Speech by Vice Chair Yellen on the economic outlook and monetary policy – Federal Reserve Board. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120411a.htm>
- Yilmazkuday, H. (2008): *Structural Breaks in Monetary Policy Rules: Evidence from Transition Economies*. (《货币政策规则的结构性突破：来自转型经济体的证据》) Emerging Market Finance and Trade, 44(6): 87–97. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X440606>

## 附录

表1: 泰勒规则估计的种类

变量	标准	条件	扩展	条件扩展	标准	条件	扩展	条件扩展
全样本	2000Q1-2024Q1	2004Q2-2021Q4	2000Q1-2024Q1	2009Q1-2024Q1	2000Q1-2024Q1	2002Q1-2021Q4	2001Q1-2024Q1	2009Q1-2024Q1
阶段样本	/	2004Q2-2021Q4	/	2009Q1-2024Q1	/	2009Q1-2024Q1	/	2009Q1-2024Q1
持续	/	/	/	/	-0.09 (0.32)	0.09 (0.32)	-0.74 (0.37)**	-0.48 (0.18)***
$\pi_t^{gap}$	1.01 (0.12)***	1.06 (0.31)***	1.18 (0.17)***	1.17 (0.12)***	1.16 (0.25)***	1.19 (0.36)***	2.47 (1.28)*	1.43 (0.20)***
$y_t^{gap}$	0.58 (0.08)***	0.39 (0.10)***	0.55 (0.09)***	0.34 (0.07)***	0.81 (0.44)*	0.23 (0.61)	2.70 (1.96)	0.78 (0.22)***
$reer_t^{gap}$	/	/	-0.37 (0.16)**	-0.57 (0.16)***	/	/	-1.65 (1.21)	0.86 (0.02)***
$R_{t-1}$	0.80 (0.04)***	0.89 (0.05)***	0.82 (0.02)***	0.80 (0.04)***	0.89 (0.03)***	0.92 (0.03)***	0.95 (0.02)	-0.95 (0.22)***
$r_t^*$	0.19 (0.06)**	0.06 (0.05)	0.17 (0.06)***	0.07 (0.06)***	/	/	/	/
观察结果	0.95	0.96	0.95	0.97	0.95	0.96	0.95	0.98
阶段日期	/	2004Q2 2022Q1	/	2005Q2 2009Q1	/	2004Q2 2022Q1	/	2004Q1 2009Q1

说明: \*\*\*表示在1% (\*\*, 5%; \*, 10%) 显著性水平上具有统计学显著性。括号中为标准误差。所示样本的季度数据。文中给出了变量定义。表1提供了两组估计值, 具体取决于中性实际利率是否恒定。前四列表示使用恒定中性实际利率的估计值。在这种情况下, 扩展泰勒规则属于前瞻性; 否则, 政策规则被视为后向性。标准是正文中写的传统泰勒规则。条件是显示以最多2个结构性中断的估计为条件的泰勒规则。扩展是标准泰勒规则加上实际利率对数的四个过渡器的平均值 (另见图B和正文)。括号中为Newey-West标准误差。除了条件扩展泰勒规则 (trim = 15%) 外, trim为10%。在5%的水平上, 使用L+1与L中断的零值来测试是否存在最多2个结构中断。对于三个间隙变量, 显示了稳定状态估计值和标准误差。通过应用表达式找到稳定状态  $z_t = \beta / (1-\rho)$ ,  $z$  其中是三个间隙变量之一的稳定状态估计值,  $\beta$  是间隙变量的估计系数 (见方程 (11) 和 (13)),  $\rho$  是估计的利率平滑参数。

# 小型开放经济体减少法定准备金 利息支出的挑战——匈牙利案例

查瓦什·乔巴<sup>id</sup>，科洛日·帕尔·彼得<sup>id</sup>，鲍瑙伊·阿达姆<sup>id</sup>

2020年初，多家央行通过提高存款准备金率、降低存款准备金率等方式，应对央行资产负债表大幅增加以及通胀冲击导致利率上升带来的挑战。在介绍了相关理论背景、简要历史概述和国际案例后，本研究以2022年至2024年匈牙利国家银行法定准备金制度的修改为案例进行了研究。本文介绍了这些措施可能对银行行为和市场收益率环境产生的影响，以及央行对此的反应。根据匈牙利的经验，减少法定准备金支付的利息具有显著而强烈的限制：采取这一步骤，作为技术结果，在给定的总体利率水平下，央行的利息支出可以减少，但削减的幅度受到以下事实的限制：该修正案将对总体金融市场环境产生意想不到的成本，并且可能对外汇供应产生影响。意外成本的数额可能会因时间和空间的不同而有所不同，这主要取决于特定国家的经济和金融状况，因此仔细和深思熟虑的介绍绝对是必要的。匈牙利的经验可能首先适用于使用本币且金融市场欠发达的小型开放经济体。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E41，E47，E51  
关键词：货币政策；存款准备金率；央行；利率；金融体系

## 一、引言

2008年金融危机后，央行的运作发生了根本性变化<sup>1</sup>，其后果之一就是央行资产负债表大幅膨胀。2020年新冠危机以及与2022年2月爆发的俄乌战争有关的能源危机之后，通货膨胀卷土重来——根据博里奥（Borio）和他的合著者（2023）的分类，这场战争的在诸多方面引发了经济衰退。几十年来从未见过的高价格动态的金融体制——全球范围内的利率政策收紧，导致央行资产负债表和银行体系的扩大加上流动性<sup>2</sup>，央行利息支出大幅增加。这

---

\*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。

查瓦什·乔巴（Csávás Csaba）：匈牙利国家银行处长。电子信箱：csavasc@mn.b.hu。

科洛日·帕尔·彼得（Kolozsi Pál Péter）：匈牙利国家银行局长，布达佩斯城市大学。电子信箱：kolozsip@mn.b.hu。

鲍瑙伊·阿达姆（Banai Ádám）：匈牙利国家银行执行局长。电子信箱：banaia@mn.b.hu。

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.23.4.177>

<sup>1</sup>沃纳克（Vonnák）（2017）。

<sup>2</sup>有关内容见：科洛日—霍尔瓦特（Kolozsi—Horváth）（2020）和蒙纳特（Monnet）（2023）。

种充满挑战的运营环境<sup>3</sup>让中央银行界重新思考其工具和工具箱<sup>4</sup>。在这方面，被优先考虑和审查的货币政策工具之一是法定准备制度。

近期，由于上述原因，各国央行重新发现了存款准备金率作为货币政策和央行工具的潜力，多个发达和新兴国家央行也纷纷下调存款准备金率。除了实践中可见的利息外，法定准备金的修改也被纳入经济和公共政策的争论话题，知名经济学家纷纷就法定准备金利率提出建议，引发专业争论。

一些中央银行不支付或只支付部分中央银行准备金利息。法定准备金和准备金支付利息的问题也与近年来央行出现的几个问题有关。在加息周期中，央行损失上升以及相关的资本补充成为人们关注的焦点<sup>5</sup>。央行利息支出的上升导致银行利润的增加<sup>6</sup>，而银行体系流动性的增加是一个因利息支付而产生的自我刺激过程。尽管央行没有利润目标，但作为国家机构，货币工具箱的成本效益运行也是一个重要目标，前提是央行仍然能够实现其首要目标。从银行的角度来看，如果利润的上升可以被视为额外利润，那么提取的手段之一就是降低法定准备金的利率。法定准备金利率还与银行体系的流动性有多种关系：例如，流动性膨胀导致央行加息仅部分传导至存款利率，从而导致存款利率上升。以增加银行利润。此外，除了高流动性和高利率之外，支付利息本身也可以增加流动性，而按照定量的方法，这甚至可能会降低高利率所体现的货币紧缩的有效性。

通过介绍匈牙利减少法定准备金利息的案例研究，我们的目标是匈牙利的经验也可以用于有关法定准备金制度未来作用的经济和公共政策讨论。尽管匈牙利措施的目的是对银行体系流动性进行全面管理，作为其他措施的补充，但这些经验可能具有相关性。当然，匈牙利案例的适用性并不普遍，这些经验可能主要适用于使用本国货币且金融市场欠发达的小型开放经济体。

## 二、文献综述和理论背景

法定准备金监管是最传统的央行工具之一。其目的是促进金融体系的正常运作。此类监管自19世纪以来一直存在。二战之前，发达国家的金融监管主要以美国金融监管为特征，1945年以后成为欧洲和亚洲广泛使用的工具<sup>7</sup>。1980年代和1990年代，准备金水平和监管复杂性有所下降，但与此同时，准备金率仍然是央行广泛使用的工具之一。根据国际货币基金组织2018年进行的一项调查，全球125家央行中有116家将与法定准备金相关的规定纳入央行工具箱中（Della Valle等 2022）。

根据法定准备金监管规定，中央银行必须将流动性中央银行资产与受准备金要求限制的信贷机构资源的指定范围保持在指定比例。这些来源要素通

<sup>3</sup> 国际清算银行（2024）。

<sup>4</sup> 霍夫曼—科洛日（Hoffmann—Koloszi）（2017）。

<sup>5</sup> 另见如：诺德斯特龙—弗雷丁（Nordström—Vredin）（2022），贝尔霍辛（Belhocine）和他的合著者（2023）。

<sup>6</sup> 鲍瑙伊（Banai）和他的合著者（2024）表明，2023年匈牙利银行的盈利能力非常出色，其中来自匈牙利央行的利息收入发挥了决定性作用。

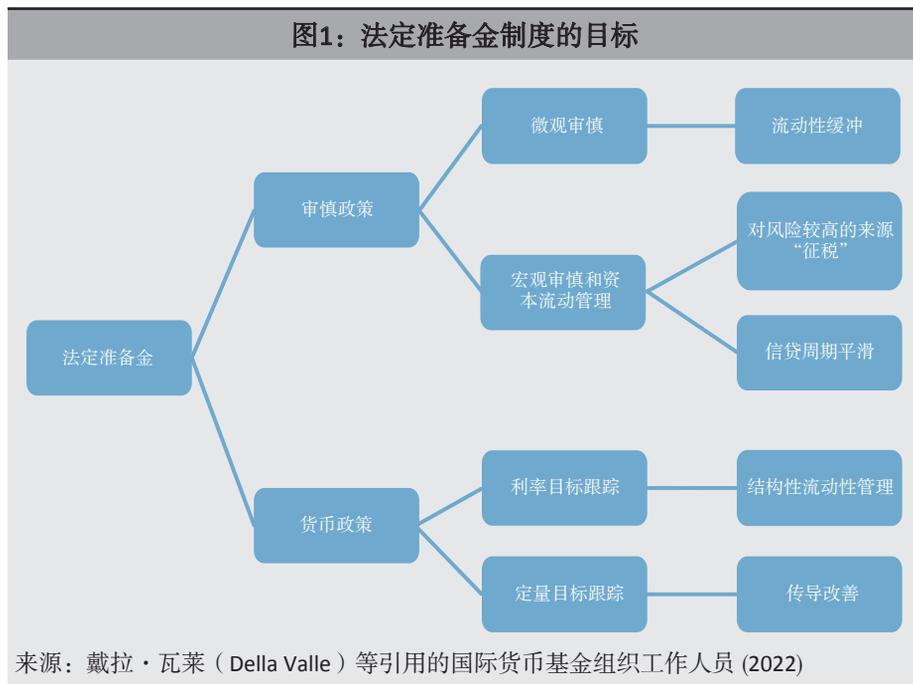
<sup>7</sup> 德国、日本和英国央行分别于1948年、1959年和1960年引入存款准备金率。

常是存款、贷款、发行的债务证券、回购协议。法定准备金率是决定商业银行必须持有的流动性央行资产（通常是央行账户资金，偶尔还有现金）数量的数值。根据查瓦什（Csávás）和他的合著者的说法（2017:554）：“法定准备金率越高，流动资产在银行总资产中的比例越高，从流动性角度来看，银行运营就越安全。与此同时，与长期资产的回报相比，银行通过流动性较高的资产可以获得较低的回报，因此持有流动性资产对商业银行来说意味着收益牺牲。如果央行按照市场利率支付其规定的存款准备金率，则可以减轻这种收益率牺牲。”

换句话说，根据当前目标，与存款准备金率相关的资源池、规定利率、满足存款准备金率可接受的工具以及利息支付可能在不同国家和不同时期有所不同。

戴拉·瓦莱（Della Valle）和他的合著者2022年的研究显示了储备系统目的的多样性。监管有两个基本方向。最初，维持法定准备金主要是为了审慎目的，因为这样银行就可以利用流动性来抵御潜在的冲击。后来，通过法定准备金限制风险活动和过度信贷动态的目标出现。典型的例子之一是，许多国家试图通过对外汇资源征收大量法定储备来阻止外币借贷的增加。罗马尼亚就是一个例子，该国在2000年代初，外汇来源的所需准备金达到30%，并且考虑的来源范围扩大到包括期限超过两年的货币（Hilbers等 2005）。在许多情况下，法定准备金是根据货币政策目标使用的，因为它可以通过限制/缩小流动性等方式影响市场利率并加强传导。

图1：法定准备金制度的目标



宾德塞尔（Bindseil）（2004）的分类也与上述重叠，根据该分类，中央银行将使用法定准备金归因于以下一个或多个原因：

- （1）支持个别银行的流动性管理，特别是银行挤兑带来的风险；
- （2）确保和支持对金融体系的货币控制；
- （3）通过将准备金率作为内在的稳定器来促进货币政策目标的实现；
- （4）通过减少利息支出来提高央行的利息收入；
- （5）通过要求每家银行“获得”满足准备金要求所需的流动性来促进和鼓励银行之间的竞争，这具有市场建设作用；
- （6）影响银行体系的结构流动性状况，塑造和稳定准备金需求；
- （7）在没有公开市场操作的情况下管理短期临时流动性冲击以及相关的短期利率波动，这是由通常具有法定准备金制度特征的平均机制提供的。

上述哪些功能是由准备金制度履行的，这反映在法定准备金制度的规范中，并且可以看出，准备金制度的目标和功能随着时间的推移，随着金融体系的发展而发生系统性的变化。特定国家的情况，以及关于储备体系对货币体系影响的知识的扩展。根据宾德塞尔（Bindseil）（2004）的观点，以下参数决定了强制准备金制度的特征和规范：（1）准备金及相关准备金率；（2）准备金计算期限；（3）存款准备金率水平；（4）利息支付；（5）平均的可能性；（6）库存现金结算。

我们研究的重点是法定准备金支付利息的规定和水平。因此，我们的首要问题是哪些方面决定了法定准备金支付的利息金额以及利息支付本身。关于是否有必要对法定准备金支付利息，以及如果央行设立无息法定准备金，那么是否可以将其视为税收，文献中已经展开了激烈的专业辩论。弗里德曼（Friedman）（1960）对这个问题的思考可以追溯到很久以前，他建议中央银行应该根据所需准备金支付与安全和流动资产相对应的利率，因为在法定货币体系中，创造银行准备金的边际成本为零，那么如果央行支付准备金的市場利息，则持有银行准备金的机会成本可以降至零。

根据无息存款准备金背后的逻辑，如果银行不对活期存款支付利息，那么央行就不需要对其持有的商业银行资金支付利息，主要用于流动性目的。换句话说，这种论点只是说，由于法定准备金支付的利息本质上使银行致富，商业银行不会将其转嫁给经济中的其他参与者，因此，就带息准备金而言，中央银行银行将其垄断地位的部分利润输送给私营部门，其中也包括金融部门（De Grauwe和Ji 2023a）。

无息准备金的要求目前不能被视为主导理论。批评者认为，这个推导虽然听起来简单明了，但并不一定在所有情况下都是正确的。一方面，银行的无息资金不一定能够与规定的准备金相对应。另一方面，银行系统可以索取以这种方式损失的收入，即使它不是“赚取的”收入。例如，托瓦尔（Tovar）和他的合著者（2012）表明，无息存款准备金率的效果在很大程度上取决于银行体系市场的竞争程度。如果银行在信贷市场面临激烈竞争，但能够成为存款市场的价格制定者，那么它们最终将降低存款利息。反之，如果存款方的银行与信贷方的价格制定者之间存在竞争，存款利率不会变化，但信贷成本会上升，导致信贷投放减少。当然，这些模型极大地简化了现实，因为银行决策中信贷和存款双方无法分开。

戴拉·瓦莱（Della Valle）等（2022）概述了类似的方面，也表明银行在法定准备金利率方面的关键问题是法定准备金支付的利息与“竞争产品”的利率相比如何，“竞争产品”的利率实际上可以是基础利率速度。非常大的偏差会导致明显的失真。当然，这个程度也取决于银行融资成本的程度。此外，确定利率时可能还需要考虑其他因素，例如金融稳定性问题。在某些情况下，利息的支付也可能变得尤为重要，这样监管就不会给金融体系带来额外的成本，当然，根据具体情况，这甚至可能危及某些机构的资本状况或流动性。

德格劳威（De Grauwe）和纪月梅（Yuemei Ji）（2023b）建议提高中央银行的无息法定准备金率水平，从而将中央银行利润转移到商业银行利润，中央银行支付的补贴银行，就会停止。根据他们的论点，即使央行不支付所需准备金的利息，也有可能提高市场收益率。通过提高准备金要求，银行的准备金需求曲线将会发生变化，央行仍然能够通过准备金供应影响银行间收益率。此外，由于法定准备金可以被视为一种隐性税收，银行会通过提高贷款利率来应对，这有利于对抗通货膨胀。央行垄断的利润应该转移给政府，而不是转移给银行体系。克劳迪奥·博里奥（Claudio Borio）（Centralbanking 2023）也有类似的观点，他说这个问题也有政治经济方面，而且央行似乎正在通过紧缩政策来补贴银行，这对银行来说意味着一个容易获得的利润来源。与瑞士类似，他提出了一种带状利率制度，即央行只支付一定程度的利息，而不是高于这一点，这鼓励了银行间交易。

德格劳威和纪月梅（2023c）还向欧洲央行（ECB）提出了两级准备金制度，法定准备金不支付利息，超额准备金支付与现行类似的利息。将准备金率从目前的1%提高到5%，将使央行向银行提供的利息收入减少300亿欧元，将准备金率提高600亿欧元至10%，而超额准备金将保持在2万亿欧元。德格劳威和纪月梅（2024a）认为，这种修改仍将允许央行维持操作框架，并使货币政策在对抗通胀方面更加有效。

德格劳威和纪月梅（2024b）认为，支付的利息也会恶化央行传导，由于资本状况改善，银行放贷意愿增加。因此，虽然利率上升减少了对银行贷款的需求，但通过更高的资本从央行向银行的转移增加了贷款供给，从而降低了银行贷款利率。弗里克（Fricke）和他的合著者（2023）发现，与其他银行相比，央行准备金较高、央行利率较高的银行的贷款供应对央行紧缩的敏感度较低。央行决策者必须考虑到这一点，一个选择可能是提高无息存款准备金率并引入两级存款准备金率。威兰（Whelan）（2021）主张部分利息支付，因为在欧洲央行和日本央行使用的分级制度中，央行在一定的准备金水平以下支付较低的利率，高于该水平的基准利率利率，所以经济体的边际融资成本就是基准利率，央行仍然能够影响市场利率。布特泽尔（Buetzer）（2022）提出了一种减少准备金支付利息的方法，根据该方法，欧洲央行将以较低的利率将流动性限制在长期逆回购工具中，并通过使短期存款工具的利率与其数量成反比。银行由此产生的损失将由之前提高的贷款利差（贷款利率与存款利率之间的差额）的利润来弥补。

宾德塞尔（Bindseil）（2014）反对取消法定准备金利息。无息准备金要求可以被视为中央银行对非银行机构在银行的存款征收的税。这种税收

增加了银行利用存款进行融资的成本。无息法定存款准备金制度可能导致相关存款品种大量资本外流，也可能影响国际资本流动。零售储户可能不会离开欧元区，但他们可能会离开银行体系，流入影子银行体系。麦考利（McCauley）（2023）还强调对金融稳定的危险，欧元区储户将把存款转移到离岸账户，税收将由“不动”储户缴纳，税基和税收将低于预期。资本不足、流动性低的影子银行体系将获胜，该体系不受最后贷款人的约束，这可能会破坏欧元区的金融稳定。夸皮尔（Kwapil）（2023）也强调了适应的缺点。银行可以用不受存款准备金率限制的批发存款替代零售存款，从而可以避免准备金监管增加再融资成本，从而影响货币政策的走向。金融稳定风险也随之出现。在当前环境下，除了信贷需求下降之外，银行无法将负担完全转嫁给客户，从而降低了银行的盈利能力，削弱了欧元区银行体系的金融稳定性。科索宁（Kosonen）（2023）还认为，改变存款准备金率的监管将会在最不确定的时刻对欧元区银行体系的稳定性产生负面影响。此外，如果央行发现某些类型的来源存在稳定性风险，则可以对其进行处罚。

查奈（Charnay）和霍勒吉恩（Hollegien）（2023）发现，欧洲央行可能提高法定准备金率将影响银行的盈利能力和流动性。这一增加降低了银行的流动性覆盖率（LCR），因为在欧元区，只有超额准备金才被视为流动资产，而法定部分在压力情况下不能随时提取<sup>8</sup>。

总体而言，最近关于法定准备金利率的争论并未达成共识。支持减少或归零法定准备金利息的论点主要基于这样的事实：这样支付的利息是不合理的，而且央行即使减少利息支付也可以将市场利率保持在目标水平。在保持法定准备金支付利息的同时，他们主要认为减少准备金支付利息会导致资本外流，损害货币政策传导，导致银行流动性和资本状况恶化，影响金融稳定的风险增加<sup>9</sup>。

上述理论文献和专业争论总体上考察了法定准备金利率，或仅为先进央行提供建议。对于发达和新兴中央银行来说，法定准备金的利息支付可能会产生截然不同的影响和后果。例如，在发达国家，由于资本市场更加成熟，非银行金融中介更加广泛，银行更容易逃避监管<sup>10</sup>。

在实证文献中，我们没有找到对发达市场央行近期实施的准备金制度变革的全面分析。然而，就欧洲央行而言，关于2023年秋季存款准备金率的修改，市场人士指出，9月底隔夜收益率下降了2-3个基点，为2020年以来最大降幅，因此与欧洲央行持平。存款准备金率的利率（Gledhill 2023）。

---

<sup>8</sup> 如果准备金率达到10%，一些成员国的LCR指标将下降至接近100%的水平。考虑到定向长期贷款（TLTRO）的到期情况，将法定准备金率提高至9%至10%，将导致超额准备金水平下降50%。

<sup>9</sup> 一些引用的作者认为，金融稳定风险源于资本状况的恶化。值得一提的是，如果资本减少到构成稳定风险的程度，法定准备金率和/或市场利率的极端水平是必要的，银行不应或仅部分转移负担。

<sup>10</sup> 关于银行金融中介、资本市场中介和影子银行体系，发达国家和新兴国家之间以及新兴国家内部在中东欧地区也可能存在差异（Bethlendi – MÉRŐ 2020；MÉRŐ – Bethlendi 2022）。

托瓦尔（Tovar）和他的合著者（2012）调查了拉丁美洲国家提高存款准备金率（以及其他宏观审慎措施）的结果，这些措施旨在抑制拉丁美洲国家的过度信贷动态，这些国家的央行只为存款准备金率支付部分利息。结合2000年代巴西、哥伦比亚和秘鲁的例子，得出的结论是，这些措施实施后，信贷动态在短时间内适度下降，但修正案不适合长期平滑信贷周期。莱因哈特（Reinhart）和莱因哈特（Reinhart）（1999）考察了拉美和东南亚央行的做法，通过提高准备金率来对冲20世纪90年代央行与资本流入相关的购汇所带来的流动性增强效应。多数国家在准备金率上调后，存贷款利差均有所扩大，超过一半的情况是贷款利率上升或存款利率下降，符合理论的方向。

### 三，匈牙利国家银行法定准备金制度修订（2022–2024）——案例研究

本章我们总结了国际上与法定准备金相关的实践变化，然后详细介绍了匈牙利国家银行（MNB）此前的做法，以及匈牙利央行在2022年之间对准备金规定的修订到2024年，重点关注其对银行行为和货币传导的影响。

#### 3.1. 国际实践

根据国际货币基金组织2018年的调查，全球三分之二的央行没有为所需准备金支付利息。此外，不支付利息的国家平均利率高于支付利息的国家。在过去的二十年里，央行对法定准备金支付利息的事实也在发达国家蔓延。

1999年之前，大多数欧洲央行不按存款准备金率支付利息。欧洲央行也在1999年之后开始支付利息，主要是受到德国央行的压力，因为德国央行是此前为数不多的对强制持有在央行的资金支付利息的央行之一。最近一次影响存款准备金率的重大变化始于2007–2008年危机之后的欧洲央行，并于2012年将存款准备金率从2%降低至目前的1%。随后，在负利率时期，欧元区国家引入了波段制度，银行最多可以按规定存款额的6倍以0%的利率存入存款，这比负利率更优惠。然后生效。这是在支付准备金利息时考虑审慎考虑的一个很好的例子。从2022年秋季开始，欧洲央行对法定准备金支付O/N存款利息，并且随着正利率的引入，之前的两档准备金制度被废除。在做出决定之前，准备金账户中持有的金额相当于准备金义务的近25倍，即存入的金额相当于约30%的准备金率。最后一次变化发生在2023年夏季，当时欧洲央行将法定准备金支付的利率降至0%。

就美联储而言，无息法定准备金的做法比欧洲央行的持续时间更长，因为他们直到2008年才支付存放在其中的资金（De Grauwe 和Ji 2023a）。此前，法律限制不允许央行支付利息。随后，截至2020年3月，美联储将之前10%和3%的两级法定准备金率降至0%。该措施取消了所有存款机构持有法定准备金的要求。

就瑞士国家银行（SNB）而言，近年来有关准备金要求的法规也发生了类似的重大变化。2023年秋季，瑞士央行决定不支付法定准备金利息，以应对加息周期导致的利息支出大幅增加。2024年，进一步收紧法定准备金

监管，法定准备金率由2.5%提高到4%，并提高了部分准备金来源的权重。此举显然是为了制定更具成本效益的货币政策。

体制改革后，中东欧国家的央行积极运用存款准备金率来实现各项目标。在许多情况下，欧洲央行的做法是采用显著较高的准备金率，高达10%或接近这一水平。保加利亚中央银行对国内银行来源实行10%的利率，对国外来源实行5%的利率，而对来自国家和地方政府的来源则不要求强制准备金。之所以按照居住地区分来源，是因为央行在2000年代后半叶试图遏制国内过度借贷。正如我们之前介绍的，2000年代初期，罗马尼亚央行对本外币资源规定了不同的准备金率，以防止外币借贷的增加。目前，根据面额的不同，有不同的利率，因为现在对列伊资源适用8%的准备金率，对外币资源适用5%的准备金率。前者的税率已从2015年的10%降低。所有币种的法定准备金支付的利息都特别低，列伊的利息为0.77%，欧元的利息为0.16%。新冠危机期间，2020年春季，克罗地亚央行将法定准备金率从12%降低至9%。由于加入欧元区，法定准备金率逐渐与欧洲央行协调：2022年夏季首次降至5%，从2023年1月开始，作为欧元体系的一部分，克罗地亚也将占1%。

在该地区使用较低准备金率的国家中，波兰央行采用与国内做法相同的规定准备金来冲销很大一部分过剩流动性。波兰国家银行（NBP）于2021年11月和2022年3月提高了法定准备金率。波兰国家银行将2021年10月之前的利率设定为0.5%，然后在11月上调至2%，然后在2022年3月上调至3.5%。此举的目标之一是促进货币政策的实施，即稳定银行间单日收益率（POLONIA利率）接近参考利率。此外，提高存款准备金率也是出于紧缩银根的目的。捷克银行体系中法定准备金的冲销作用较为温和。在那里，央行很长一段时间没有触及规定的准备金监管，因为它自2000年以来一直采用2%的利率。由于这种稳定性，特别受到关注的是，捷克决策者在2023年秋季还决定停止支付法定准备金利息，然后在2024年秋季提高了无息准备金率从2%到4%。

**表1：法定准备金规模和相关利率的国际示例（百分比）**

国家	法定准备金率	法定准备金支付的利息	指导利率
欧元区	1	0	3.25
瑞士	4	0	1
捷克	4	0	4.25
爱尔兰	3	0	9
波兰	3.5	5.75	5.75
罗马尼亚	8	0.78	6.5
保加利亚	10-12	0	3.4
匈牙利	10	四分之一法定准备金的基本利息	6.5

说明：2024年10月值。在捷克，4%的准备金率将于2025年1月起生效。

来源：各央行网站

在新兴国家中，许多拉美国家也实行了存款准备金率。巴西希望通过收紧法定准备金规则来阻止2007–2008年危机后贷款激增，并通过监管激励大型银行也为小型银行提供融资。在相当复杂且经常变化的体系中，巴西央行对许多资产负债表项目设定了高达20%或更高的利率，并且只对其中一小部分支付利息。对于大多数来源来说，目前适用的税率也是20%。秘鲁和哥伦比亚也积极使用了这一工具。就秘鲁而言，除了抑制过度的信贷动态外，明确的目标是抑制美元化，因此在过去十年中，美元来源的法定准备金率水平明显较高，甚至超过50%。

### 3.2. 1990年代至今匈牙利法定准备金制度的演变

1990年代初，由于金融市场相对不发达，央行只能有限程度地使用市场型工具，因此法定准备金工具发挥了主要作用。通过改变利率，央行通过其对货币乘数的影响来调节流动性。为了抵消倍增的加速并减少流动性，国家银行多次提高利率（MNB 2002）。存款准备金率的监管在20世纪90年代及其后几乎不断变化，变得更加细化和统一，但同时它并没有成为短期货币监管最重要的工具（Ábel即将出版）。

随着市场的发展，准备金率的主要功能是通过准备金制度的平均机制来降低回报的波动性（MNB 2002）。法定准备金体系中更大的缓冲使得银行体系更容易适应流动性冲击。由于采用平均机制，准备金存量可以波动，而所需准备金作为缓冲，可以降低银行同业拆借利率的波动性。

匈牙利国家银行在20世纪90年代上半叶逐步降低准备金率，1995年分阶段提高准备金率至17%，为该时期的最高值。央行将增加解释为国内流动性收窄，目标是货币紧缩和稳定（MNB 1996）。央行认为提高准备金率是暂时必要的措施，并在1996年逐步将准备金率降至12%，以防止银行体系因加入经合组织而处于竞争劣势。2000年代初，为了减少收入提取，结合欧盟协调，央行逐步进一步降低准备金率，接近当时欧洲央行使用的2%的利率。2004年加入欧盟时的税率水平为5%，并在随后的几年中保持在这一水平。雷曼危机后，央行将存款准备金率下调至2%，以利于银行体系的流动性管理。2010年至2015年间，匈牙利国家银行采用了选择性准备金率，银行可以自愿选择高于最低2%的5%利率。2015年12月，由于匈牙利国家银行3个月存款工具的数量限制，准备金率降至1%，并且该比率在2022年秋季之前保持不变。

从1990年9月开始，央行对法定准备金支付利息，以部分补偿国际高利率造成的收入损失。1990年代，法定准备金支付的利息明显低于市场利率。外币来源（以匈牙利福林计）支付的利息高于匈牙利福林来源，由于维持固定汇率制度和缺乏外币，因此有必要进行区分。自1998年以来，不同面额的利率没有差异。当存款准备金率较高且所支付的利息不足以覆盖持有成本时，银行会找到多种方法来规避存款准备金率。直到2004年，法定准备金支付的利息都低于基准利率，即使在2001年引入通胀目标制后，与基准利率的偏差仍然很高，超过5个百分点，即影响银行的收入剥夺水平。自2004年5月1日加入欧盟之日起，法定准备金支付的利息与基本利率相同，理由是国内银行体系不会处于竞争劣势。

### 3.3. 2022–2024年匈牙利国家银行法定准备金制度重组，影响分析

法定准备金在国内监管中的突出地位，从其作为现行《中央银行法》中指定的货币政策工具之一就可见一斑<sup>11</sup>。立法还规定，匈牙利国家银行可以对法定准备金“支付利息”，并且利率可能根据准备金率要素的不同类型及其不同特征而有所不同。

存款准备金率的另一个特点是“法定存款准备金率的数额、法定存款准备金应付的利息数额以及根据存放在匈牙利国家银行的金额超过规定数额确定的利息”。匈牙利国家银行行长根据央行决定，规定了“法定准备金率”和“法定中央银行准备金的计算、形成和存放方式，以及未履行的情况下采取的措施”。货币委员会颁布法令受到监管，除基准利率外，不具有货币政策工具的特征。

下面，我们将描述匈牙利国家银行采取的步骤和银行体系的调整，以及央行对此的反应。根据金融市场流程，我们的分析制定了有关银行可能反应的假设<sup>12</sup>。

#### 3.3.1. 提高法定准备金率和调整利率

匈牙利国家银行于2021年夏季开始加息周期。央行在决策过程中多次强调，从货币传导的角度来看，各子市场、各时期的短方利率按照短方利率走势发展至关重要。货币委员会认为最佳的利率水平。除其他因素外，这种动机也是使提供欧元流动性的掉期工具（以前仅在季度末使用）在2022年夏季成为日常工作的原因。

匈牙利国家银行于2022年夏天宣布的法定准备金制度改革的目的也是为了通过永久约束银行体系中的流动性来加强货币传导的效率。从2022年10月起，法定存款准备金率从1%提高到5%，之前足以满足月平均存款准备金率，但此后每日日终实行最低存款准备金率。此外，银行可以自愿选择高于最低5%的准备金率6%至10%，并在基准利率之外加上利息。这些措施的结果是，准备金账户中永久绑定的流动性从约4000亿福林大幅上升至27000亿福林。央行宣布这一转型是旨在永久确保流动性的一揽子措施的一部分，旨在通过延长对冲股票的平均期限来减少短期收益率波动并加强货币传导：

- 以前根据具体情况进行的债券贴现拍卖现已成为常规拍卖，期限为一周。
- 从2022年10月开始，它宣布推出可变利率且期限超过一周的存款（MNB 2022）。

2023年春季，央行对法定准备金的监管进行了进一步调整：

- 为了增加永久束缚的流动性，从2023年4月起，最低准备金率提高至10%，因此，到2023年4月，法定准备金束缚的流动性增至4.4万亿福林。可以选择10%以上的准备金率已经提高到11–15%。

<sup>11</sup> 2013年第CXXXIX号法律，即《匈牙利国家银行法》。

<sup>12</sup> 由于范围限制，我们的研究并未考察存款或贷款条件可能发生的变化。

- 匈牙利国家银行将法定准备金利率转变为阶梯式。一方面，将选择性准备金部分的利率设定为高于此前基准利率的一日存款招标利率，鼓励银行选择较高的利率。另一方面，法定准备金部分的利率也发生了变化，相当于法定准备金的2.5%（即四分之一的法定准备金）的准备金不支付利息<sup>13</sup>。此举的目的是抑制央行付息带来的流动性扩张，即央行付息后后续付息导致流动性扩张，形成滚雪球效应。在确定无息准备金水平时，匈牙利国家银行还考虑了金融稳定性方面的因素（Kolozi 2023）。

### 3.3.2. 法定存款准备金利率转换产生的银行利息扣除

如果央行不为全部或部分法定准备金支付市场利息，其成本可以量化<sup>14</sup>。所谓法定准备金利息扣除可能会扭曲储备资源的定价。单位储备资源的利息扣除可以用以下公式量化：

$$\frac{T}{D} = (r_M - r_R) * R \quad (1)$$

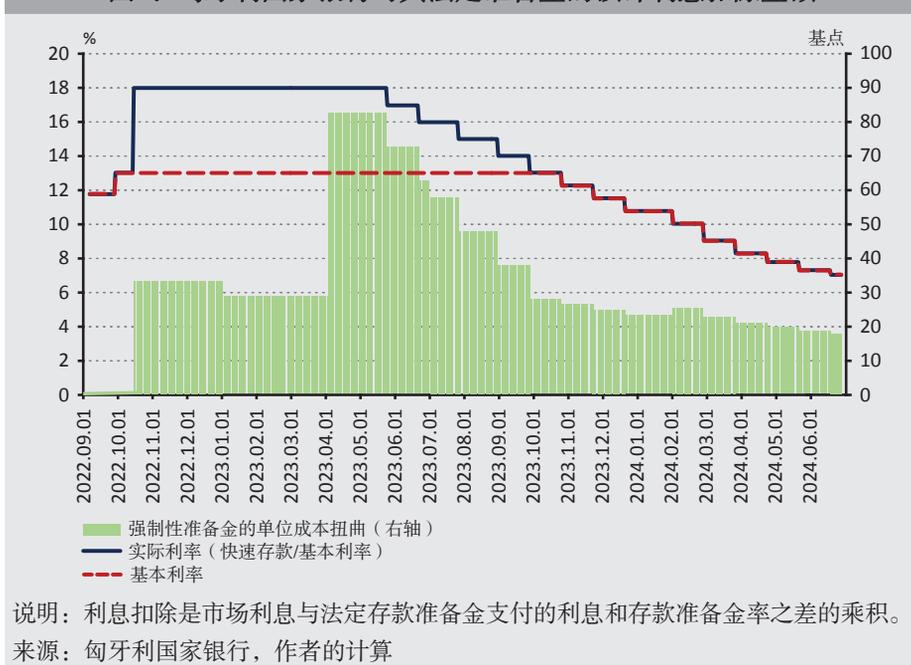
其中，T为名义利息扣除率，D为法定准备金资源量， $r_M$ 为市场利息， $r_R$ 为法定准备金支付的利息，R为法定准备金率（基于Árvai 1995，我们认为使用“谁”这个名称更能表达所研究的指标，即“收入提取”）。利息扣除取决于市场利率与法定准备金利率之间的差额以及准备金率。

扣除利息的单位率是指银行为了保持盈利能力不变，必须降低准备金来源的利率多少。这也可以理解为，如果银行将全部成本转移到准备金上，准备金的利息需要减少多少。当然，这并不意味着银行在实践中转嫁了这一成本，转嫁的可能性取决于市场力量，在许多情况下，从央行收到的利率甚至根本没有体现在存款定价中。该成本也可以这样近似：如果银行筹集一个单位的准备金要求资金，并将与规定准备金率（R）相对应的金额存入准备金，其余部分（1-R）存入中央银行的存款准备金中。监管存款工具，则其仅将市场利率与准备金利率之间的差额损失至与准备金率对应的准备金来源中的部分流动性。

<sup>13</sup> 匈牙利国家银行采用了一种很少使用的方法，即对法定准备金征收部分利息。许多央行已完全取消法定准备金利息，对全部法定准备金支付零利息（例如欧洲央行）。在中央银行支付部分费用的国家，通常为所需准备金总额确定低于基准利率的固定名义利率（例如罗马尼亚）。

<sup>14</sup> 在文献中，这通常被称为“隐性税”。

图2：匈牙利国家银行对其法定准备金的预计利息扣除金额



关于匈牙利国家银行的强制性准备金，在量化扣息时，除了准备金率和准备金利率外，我们还考虑到了2022年10月起匈牙利国家银行推出了快速存款招标，其利率为有效参考利率，直到2023年秋季都高于基本利率，而基本利率中的强制性准备金利率部分仍然保留。2023年4月起，央行再次上调准备金率，并引入区间利率，意味着利息扣除金额大幅增加（图2）。在计算中，我们计算了法定准备金支付的平均利息，即自2023年4月起基本利息的75%。2023年7月至2024年1月，对两周以上存款进行了修改，降低了利息扣除率，导致有效无息存款准备金率由2.5%调整为2.13%。减息幅度最大的是2023年4月，当时准备金率和实际利率最高。通过降低央行实际利率，进而降低基准利率，大幅降低了贴息率。匈牙利国家银行从2024年1月末起取消了长期存款招标，因此不再将其计入法定准备金，这也略微修改了利息扣除率。2024年夏季，减息率在20个基点左右，低于2022年秋季。如果以相对方式衡量利息扣除（将其除以有效参考利率），则显示出一些不同的动态。其价值在2023年春季最高，超过4%，随后逐渐下降至2.5%。因此，其比例的减少幅度小于名义利息扣除的情况。2024年夏季的相对指标值略高于2022年秋季（1.6–1.8%）。

### 3.3.3. 银行体系适应计息准备金

银行可以通过多种方式来适应强制性准备金制度利率的转变。方法之一是降低准备金利率。如果这与上面显示的利息扣除率相同，银行就可以恢复之前的盈利能力。然而，为此，有必要永久降低存款准备金来源的利率，例如银行存款利率。如果是一日存款，则每天存款，这也可能导致客户流失，即不能无限期使用。

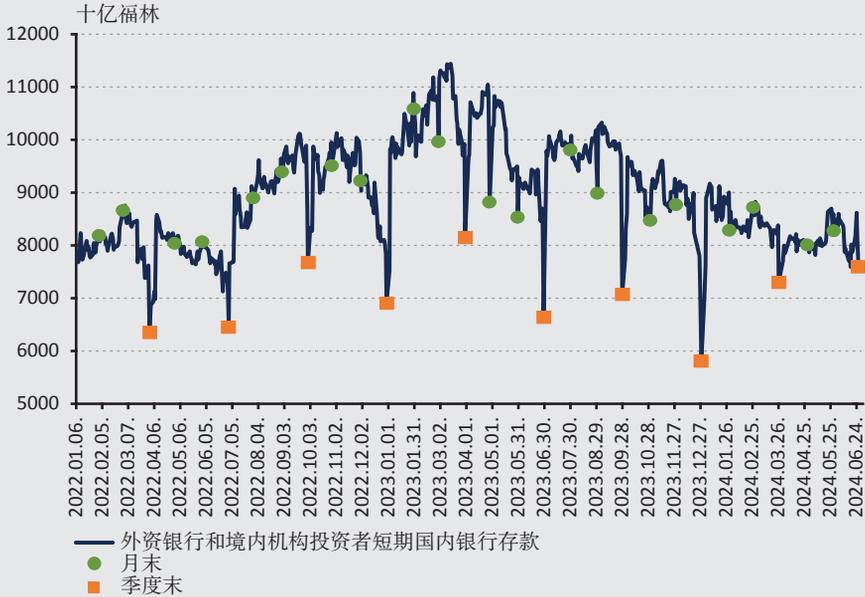
它代表了一种额外的适应形式，如果银行减少其准备金要求，这种适应方式可能会更有效。强制性准备金的基础是在匈牙利经营的信贷机构的匈牙利分行和外国信贷机构的两年以内的资金。由于央行根据该期间前第二个月最后一天的资产负债表数据确定存款准备金率的基础，银行只需在存款准备金率上临时减少一天的存款准备金即可。月末，从而降低准备金持有成本。他们可以通过仅适用一天的惩罚性定价来做到这一点。同样重要的是，他们的客户愿意适应。一方面，他们需要对利益条件做出灵活反应。另一方面，为了使调整是暂时的，银行只需在月底降低存款准备金率即可。为此，客户还必须知道利息条件只是暂时的，银行必须将此告知客户。银行和客户之间的沟通很重要，银行可以尝试说服客户以利息以外的方式减少银行存款。当然，这只能通过狭窄、突出的客户群来实现。

银行必须弥补准备金资金的暂时提取，这可能会导致外币基金掉期市场收益率下降。当客户暂时吸收外币存款并将其存入国外信贷机构时，国内银行业就会产生外币需求。由于国内外汇掉期市场的流动性充足，他们可以通过从国外参与者手中收购外币并放置福林的方式在外汇掉期市场上做到这一点（国内掉期市场的结构参见Banai等 2015）。这一方向的交易代表了市场对外汇的额外需求，这对于外汇市场价格的形成具有决定性作用，并且如果由于掉期市场运作不完善而导致外汇供应没有跟随外汇供应的增加而增加。需求下降，外汇掉期的隐含匈牙利福林收益率可能会下降。

如果外国行为体提取的不是外币而是福林资金，也可能产生传导效应。如果外国运营商不想在国内银行业承担表内风险，但也不想改变其汇率头寸，则可以在掉期市场上将福林暴露给国内银行系统。掉期市场上的匈牙利福林供需也可能导致外汇掉期隐含收益下降。

即使在 2022 年秋季和 2023 年春季对准备金制度进行修订之前，银行通常会在季度最后一天暂时大幅削减部分准备金。这主要与外资银行资产负债表的调整有关，外资银行通常会在季末前几天减少在境内银行的存款，以避免在指定日期出现表内风险暴露。

图3：匈牙利国内银行部分准备金日常动态



说明：对于外资为1年内的资金，对于国内机构投资者为满期。

来源：匈牙利国家银行4LAN报告

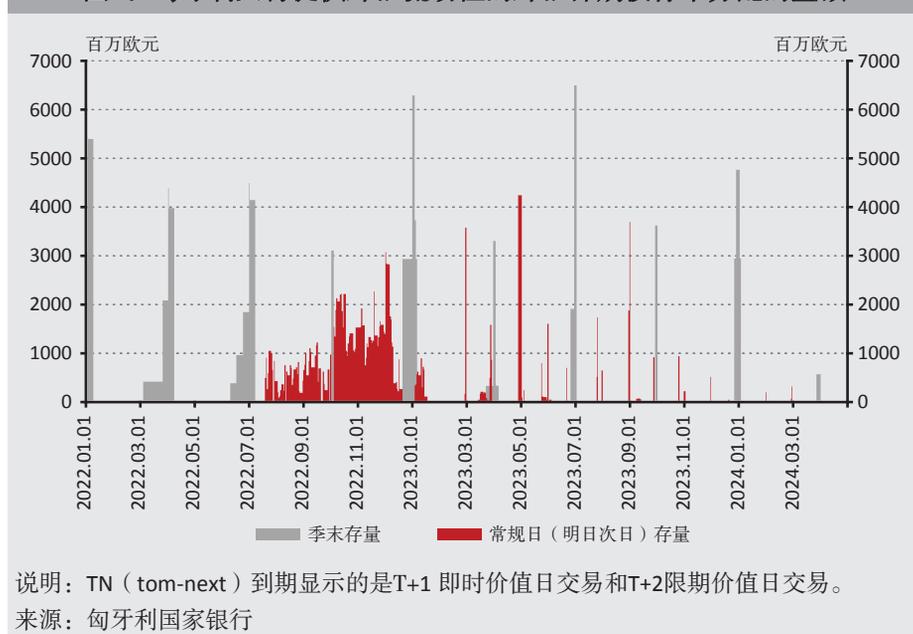
强制性准备金制度转型后，非季末月份也出现银行余额调整。2023年1月，央行宣布从2023年4月起上调准备金率，随后在2月最后一天宣布利率重组，同样从4月起生效。此后，从2023年2月底开始，银行首次在每个月末将准备金减少一天。调整不仅出现在季末，其他月末也出现了调整。除了外资银行存款格局发生变化外，国内机构投资者存款在月底也出现暂时性小幅调整，其市场效应被匈牙利国家银行永久性掉期工具所抵消（图3）。我们研究了外资银行和国内机构投资者的短期银行存款，因为我们发现这些是月末波动最大的项目。2023年2月，所需储备资源减少约5%。

考虑到时间上的巧合，强制性准备金制度的修改或许对改变国内银行及其客户的行为起到了一定的作用，但这也并非小事。正如我们后面将展示的，匈牙利国家银行从2023年7月起固定了准备金基数，因此从2023年5月起，在月底减少准备金就不再合理，所以严格来说我们只有两个月末的时间观察结果（2023年2月和2023年4月）。因此，不能排除其他因素（例如影响银行的政府监管）也在银行行为的变化中发挥了作用。同时值得一提的是，外汇来源在月末调整中发挥了突出作用。除了外币来源占所审查来源的较大部分之外，货币名称的差异也可能导致更灵活的反应。如果本外币存款的法定准备金率水平和准备金支付利息相同，则意味着外币名义利率较低，对外币资源的负担相对较大，从而鼓励客户提取他们的存款。

银行业适应的出现本身并不是问题，从央行资产负债表的角度来看，所发生的情况是法定准备金率较小，因此央行其他资产中持有的流动性较大，但是，如上所示，它可能会对货币传导产生负面影响，特别是对于外汇互换市场回报而言。尽管由于范围限制，本研究并未探讨其程度，但在定性层面上值得强调的是，掉期市场是货币传导的重要领域，因为这是外国投资者“首次遇到”货币传导的领域。小型开放经济体的条件，这里经历的条件也可能影响其他资产的定价。

互换市场状况还受到以下事实的影响：在转型期间甚至在此之前，匈牙利国家银行定期宣布一日外汇互换招标，在此期间以外汇储备为代价将外币注入银行体系。如果掉期市场收益率大幅下降，银行可以使用这一工具，因此掉期收益率只会适度下降。换句话说，可用的外汇掉期工具消除了可能的市场影响。当然，互换工具的使用也是没有限制的，因为它是记入外汇储备的。虽然银行之前通常在季末大量使用该工具，但到2023年，即使在非季末月末，需求也很高。2023年2月、4月和8月末利用率较高，恰逢我们还观察到银行资产负债表量化调整较高的月份（图4）。

图4：匈牙利央行提供外汇流动性的外汇掉期投标中分配的金额



### 3.3.4. 影响储备金计算的修订

为了避免银行余额调整的不利影响，央行修改了法定准备金的基数，将准备金基数固定为之前的值。2023年5月末，央行宣布开始准备按月平均库存确定法定准备金基数，自2023年7月履约期起，按月平均库存确定法定准备金基数。匈牙利国家银行根据2023年3月31日的资产负债表成立。央行还宣布，从2023年7月起，期限至少为14天的存款将被纳入满足准备金要求的范围内——最高为所需准备金的15%（MNB 2023）。由于这笔存款有利息，银行可以通过计入法定准备金来减少非计息部分。尽管法定存款准备金基数固定，但银行结余的调整在某些月份（不是季末）持续存在，银行存款在2023年8月底和10月出现暂时下降。例如，这可以解释为，虽然准备金基数是固定的，但一些银行可能会假设央行将在稍后时期再次定义可变准备金基数。不排除准备金定价问题逃过了一些银行的注意，准备金利率的调整比准备金改革引起了更大的反响。

从2024年初开始，央行转为根据日均资产负债表数据确定法定准备金基数。在与信贷机构协商后，法定准备金将首先根据2024年3月业绩期的银行月平均资产负债表数据确定，该数据是由匈牙利国家银行根据2024年1月的平均资产负债表计算得出。向平均法的过渡代表着避免准备金监管的动机发生了重大变化，因为银行在调整一天的资产负债表时可以通过一日交易来减少资产负债表，从而使它们不必分配一个月的准备金，因此在平均资产负债表的情况下，他们必须每天减少资产负债表。此后，不再进行任何重大平衡调整。

## 四，总结

在我们的研究中，我们回顾了法定准备金的理论基础，介绍了国际实践的变化，并详细介绍了2022年至2024年匈牙利国家银行对准备金制度的修订。

我们的分析与国际文献一致，用小型开放经济体的经验经验补充了德格劳韦（De Grauwe）、纪月梅（Yuemei Ji）和宾德塞尔（Bindseil）定义的理论谱，指出强制性准备金制度的利率是可以降低的，但这可能有很大的限制，特别是因为这样的步骤可能会导致相关存款类型的资本外流。这项研究的结论对于托瓦尔（Tovar）和他的合著者的建议也可能有用，根据该建议，无息法定准备金的效果在很大程度上取决于市场竞争的程度。所提出的实证经验证实了克劳迪奥·博里奥（Claudio Borio）的观点，即储备制度的转型也具有政治和经济方面的意义。

匈牙利的经验涵盖的时间相对较短，因此得出的结论应谨慎对待，不能排除其他解释，但同时也表明，虽然银行间市场的收益率主要由收益率决定。央行资产无限制的影响，来自银行优化根据具体情况，平均对冲利率以及有限数量的法定准备金所支付的利息在市场利率的发展中也可能很重要。法定准备金制度带来的负担可能会促使银行优化准备金，因此法定准备金利率可能会间接影响市场环境。管理这些影响的手段之一可以是转变准备金的计算方式，过渡到考虑平均持有量，这是当前央行实践中很少使用的解

决方案，尽管事实上建议这样做文献，并且在1999年之前就已经被德国央行使用。

根据匈牙利的经验，在改革法定准备金制度时，特别是在减少法定准备金利息时，也必须考虑限制因素。银行的延迟利息收入（即扣除法定准备金利息产生的利息）越大、传导能力越强，市场效应就越大。对这些系统框架的概述和检验可以成为进一步研究的主题，对利息支付的名义和实际流动性影响的解释和分析，以及可能对个别银行反应差异的原因进行检验也可以成为进一步研究的主题。

根据国内经验，在确定法定准备金支付利息时，需要考虑该步骤对境外借款、本国外汇供应的影响以及对外汇掉期的影响市场和总体利率环境。检查这些也很重要，因为它显示了所需准备金上实现的利息节省可能带来的宏观成本，在决定最佳利率的情况下，因此必须始终处理这种潜在的“权衡”情况，确保在某种迭代过程中预期和实现的收益超过意外成本。意外成本的程度可能会随时间和空间的不同而变化，并且主要是银行适应性、特定国家的脆弱性和名义利率水平的函数——直观的是，在一个以高利率和高利率运行的脆弱经济体中，其特点是使用非储备货币的银行体系竞争力较弱，作为被认为稳定的货币使用者的机会，保持相对较低的利率环境，并履行国际职能，其中银行竞争更强烈。与影响最优利率的因素相关的分析工作是一个可以进一步发展研究的领域。

## 参考文献

- Ábel, I. (forthcoming): *Monetáris politika: A modern bankrendszer és a jegybank létrejötte Magyarországon.* (《货币政策：匈牙利现代银行体系和中央银行的创建》) In: *A Magyar Nemzeti Bank története IV. 1990–2023.* MNB, (《匈牙利国家银行史，第4卷，1990–2023》, 匈牙利国家银行) forthcoming.
- Árvai, Z. (1995): *A kötelező tartalékráta szabályozásának átalakulása.* (《转变法定存款准备金率监管方式》) *Közgazdasági Szemle* (《对外经济评论》), 42(2): 201–214. <https://epa.oszk.hu/00000/00017/00002/0205.html>
- Banai, Á. – Kollarik, A. – Szabó-Solticzky, A. (2015): *Topology of the foreign currency/forint swap market.* (《外币/福林掉期市场的拓扑结构》) *Financial and Economic Review*, 14(2): 128–157. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/5-banai-kollarik-szabo-en.pdf>
- Banai Ádám – Dancsik Bálint – Nagy Tamás (2024): *Most akkor tényleg jó éve volt a bankoknak vagy nem?* (《银行这一年真的过得好吗?》) Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank, július. (专文, 匈牙利国家银行, 6月) <https://www.mnb.hu/letoltes/banai-adam-dancsik-balint-nagy-tamas-most-akkor-tenyleg-jo-eve-volt-a-bankoknak-vagy-nem.pdf>
- Belhocine, N. – Vir Bhatia, A – Frie, J. (2023): *Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications.* (《通过庞大的资产负债表提高利率：欧洲央行的净收入及其财政影响》) IMF WP/23/145, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/07/07/Raising-Rates-with-a-Large-Balance-Sheet-The-Eurosystems-Net-Income-and-its-Fiscal-535549>

- Bethlendi, A. – Mérő, K. (2020): *A pénzügyi közvetítés struktúrájának változásai – a kelet-közép-európai régió speciális fejlődése a nemzetközi és európai folyamatok tükrében.* (《金融中介结构的变化——东中欧地区根据国际和欧洲进程的特殊发展》) *Külgazdaság* (《对外经济》), 64(3–4): 45–72. <https://doi.org/10.47630/KULG.2020.64.3-4.45>
- Bindseil, U. (2004): *Monetary Policy Implementation: Theory—Past—Present.* (《货币政策实施: 理论—过去—现在》) Oxford, online edn, Oxford Academic, 31 October. <https://doi.org/10.1093/oso/9780199274543.001.0001>
- Bindseil, U. (2014): *Monetary Policy Operations and the Financial System.* (《货币政策操作和金融体系》) Oxford University Press, Oxford. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198716907.001.0001>
- BIS (2024): *Monetary policy in the 21st century: lessons learned and challenges ahead.* (《21世纪的货币政策: 经验教训和未来挑战》) BIS Annual Economic Report, 30 June. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2024e2.htm>
- Borio, C. – Lombardi, M.J. – Yetman J. – Zakrajšek, E. (2023): *The two-regime view of inflation.* (《通货膨胀的双机制观点》) BIS Papers No. 113, Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.pdf>
- Buetzer, S (2022): *Advancing the monetary policy toolkit through outright transfers.* (《通过直接转移来推进货币政策工具包》) IMF Working Paper No. 22/87, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/05/06/Advancing-the-Monetary-Policy-Toolkit-through-Outright-Transfers-517641>
- Centralbanking (2023): *Claudio Borio on financial cycles, operating frameworks and non-bank reform – The BIS veteran highlights a ‘unique constellation’ of challenges for central banks as they fight inflation.* (《克劳迪奥·博里奥谈金融周期、运营框架和非银行改革——这位国际清算银行资深人士强调了各国央行在对抗通胀时面临的“独特”挑战》) Interview with Claudio Borio by Daniel Hinge, 01 November. <https://www.centralbanking.com/central-banks/economics/7960033/claudio-borio-on-financial-cycles-operating-frameworks-and-non-bank-reform>
- Charnay, N. – Hollegien, P. (2023): *Eurozone Banks: Higher Reserve Requirements Would Dent Profits And Liquidity.* (《欧元区各银行: 更高的准备金要求将削弱利润和流动性》) SUERF Policy Note No 329, 7 December. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/eurozone-banks-higher-reserve-requirements-would-dent-profits-and-liquidity/>
- Csávás, C. – Csom-Bíró, G. – Lénárt-Odorán, R. – Sin, G. (2017): *The limitation of the 3-month deposit as unconventional easing and related modifications of other central bank instruments.* (《三个月存款作为非常规宽松政策的限制以及对其他央行工具的相关修改》) In: Lehmann, K. – Palotai, D. – Virág, B. (eds.): *The Hungarian Way – Targeted Central Bank Policy.* Magyar Nemzeti Bank, pp. 527–572. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/mnb-szakkonyvsorozat/a-magyar-ut-celzott-jegybanki-politika>

- Gledhill, A. (2023): *Europe's Money Markets on Alert for Stricter ECB Reserve Rules*. (《欧洲货币市场警惕更严格的欧洲央行储备规则》) Bloomberg story, 25 October. <https://blinks.bloomberg.com/news/stories/S2B825DWRGG0>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023a): *Monetary policies that do not subsidise banks*. (《不补贴银行的货币政策》) VoxEU, 9 January. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-do-not-subsidise-banks>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023b): *Monetary policies with fewer subsidies for banks: A two-tier system of minimum reserve requirements*. (《对银行补贴较少的货币政策：两级最低准备金要求制度》) VoxEU, 13 March. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2023c): *Central banks can fight inflation without massive handouts to banks*. (《中央银行无需向银行提供大量援助即可抑制通胀》) OMFIF, 5 September. <https://www.omfif.org/2023/09/central-banks-can-fight-inflation-without-massive-handouts-to-banks/>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2024a): *How to conduct monetary policies. The ECB in the past, present and future*. (《如何实施货币政策。欧洲央行的过去、现在和未来》) Journal of International Money and Finance, 143, 103048. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103048>
- De Grauwe, P. – Ji, Y. (2024b): *The new operating procedures of the Bank of England: A bonanza for the banks*. (《英格兰银行的新操作程序：银行的一大福音》) VoxEU, 24 June. <https://cepr.org/voxeu/columns/new-operating-procedures-bank-england-bonanza-banks>
- Della Valle, G. – King, D. – Veyrune, R. (2022): *Reserve Requirements*. (《储备要求》) In.: Monetary and Capital Markets Department - Technical Assistance Handbook, by Guido Della Valle, Darryl King, and Romain Veyrune, 2022. július. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/Miscellaneous/English/2022/ReserveRequirements.ashx>
- Fricke, D. – Greppmair, S. – Paludkiewicz, K. (2023): *Transmission of interest rate hikes depends on the level of central bank reserves held by banks*. (《加息的传导取决于银行持有的央行准备金水平》) SUEF Policy Brief No. 738, 16 November. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/transmission-of-interest-rate-hikes-depends-on-the-level-of-central-bank-reserves-held-by-banks/>
- Friedman, M. (1960): *A Program for Monetary Stability*. (《货币稳定计划》) New York: Fordham University Press.
- Hilbers, P. – Otker-Robe, I. – Pazarbasioglu, C. – Johnsen, G. (2005): *Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies*. (《评估和管理快速信贷增长以及监管和审慎政策的作用》) IMF Working Papers WP/05/151, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05151.pdf>

- Hoffmann, M. – Kolozsi, P.P. (2017): *A monetáris politikai eszköztár kialakításának szempontjai*. (《货币政策工具箱开发的各个方面》) In: Vonnák, B. (ed.): *Modern jegybanki gyakorlat*. Magyar Nemzeti Bank (匈牙利国家银行, 《现代央行实践》), pp. 151–158. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-modern-jegybanki-gyakorlat.pdf>
- Kolozsi, P.P. – Horváth, G. (2020): *Mennyit ér a likviditás? A magyar bankrendszer likviditáskeresleti függvényének becslése*. (《流动性值多少? 匈牙利银行系统流动性需求函数的估计》) *Közgazdasági Szemle* (《外对经济评论》), 67(2): 113–139. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2020.2.113>
- Kolozsi, P.P. (2023): *A kötelező tartalérendszer átalakítása az árstabilitás elérését szolgálja, ami közös nemzetgazdasági érdek*. (《转变法定准备金制度是为了实现物价稳定这一共同的国民经济利益》) Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank, április. (专文, 匈牙利国家银行, 4月) <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-pal-peter-a-kotelezo-tartalekrendszer-atalakitasa-az-arstabilitas-elereset-szolgalja.pdf>
- Kosonen, S.P. (2023): *Increase in minimum reserves would hit bank liquidity at crucial moment*. (《提高最低准备金率将在关键时刻打击银行流动性》) ING article, 25 September. <https://think.ing.com/articles/increase-in-minimum-reserves-would-hit-bank-liquidity-at-crucial-moment/>
- Kwapil, C. (2023): *A two-tier system of minimum reserve requirements by De Grauwe and Ji (2023): A closer look*. (《德格劳威和纪月梅 (2023) 提出的两级最低准备金要求制度: 进一步研究》) SUERF Policy Brief No 702, 12 October. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/a-two-tier-system-of-minimum-reserve-requirements-by-de-grauwe-and-ji-2023-a-closer-look/>
- McCauley, R.N. (2023): *Shrinking the Eurosystem's footprint without offshoring the euro*. (《在不将欧元转移到海外的情况下缩小欧元区体系的影响力》) SUERF Policy Note No. 326, 2 November. <https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/shrinking-the-eurosystems-footprint-without-offshoring-the-euro/>
- Mérő, K. – Bethlendi, A. (2022): *Financial Markets: Banks and Capital Markets*. (《金融市场: 银行和资本市场》) In: Mátyás, L. (eds.): *Emerging European Economies after the Pandemic. Contributions to Economics*. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-030-93963-2_2)
- MNB (1996): *Éves Jelentés, 1995*. (《年度报告, 1995》) Magyar Nemzeti Bank, május. (匈牙利国家银行, 5月)
- MNB (2002): *Monetáris politika Magyarországon*. (《匈牙利的货币政策》) Magyar Nemzeti Bank, augusztus. (匈牙利国家银行, 8月) <https://www.mnb.hu/letoltes/monetarispolitika-hu-2002.pdf>
- MNB (2022): *Októbertől indulnak az MNB új likviditáslékötő eszközei*. (《匈牙利国家银行新流动性工具将于10月启动》) Sajtóközlemény, Magyar Nemzeti Bank, szeptember 16. (匈牙利国家银行新闻稿, 9月16日) <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozloemenyek/2022-evi-sajtokozloemenyek/oktobertol-indulnak-az-mnb-uj-likviditaslekoto-eszkozai>

- MNB (2023): *A Magyar Nemzeti Bank a kötelező tartalékrendszer technikai módosításairól döntött.* (《匈牙利国家银行决定对强制性准备金制度进行技术修订》) Sajtóközlemény, Magyar Nemzeti Bank, május 26. (匈牙利国家银行新闻稿, 5月26日) <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozolemenyek/2023-evi-sajtokozolemenyek/a-magyar-nemzeti-bank-a-kotelezo-tartalekrendszer-technikai-modositasairol-dontott>
- Monnet, E. (2023): *The Democratic Challenge of Central Bank Credit Policies.* (《中央银行信贷政策的民主挑战》) Accounting, Economics, and Law: A Convivium. <https://doi.org/10.1515/ael-2022-0113>
- Nordström, A. – Vredin, A. (2022): *Does central bank equity matter for monetary policy?* (《央行股权对货币政策重要吗?》) Sveriges Riksbank Staff Memo. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/engelska/2022/does-central-bank-equity-matter-for-monetary-policy.pdf>
- Reinhart, C.M. – Reinhart, V.R. (1999): *On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems.* (《论运用准备金要求解决资本流动问题》) International Journal of Finance & Economics, 4(1): 27–54. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1158\(199901\)4:1%3C27::AID-IJFE92%3E3.0.CO;2-T](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1158(199901)4:1%3C27::AID-IJFE92%3E3.0.CO;2-T)
- Tovar, C.E. – Garcia-Escribano, M. – Martin, M.V. (2012): *Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macprudential Instruments in Latin America.* (《拉丁美洲的信贷增长和准备金要求及其他宏观审慎工具的有效性》) IMF Working Papers WP/12/142, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12142.pdf>
- Vonnák, B. (szerk.) (2017): *Modern jegybanki gyakorlat.* (《现代中央银行实践》) Magyar Nemzeti Bank (匈牙利国家银行). <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-modern-jegybanki-gyakorlat.pdf>
- Whelan, K. (2021): *Are Central Banks Storing Up a Future Fiscal Problem?* (《各国央行是否正在为未来的财政问题做准备?》) Blog, 16 July. <https://karlwhelan.com/blog/?p=2087>

## 中匈绿色债券合作：回顾与展望\*

胡彬<sup>1</sup>，陈超逸<sup>2</sup>，张悦然<sup>3</sup>

在全球应对气候变化挑战日益严峻的背景下，欧盟设定了到2040年将温室气体净排放量减少90%的目标，而中国则承诺到2060年实现碳中和。这些雄心勃勃的目标需要大量的绿色融资作为支持，为双方在绿色金融和技术领域的深入合作提供了重要机遇。匈牙利作为中国在欧盟绿色金融倡议中的重要合作伙伴，近年来显著加强了与中国的经济联系。本文系统回顾了中匈两国在绿色债券领域的合作历程，并就进一步深化合作提出了以下建议：一是加强沟通与协调，积极防范和化解潜在金融风险；二是推动中匈绿色债券市场的双向开放，拓宽两国企业的融资渠道，支持绿色项目的可持续发展；三是建立标准互认机制，促进中匈绿色债券市场的统一和标准化；四是完善信息披露制度，提升绿色债券信息透明度。

### 一、引言

在全球极端天气频发、应对气候变化紧迫性日益突出的背景下，欧盟于2024年2月提出到2040年温室气体净排放量比1990年减少90%的气候目标（欧盟委员会2024）。为了实现这一宏伟目标，欧盟需要大量绿色投融资，以实现在能源结构、工业部门脱碳等方面的调整和转型。在所有情景中，欧盟年均投资都要达到约6600亿欧元（图1）。在首选情景（S3）下，第一个十年（2031–2040年）每年的投资额将达到7100亿欧元，随后在2041–2050年期间逐年减少。2040年的目标同时为实现2030年目标所需的长期投资提供了监管方面的确定性。

中国作为全球可再生能源领域的领跑者，是世界能源转型的最大引擎。在中国2060年实现碳中和的路线图中（图2），在能源及其相关行业的投资将超过250万亿人民币。当前，中国和欧盟都正走在低碳转型的快车道上，在低碳技术、绿色金融等领域有互补之处，合作潜力巨大。鉴于当前全球地缘政治存在不确定性，中欧作为世界上的稳定力量，应携手共同应对挑战，持续深化双方绿色领域合作，构建互利共赢新模式。

\*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。

胡彬：清华大学气候变化与可持续发展研究院全球气候治理研究主任。

电子信箱：hub@tsinghua.edu.cn。

陈超逸：匈牙利国家银行教育与研究高级专家；布达佩斯城市大学客座教授。

电子信箱：chenc@mnb.hu。

张悦然：中国人民大学学生。电子信箱：zhangyueran666@163.com。

所发表文章只代表作者本人的观点，不代表清华大学、中国人民大学和匈牙利国家银行的官方主张。

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://hitelintezetiszemle.mnb.hu/sw/static/file/fer-23-4-fa1-hu-chen-zhang.pdf>

图1：年均能源系统投资需求



说明：

情景1：2040年温室气体净减排目标达80%；

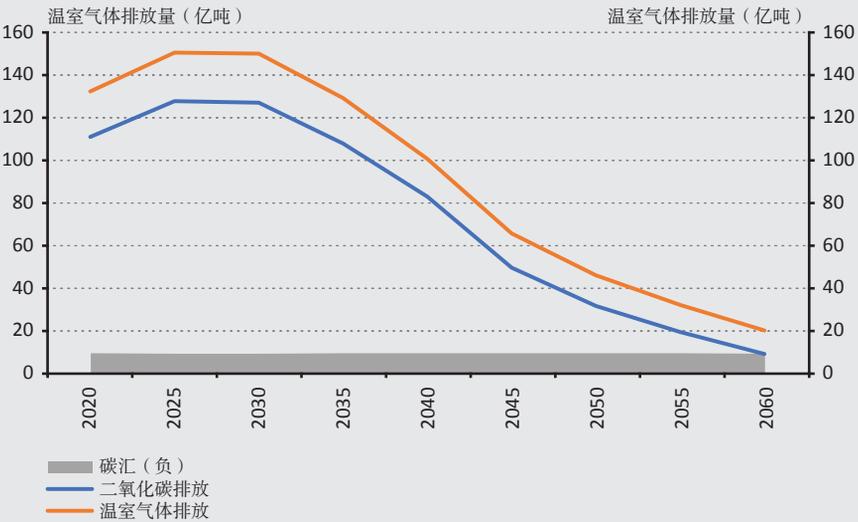
情景2：2040年温室气体净减排目标为85-90%；

情景3：2040年温室气体净减排目标为90-95%；

“环境与气候行动”（LIFE）计划：评估消费模式向更可持续的替代品转变的影响，从而更有效地利用自然资源

来源：欧盟委员会

图2：中国碳中和路径



来源：中国碳中和转型研究报告（2035年及中长期），清华大学出版社（即将出版）

匈牙利作为中国在欧盟布局电动车产业链以及绿色金融的重要合作伙伴，中匈两国政治互信持续深化，在实现国家发展振兴、维护世界和平稳定的道路上成为相互信赖、合作共赢的好伙伴。匈牙利政府始终坚持独立自主的内外政策，坚定支持东西方互联互通，反对阵营对抗（Team等 2018）。早在2012年，中国与中东欧国家就建立了“16+1合作”，匈牙利是参与国之一（孔寒冰－韦冲霄 2017）。2018年7月7日，第七次中国－中东欧国家领导人会晤举行，并发布了《中国－中东欧国家合作索非亚纲要》，提出与中国开展人民币融资和绿色债券合作，将向中东欧国家的绿色部门注入更多资本<sup>1</sup>。

自2020年中匈两国向世界宣布碳中和时间表之后，两国持续发展积极稳定的合作关系，以绿色金融为纽带，促进科技创新和产业变革成果的共享。2020年，当全球外商直接投资陷入低迷时，在绿色项目的驱动下，中国对匈牙利的投资不降反升，首次成为匈牙利第一大外资来源国。2023年，匈牙利吸引外国直接投资超过130亿欧元。中国对匈直接投资占比58%，再次成为匈牙利的最大外资来源国。匈牙利也继续保持中国在中东欧的第一大投资目的国地位<sup>2</sup>。此外，双方共同出资的中匈技术转移中心也专注于新材料、绿色低碳等领域开展项目，促进产业链的相互融合与绿色转型（杜丽娟等2024）。

作为众多绿色金融工具的一种，绿色债券在国际合作中的重要性尤为突出。绿色债券能够有效地将资本引导至环保和可持续发展项目中，与中匈两国推动绿色发展的目标高度契合。研究还支持绿色债券能够提升资源消耗效率（Ye－Rasoulinezhad 2023），促进经济增长（Zhao等 2022）以及促进人类发展（Thanh 2022）。对发行人而言，绿色债券可为绿色项目提供新的融资渠道，使其获得成本更加低廉和使用期限更长的资金，更好地规划发展战略，从而赢得比较优势并助力转型发展；对投资者而言，绿色债券不仅提供了参与新兴行业和获得更多收益的机会，更有利于其规避环境风险；对于政府而言，绿色债券可以引导社会闲置资金流入绿色产业，有效实现公共政策目标，促进一国经济的可持续发展和增长方式转型（洪艳蓉 2017）。在此背景下，中匈在绿色债券领域的合作符合双方的共同利益。

<sup>1</sup> 中华人民共和国中央人民政府（2018）：《中国－中东欧国家合作索非亚纲要（全文）》。[https://www.gov.cn/xinwen/2018-07/08/content\\_5304787.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2018-07/08/content_5304787.htm)

<sup>2</sup> 人民日报（2024）：《匈牙利外国直接投资额创新高》。<https://baijiahao.baidu.com/j?id=1788929068515615572&wfr=spider&for=pc>

值得注意的是，在国民议会于2021年5月28日通过决定后，匈牙利国家银行的授权范围扩大到包括支持政府的环境可持续性政策，使其成为第一家获得绿色授权的欧盟成员国央行。另外，作为欧盟成员国2024年下半年的轮值主席国，匈牙利承诺将推动欧盟奉行更为积极、务实的对华政策<sup>3</sup>，为中匈绿色合作带来新的历史发展机遇。作为绿色债券两大发行主体，中国有着巨大的市场规模潜力，欧盟发行经验丰富。双方可以在绿色债券领域开展多层次合作，从而拓宽人民币和欧元作为绿色债券主要计价货币的使用范围（赵柯-张哲 2023）。

因此，在全球气候变化挑战日益严峻的形势下，审视中匈绿色债券合作具有重要意义。本文全面回顾中欧和中匈绿色债券合作的历史，并提出未来加强合作的建议，包括：一是增强沟通协调，防范金融风险；二是促进中匈绿色债券市场双向开放，为两国企业提供更多融资渠道，促进绿色项目的发展；三是建立标准互认机制，推动两国绿色债券市场的统一和标准化；四是完善信息披露制度，提高绿色债券信息透明度。

本文的其余部分安排如下：第二节回顾了合作历史；第三节提出了未来合作的建议；第四节对全文进行了总结。

## 二、绿色债券合作综述：中欧与中匈

### 2.1. 中欧绿色债券合作历史

全球绿色债券市场始于2007年，以欧洲投资银行发行的首单“气候意识债券”为开端，欧盟成为绿色债券发展的引领者。此后，欧洲逐渐成为全球最大的绿色债券发行市场之一（潘宏胜等 2024）。2023年，欧盟绿色债券发行规模为3096亿美元，占全球总规模的52.69%（图3）。绿色债券为欧洲绿色低碳发展提供了必要的资金支持，募集资金主要用于可再生能源和节能减排等领域，推动欧盟实现绿色低碳转型（孙彦红 2022）。

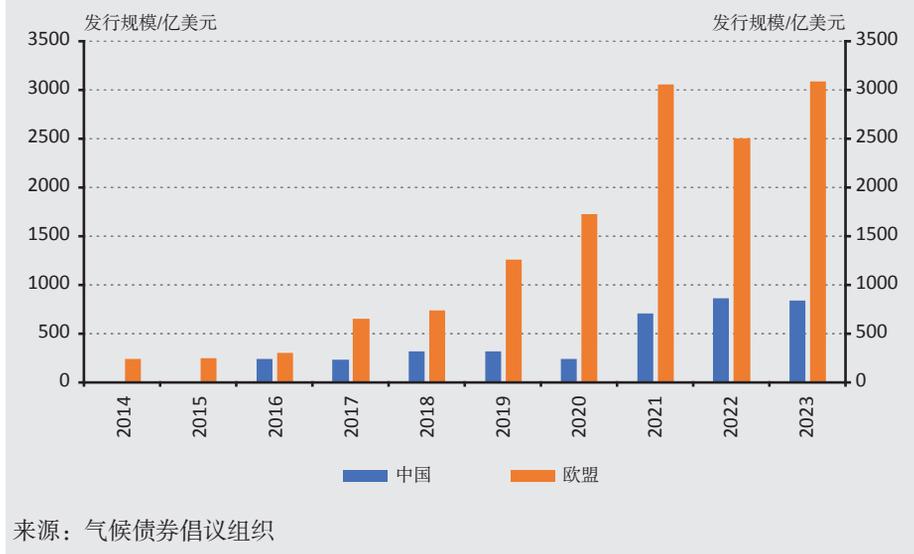
中国绿色债券市场自2016年形成，虽起步较晚，但发展迅速。2016-2023年中国绿色债券发行规模稳步上升，2023年中国已成为全球第一大绿色债券发行国。清洁能源、绿色交通和可持续建筑是绿色债券布局的重点行业领域，这也是绿色债券助力“双碳”目标、支持中国社会经济绿色低碳转型和高质量发展的重要体现（陈骁-张明 2022）。

中国和欧盟的绿色金融发展在政策体系建设、市场实践等方面积累了成熟经验。随着全球对于环境保护和可持续发展日益重视，绿色正成为中国和欧盟合作的新底色，助推中欧全面战略伙伴关系迈上新台阶。中欧在绿色债券领域的合作，不仅体现了双方对于绿色发展的共同追求，也为两国经贸合作注入了新的活力。

---

<sup>3</sup> 中华人民共和国中央人民政府（2024）：《王毅同匈牙利外交部长西雅尔多举行会谈》。[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content\\_6947400.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6947400.htm)

图3: 中欧绿色债券发行规模



随着绿色金融政策和市场不断发展, 中国积极布局对欧绿色债券业务, 不断提升对欧洲绿色资本的吸引力。自2015年中国农业银行在伦敦证券交易所发行首单境外绿债以来, 国内金融机构积极赴欧开展绿色债券业务(赵柯 - 张哲 2023)。2021年, 由中欧等经济体共同发起的可持续金融国际平台(IPSF)发布《可持续金融共同分类目录》, 将中欧共同认可的有助于实现减缓气候变化目标的经济活动纳入其中, 标志着中国初步建立与国际接轨的绿色债券标准(马骏 - 王博璐 2021)。为提升共同分类目录支持绿色金融市场发展、绿色资本跨境流动的作用, 中国金融学会绿色金融专业委员会组织成立了专家组, 对在境内银行间债券市场公开发行的部分绿色债券进行贴标<sup>4</sup>。截至2024年6月4日, 中国已经有282只绿色债券成功贴标<sup>5</sup>。

## 2.2. 中匈绿色债券合作历史

自匈牙利出台“向东开放”政策、中国提出“一带一路”倡议以来, 中匈两国在债券领域的合作亮点突出。目前, 匈牙利是唯一在中国在岸和离岸市场同时发行债券的国家(傅博锐 - 高健 2023)。在中国银行等承销商的协助下, 匈牙利发行债券达70亿人民币, 拓宽了融资渠道。

在岸市场上, 匈牙利于2017年和2018年先后发行人民币熊猫债, 成为首个重返银行间市场的欧洲主权类发行人, 促进了中国境内外机构的金融合作

<sup>4</sup> 中国金融新闻网(2023): 《193只债券入选〈可持续金融共同分类目录〉境外投资者投资我国绿色债券市场更加便利》。 [https://www.financialnews.com.cn/sc/zq/202307/t20230719\\_275209.html](https://www.financialnews.com.cn/sc/zq/202307/t20230719_275209.html)

<sup>5</sup> 新浪财经(2024): 《中欧“共同分类目录”建设见成效 覆盖面仍将扩大》。 <https://finance.sina.com.cn/money/bond/2024-06-04/doc-inaxqhff7982158.shtml>

和债券市场的互联互通。绿色债券方面，匈牙利于2021年和2022年先后发行绿色主权“熊猫债”，用于绿色债券框架下的合格绿色支出，包括可再生能源、能效提升、生物土地资源的环境可持续管理、水资源与废水管理、清洁能源、气候适应等领域，促进匈牙利向低碳型、气候适应型和环境可持续发展型的经济模式过渡。

离岸市场上，2015年匈牙利国家银行提出“布达佩斯人民币倡议”，以加强中匈两国的经济合作，在提高人民币国际影响力的同时，使布达佩斯成为中东欧地区人民币离岸金融市场的中心。作为倡议的成果之一，2016年中国银行协助匈牙利在中国香港发行以人民币计价的“点心债”，吸引了亚洲和欧洲高质量投资者的踊跃认购，使匈牙利成为首个发行以人民币计价的主权债券的中东欧国家<sup>6</sup>。

**表1：匈牙利在中国发行债券的历史**

	时间	内容
在岸市场	2017年7月26日	匈牙利发行10亿元熊猫债
	2018年12月17日	匈牙利发行20亿元熊猫债
	2021年12月14日	匈牙利发行10亿元绿色主权熊猫债
	2022年11月16日	匈牙利发行20亿元绿色主权熊猫债
离岸市场	2016年4月14日	匈牙利在中国香港发行10亿元点心债
来源：作者整理		

近年来，匈牙利凭借其对中友好的营商环境、较低税负以及汽车产业集群效应等优势，吸引了诸多寻求拓展国际市场的中国新能源企业的投资，改为“逐步打造成为”“一带一路”合作高地（赵子 2024）。

此外，中资银行也在匈牙利市场拓展国际范围内的债券发行业务，不断深化与匈牙利和中东欧地区的金融合作，为中匈经贸关系发展做出贡献。中国银行、中国建设银行、中国国家开发银行都在匈牙利设立分支机构，为中企走向匈牙利提供跟随性服务<sup>7</sup>。

2022年中国银行匈牙利分行成功发行3亿美元绿色债券，推进中匈两国《关于推动绿色发展领域投资合作的谅解备忘录》的合作，募集资金用于光伏发电、污水处理等绿色可持续项目<sup>8</sup>。

2024年中国银行匈牙利分行成功发行全球首批共建“一带一路”可持续发展债券，用于支持可再生能源、可持续水资源与废水管理、可负担的基础

<sup>6</sup> 中国银行（2016）：《中行成功协助匈牙利政府发行首支主权“点心债”》。https://www.bankofchina.com/aboutboc/bi1/201604/t20160415\_6725739.html

<sup>7</sup> 光明日报（2024）：《匈牙利打造共建“一带一路”高质量发展示范区》。https://news.gmw.cn/2024-05/11/content\_37315860.htm

<sup>8</sup> 中国经济网（2022）：《中东欧地区首笔中资机构绿色债券发行成功》。http://intl.ce.cn/sjji/qy/202202/16/t20220216\_37334046.shtml

生活设施、基本服务需求等合格项目类别<sup>9</sup>。中国银行在匈牙利发行绿色债券将积极推进中东欧地区绿色转型升级，以优质的金融服务支持中东欧地区客户实施绿色战略。

### 三、深化中匈绿色债券合作的建议

绿色发展和经济增长不是矛盾对立的关系，而是辩证统一的关系。绿色发展为推进经济发展拉起了“生态红线”，促进经济社会体系全面转型升级，进而推动形成绿色低碳产业结构，实现人与自然和谐共生的高质量发展。产业结构的优化能够形成科技含量高、资源消耗低、环境污染少的绿色生产方式，从而为经济社会发展创造新的增长点（史丹等 2020）。

自共建“一带一路”倡议提出以来，中国在推进绿色发展的过程中，为项目所在国的经济社会和环境协调发展作出积极贡献。绿色金融推动绿色基建、绿色能源等重点领域开展合作，引导中资企业在对外投资合作中支持“一带一路”国家绿色发展，既促进其经济和能源系统的低碳转型，又帮助缓解其资金短缺困境，加快经济发展步伐（王永中-陈震 2021）。

近年来，中匈两国在电动汽车、清洁能源等绿色发展领域的投资合作持续升温，为中匈互利合作不断注入新动能。宁德时代、比亚迪等在匈牙利投资建厂，将中国电动汽车的先进制造工艺和高度自动化生产线带入匈牙利市场，助力匈牙利提升在全球新能源汽车市场的竞争优势（杜丽娟等 2024）。

此外，中机公司、上海电力等在匈牙利投资建设了100兆瓦的光伏电站，提升了匈牙利的清洁能源利用水平，有效带动了当地就业和经济发展<sup>10</sup>。如今，匈牙利是中国在中东欧地区投资的第一目的地和重要贸易伙伴<sup>11</sup>。

2024年5月10日，中匈两国发表关于建立新时代全天候全面战略伙伴关系的联合声明。双方赞同共建“一带一路”为促进两国经济增长和绿色发展的积极作用，并表示将鼓励两国金融机构为贸易和投资合作提供融资支持和金融服务，进一步挖掘在绿色金融等领域的合作潜力，继续合作发行绿色主权“熊猫债”<sup>12</sup>。基于中匈在绿色债券合作方面具备的坚实基础和取得的丰硕成果，未来中匈绿色债券合作的前景广阔。

---

<sup>9</sup> 中国银行（2024）：《中国银行成功发行全球首批共建“一带一路”可持续发展债券》。[https://www.boc.cn/aboutboc/bi1/202406/t20240619\\_25094972.html](https://www.boc.cn/aboutboc/bi1/202406/t20240619_25094972.html)

<sup>10</sup> 人民网（2024）：《绿色发展为中匈互利合作注入新动能》。<http://world.people.com.cn/n1/2024/0509/c1002-40231718.html>

<sup>11</sup> 中国经济网（2024）：《中匈经贸合作日益拓展》。[http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202405/09/t20240509\\_38995850.shtml](http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202405/09/t20240509_38995850.shtml)

<sup>12</sup> 中华人民共和国中央人民政府（2024）：《中华人民共和国和匈牙利关于建立新时代全天候全面战略伙伴关系的联合声明》。[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content\\_6950167.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content_6950167.htm)

### 3.1. 增强沟通协调，防范金融风险

2024年来，欧盟利用《外国补贴条例》对中国企业发起多次调查，使得中资企业对欧投资面临更多监管壁垒，对欧盟境内中资银行的业务也形成较大冲击<sup>13</sup>。作为即将就任的欧盟轮值主席国，匈牙利在欧盟对华合作中起引领作用。面对金融合作环境的不确定性，匈牙利将有助于促进中欧双方就金融监管政策等关键问题进行对话协商，为中欧良性互动发挥积极作用。同时，欧盟境内的中资银行应充分利用其地理优势，有效识别和防范潜在的债券发行风险，提供高质量的融资服务。

### 3.2. 促进中匈绿色债券市场双向开放，为两国企业提供更多融资渠道，促进绿色项目的发展

中国拥有世界最大的绿色债券发行市场和丰富的绿色债券发行经验（气候债券倡议组织2024），而匈牙利在中东欧地区具有重要的金融地位和影响力。通过双向开发绿色债券市场，两国可以共享资源、互换市场，创造更多发展机遇。在中国“一带一路”倡议同匈牙利“向东开放”战略深入对接的背景下，中匈绿色债券应在清洁能源等新兴领域加强合作，提升金融服务新质生产力发展的质量和有效性（王雪彤 - 王治江 2023）。一方面，中匈继续合作发行绿色主权“熊猫债”，为匈牙利可持续发展项目提供更多融资便利，并将更多成熟的绿色债券引入国内市场。另一方面，中国应探索具有中国特色的主权绿色债券发行框架，鼓励支持国内金融机构及企业在匈牙利适时发行主权绿色债券，彰显中国应对气候变化的决心，同时吸引更多境外投资者，推动中国绿色债券与国际接轨。

中国和匈牙利可以在“16+1合作”框架等多边机制下继续扩大绿色合作。此外，2023年10月18日，“一带一路”绿色发展国际联盟（BRIGC）与其合作伙伴共同发起“绿色发展投融资合作伙伴关系”（GIFP），为发展中国家绿色发展提供充足、可预测和可持续融资<sup>14</sup>。GIFP能够发挥合作伙伴各自专业优势，积极推动绿色发展投融资合作，帮助发展中国家找到气候适应性的增长道路，也使中国企业从中受益。首批名单包括“一带一路”绿色发展国际联盟和来自中国、英国、美国、印尼的16家机构，尚无任何欧盟的国家或地区参与<sup>15</sup>。如果匈牙利加入GIFP成为下一批成员，中匈两国可以找到债务、股权、投资和赠款的正确组合，匈牙利可以在能源和基础设施领域开展更加富有成效的融资。

<sup>13</sup> 环球网（2024）：《中国出手，对欧盟启动贸易投资壁垒调查》。<https://world.huanqiu.com/article/4IYkw84uPDM>

<sup>14</sup> 中华人民共和国中央人民政府（2023）：《第三届“一带一路”国际合作高峰论坛主席声明》。[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content\\_6910132.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6910132.htm)

<sup>15</sup> 中华人民共和国生态环境部（2023）：《绿色发展投融资合作伙伴关系在京启动》。[https://www.mee.gov.cn/ywgz/gjjlhz/lzydyl/202310/t20231029\\_1044244.shtml](https://www.mee.gov.cn/ywgz/gjjlhz/lzydyl/202310/t20231029_1044244.shtml)

### 3.3. 建立标准互认机制，推动两国绿色债券市场的统一和标准化

由于资源禀赋特点、经济发展阶段等方面的差异，中欧对于绿色金融的支持范围、技术识别、信息披露等标准的制定仍存在明显差别（韩萌 2022），加大了双方绿色金融的对接和识别成本，容易产生市场信息鸿沟。中国的绿色标准聚焦于提高能源效率、减少温室气体排放等方面，而欧盟聚焦于减缓气候变化进程，为2050年碳中和目标奠定前期标准基础，涉及二氧化碳捕获和运输等内容。中欧之间的标准重合度有限，加大了双方绿色金融的对接和识别成本，为绿色债券合作带来不确定性。推动绿色债券标准的统一有助于发行人在不同市场发行绿色债券，便于不同市场绿色债券发行的比较，还有助于降低识别绿色债券的门槛和成本（中央财经大学绿色金融国际研究院 2022）。未来，中匈两国绿色债券发行人应当主动对标《可持续金融共同分类目录》来设计绿色债券，以吸引更多机构参与投资（温婧-范彬彬 2022）。

同时，中匈应在中欧共同分类标准的基础上，建立符合双方环境目标的绿色金融产品标准并定期完善，将更多有实际绿色贡献的项目纳入其中，逐步扩大中匈绿色债券的互认边界。双方可以运用金融科技，创新使用区块链、大数据等科技手段，更精准地识别、贴标和监控符合标准的绿色债券，降低绿色债券的认证成本。

### 3.4. 完善信息披露制度，提高绿色债券信息透明度

绿色债券信息共享平台具有信息聚合、提升市场效率的作用，能够促进双方绿色债券信息披露的标准化，提高信息透明度与可比性。绿色债券发行人可以在平台上公开披露绿色债券框架、募集资金分配报告、外部审查报告等文件，这有利于国际投资者高效获取信息（Kolozsi等 2022）。为了提高信息披露质量，有效防范“洗绿”“漂绿”风险，中匈双方应建立统一的绿色债券环境效益信息披露标准，搭建绿色债券信息共享平台，实现绿色债券环境效益信息的标准化披露和可计量统计。

## 四、总结

本文全面梳理了中匈两国在绿色债券领域的合作背景及历史，并提出继续深化合作的建议。中匈两国通过深化政治互信，推动绿色金融领域的互利合作，为全球绿色债券市场发展做出积极贡献。中匈在绿色债券方面的合作亮点突出，具备了坚实的基础，具有广阔的前景。为了进一步加强合作，中匈两国应促进绿色债券市场双向开放，推动绿色债券标准互认，提高绿色债券信息披露透明度并增强沟通协调。

## 参考文献

- Chen, X. – Zhang, M. (2022): *China's Green Bond Market: Characteristics, Facts, Endogenous Dynamics and Existing Challenges*. (《中国的绿色债券市场：特征事实、内生动力与现存挑战》) *International Economic Review* (《国际经济评论》), 2022(1): 104–133.
- CBI (2024): *China Sustainable Debt State of the Market Report 2023*. (《2023年中国可持续债务市场状况报告》) Climate Bonds Initiative. [https://www.climatebonds.net/files/reports/china\\_sustainable\\_debt\\_state\\_of\\_the\\_market\\_report\\_2023.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/china_sustainable_debt_state_of_the_market_report_2023.pdf)
- Du, L. – Song, K. – Du, M. – Li, X. – Han, Y. (2024): *Potentials and Pathways of Carbon Financial Cooperation between China and Hungary under Carbon Neutrality Constraints*. (《碳中和约束下中匈碳金融合作潜力与路径选择》) *Journal of North China University of Science and Technology (Social Science Edition)* (《华北理工大学学报(社会科学版)》), 24(04): 126–132.
- European Commission (2024): *2040 Climate Target*. (《2040年气候目标》) European Commission. [https://climate.ec.europa.eu/eu-action/climate-strategies-targets/2040-climate-target\\_en](https://climate.ec.europa.eu/eu-action/climate-strategies-targets/2040-climate-target_en)
- Fu, B. – Gao, J. (2023): *The Prospect of Jointly Building the “the Belt and Road” and China-Hungary Economic and Trade Relations*. (《共建“一带一路”与中匈经贸关系的前景》) *World Affairs* (《世界知识》), 2023(22): 58–59.
- Han, M. (2022): *Research on the Foundation, Resistance, and Countermeasures of China EU Green Finance Cooperation under the carbon peaking and carbon neutrality goals*. (《“双碳”目标下中欧绿色金融合作的基础、阻力与对策研究》) *Theory Journal* (《理论学刊》), 2022(2): 65–73. <https://doi.org/10.3969/j.issn.1002-3909.2022.02.008>
- Hong, Y. (2017): *International rules and inspirations for the operation mechanism of green bonds*. (《绿色债券运作机制的国际规则与启示》) *Law Science* (《法学》), 2017(02): 124–134. (in Chinese)
- IIGF (2022): *Interpretation of the Green Bond Principles of China*. (《《中国绿色债券原则》解读》) International Institute of Green Finance of Central University of Finance and Economics (《中央财经大学绿色金融国际研究院》). <https://iigf.cufe.edu.cn/info/1012/5636.htm>
- Kolozsi, P.P. – Ladányi, S. – Straubinger, A. (2022): *Measuring the Climate Risk Exposure of Financial Assets – Methodological Challenges and Central Bank Practices*. (《衡量金融工具的气候风险——方法论挑战与央行实践》) *Financial and Economic Review*, 21(1): 113–140. <https://doi.org/10.33893/FER.21.1.113>
- Kong, H. – Wei, C. (2017): *Study on the “16+1” Cooperation Mechanism between China and Central and Eastern European Countries*. (《中国与中东欧国家“16+1”合作机制的若干问题探讨》) *Journal of Social Sciences* (《社会科学》), 2017(11): 14–23.

- Ma, J. – Wang, B. (2021): *Application of Common Ground Taxonomy*. (《<可持续金融共同分类目录>的应用》) *China Finance* (《中国金融》), 24: 34–35.
- Németh-Durkó, E. – Hegedűs, A. (2021): *Climate Change in the Capital Markets: A Study of Actively Managed Green Bond Funds*. (《资本市场的气候变化: 积极管理的绿色债券基金的研究》) *Financial and Economic Review*, 20(4): 38–64. <http://doi.org/10.33893/FER.20.4.3864>
- Pan, H. – Li, B. – Xing, Y. – Dai, Y. (2024): *Progress and Implications for the Development of the European Green Bond Market*. (《欧洲绿色债券市场发展的进展与启示》) *Financial Accounting* (《财务会计》), 2024(2): 51–54.
- Shi, D. – Li, P. – Xu, M. (2020): *Industrial Structural Transformation and High-Quality Economic Development*. (《产业结构转型升级与经济高质量发展》) *Fujian Tribune (The Humanities & Social Sciences Bimonthly)* (《福建论坛(人文社会科学版)》), 9(9): 108–118.
- Sun, Y. (2022): *Practice and Experience of EU Green Transformation*. (《欧盟绿色转型的实践与经验》) *People's Tribune* (《人民论坛》), 2022(10): 96–99. <https://doi.org/10.3969/j.issn.1004-3381.2022.10.025>
- Team, R.C. – Yang, C. – Qi, X. (2018): *China-Hungary Economic and Trade Cooperation Under the “the Belt and Road” Initiative*. (《“一带一路”倡议下的中匈经贸合作》) *International Economic Cooperation* (《国际经济合作》), 2018(3): 66–70.
- Thanh, Q.P. (2022): *Economic effects of green bond market development in Asian economies*. (《绿色债券市场发展对亚洲经济体的经济影响》) *Journal of Risk Finance*, 23(5):480–497. <https://doi.org/10.1108/JRF-08-2022-0216>
- Wang, X. – Wang, Z. (2023): *Routes and Strategies of Connecting Belt and Road Initiative with Open to the East Policy of Hungary*. (《“一带一路”与匈牙利“向东开放”战略对接路径及策略》) *Journal of Hebei Polytechnic University (Social Science Edition)* (《华北理工大学学报(社会科学版)》), 23(3): 120–124. <https://doi.org/10.3969/j.issn.2095-2708.2023.03.120>
- Wang, Y. – Chen, Z. (2021): *Looking Back on the Green Investment of Chinese Enterprises in the “the Belt and Road” Initiative*. (《中企“一带一路”绿色投资回望》) *China Forex* (《中国外汇》), 2021(20): 32–34.
- Wen, J. – Fan, B. (2022): *Innovation under Common Ground Taxonomy*. (《可持续金融共同分类目录下的创新》) *China Finance* (《中国金融》), 2022(13): 68–69.
- Ye, X. – Rasoulinezhad, E. (2023): *Assessment of impacts of green bonds on renewable energy utilization efficiency*. (《评估绿色债券对可再生能源利用效率的影响》) *Renewable Energy*, 202(January): 626–633. <https://doi.org/10.1016/j.renene.2022.11.124>

- Zhao, L. – Chau, K.Y. – Tran, T.K. – Sadiq, M. – Xuyen, N.T. – Phan, T.T. (2022): *Enhancing green economic recovery through green bonds financing and energy efficiency investments*. (《通过绿色债券融资和能源效率投资促进绿色经济复苏》) *Economic Analysis and Policy*, 76(December): 488–501. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.08.019>
- Zhao, K. – Zhang Z. (2023): *China-EU Monetary Cooperation: Motivation, Challenges, and Paths*. (《中欧货币合作：动力、挑战与路径》) *Journal of International Economic Cooperation* (《国际经济合作》), 2023(05):66-79. <https://doi.org/10.20090/j.cnki.gjjh.2023.5.6>
- Zhao, Z. (2024): *Hungarian market: a new gateway for Chinese cars to break through in Europe*. (《匈牙利市场：中国汽车欧洲破局的新通行地》) *Auto Review* (《汽车纵横》), 2024(3): 92–95. <https://doi.org/10.3969/j.issn.2095-1892.2024.03.023>

## 绿色金融与中匈合作——布达佩斯人民币倡议会议综述\*

豪拉斯·弗鲁日娜·弗兰齐什卡<sup>①</sup>，普尔·久尔基<sup>②</sup>，  
萨博·大卫<sup>③</sup>，陶马什—萨博·茹菲亚<sup>④</sup>

2024年9月23日，匈牙利国家银行（MNB）举办了第八次布达佩斯人民币倡议会议。匈牙利国家银行2015年推出的加强对华关系的系列活动此次围绕的是两个主题：绿色金融在人民币国际化中的作用以及中匈在“一带一路”框架内的金融合作的现状和未来。这次会议与匈牙利中国银行（中东欧）有限公司联合举办，同时也是庆祝匈牙利和中华人民共和国建交75周年。与会发言的国内外知名专家一致认为，绿色金融合作是“一带一路”倡议的重要内容之一，在中匈关系发展中也日益重要。通过绿色投资，中国支持欧洲实现可持续发展愿景和可持续经济增长。

会议由匈牙利国家银行副行长维拉格·鲍尔瑙巴什（Virág Barnabás）主持开幕。维拉格在开幕致辞中表示，今年有两个特别的庆祝日，一是匈牙利国家银行成立100周年，二是匈中建交75周年。匈牙利国家银行发起的布达佩斯人民币倡议及相关会议就匈中关系日益密切的标志，推动了匈牙利与中东欧地区金融经济关系的深化。除了人民币国际化之外，本次会议的另一个突出话题是绿色可持续革命和绿色金融，匈牙利和中国在这方面走在了前列。一个突出的里程碑是，匈牙利央行从2021年起率先在欧洲也涵盖到要促进环境可持续性。在央行绿色计划框架内推出了多项举措，例如绿色抵押贷款购买计划和绿色家居计划。在中匈关系方面，维拉格副行长重点强调了中国的“一带一路”倡议，这也是第二组议程的主题。中国的倡议对匈牙利作为东西方经济桥梁的做用做出了重大贡献，因为它除了贸易和基础设施发展之外还刺激了金融合作，特别是关注可持续性。

活动开幕特邀嘉宾是中华人民共和国驻匈牙利大使馆公参杨超，他在致辞中盛赞两国友谊，五月中国国家主席习近平的访问更加强了两国关系。他说，我们正处于百年变局，地缘政治紧张、疫后经济复苏、逆全球化等都带来新的挑战。中国通过“一带一路”等国际倡议，始终支持世界经济发展和增长，支持全球化和供应链稳定运行。人民币国际使用持续扩大，到2023年互换协议价值将达到5930亿美元，跨境人民币结算规模将达到7458亿美元。2023年12月，人民币在全球支付中的份额达到4.4%，而1月份为2.3%。

---

\*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。

豪拉斯·弗鲁日娜·弗兰齐什卡（Halász Fruzsina Franciska）：匈牙利国家银行国际问题专家。电子信箱：[halaszfr@mn.hu](mailto:halaszfr@mn.hu)。

普尔·久尔基（Puhl Györgyi）：匈牙利国家银行国际问题顾问。电子信箱：[puhlgy@mn.hu](mailto:puhlgy@mn.hu)。

萨博·大卫（Szabó Dávid）：匈牙利国家银行司长。电子信箱：[szaboda@mn.hu](mailto:szaboda@mn.hu)。

陶马什—萨博·茹菲亚（Tamás-Szabó Zsófia）：匈牙利国家银行首席国际问题专家。电子信箱：[tamasszabozs@mn.hu](mailto:tamasszabozs@mn.hu)。

中匈两国关系日益密切，中国已成为匈牙利在欧盟外最大的贸易伙伴，中国投资（比亚迪、宁德时代等）为匈牙利创造了超过1万个就业岗位。关于人民币的国际使用，他表示，特别鼓励东方国家之间及东非国家之间使用人民币。

开幕式上的第三位主讲嘉宾是中国银行副行长兼董事总经理林景臻。他在讲话中赞扬匈牙利在人民币国际化中发挥的作用，发挥了地区人民币结算中心的作用。匈牙利在中东欧地区率先设立人民币结算银行并发行绿色熊猫债。他认为，未来两国关系有望更加密切，2023年中国对匈直接流动资金投资达81.2亿美元。林景臻表示，随着区域经贸金融合作、绿色金融发展、金融数字化发展，人民币的使用越来越普遍。中国银行将依托两国合作伙伴关系，继续推动人民币在国际市场使用，为绿色金融发展做出贡献，支持在匈牙利实现商业机会。

## 人民币国际化最新进展——绿色金融如何助力人民币在国际舞台上的存在？

在会议的第一小组议程中，演讲嘉宾讨论了绿色金融在人民币国际化中的作用。中国人民银行上海总部主任金鹏辉在主旨讲话中表示，中国央行正在鼓励两国金融机构提供更多人民币计价产品，方便两国企业开展业务，使用人民币进行贸易和投资。央行还致力于推动绿色金融产品创新和应用，加强绿色金融产品和绿色金融信息的沟通与合作，实现绿色金融市场互联互通。

这一小组议程由匈牙利国家银行负责央行工具、金融稳定和外汇储备管理的行执行局长鲍瑙伊·阿达姆（Banai Ádám）主持。他首先对参加小组议程的嘉宾匈牙利政府债务管理中心首席执行官库劳利·佐尔坦（Kurali Zoltán）、中国工商银行（欧洲）总部副总经理李峰、复旦大学绿色金融与发展中心创始人兼主任王珂礼（Christoph Nedopil Wang）表示欢迎。

库劳利·佐尔坦（Kurali Zoltán）首先指出人民币内在的巨大潜力，匈牙利很早就重视到这一点，迄今为止已发行了四次熊猫债券。匈牙利的目的是希望确保其在中国市场的持续存在。当地投资界对发行绿色债券的需求很大，这主要得益于两国之间密切的双边关系。人民币在匈牙利外汇储备组合多元化方面也发挥着重要作用。李峰谈及的是所谓工商银行向外战略，支持中国企业在出口市场的发展，包括绿色投资。截至目前，工商银行已在49个地区和国家设立419家境外分支机构。在欧洲遍及欧洲16个国家，其中3个分支机构位于中东欧地区。中国工商银行在当地的布局不仅可以服务中国企业，也可以帮助欧洲本土企业进入中国市场。王珂礼列举了人民币国际传播如何支持绿色转型的具体实例。根据他的经验，能源公司，例如印度尼西亚、泰国和巴基斯坦的能源公司，高度依赖与中国供应商的交易，比如在购买太阳能电池板和电池方面。在这种情况下，人民币国际化，特别是熊猫债等中国金融工具的使用，支持了中国绿色技术进口的融资。

与会嘉宾强调，随着中国在世界经济中的影响力不断提升，人民币的国际影响力近年来也不断提升。然而，人民币在全球支付中的权重远远落后于

中国GDP在全球经济中的权重，但这种差距也代表着巨大的机遇。中国出口商是全球绿色经济的领导者——中国出口商主导了约80%的太阳能电池板、风能技术、电池和新能源汽车，这种潜力进一步创造了人民币国际化和绿色金融使用设备的需求。

## 中匈“一带一路”金融合作的现状与未来

匈牙利是“一带一路”倡议的主要支柱之一，这一倡议旨在通过基础设施投资、绿色和数字项目以及金融和人文关系加强欧亚互联互通。在第二议程中，与会嘉宾讨论了中匈“一带一路”框架下金融合作的现状和未来。

布达佩斯中国银行（中东欧）有限公司行长李可欣在嘉宾演讲中介绍了匈牙利与中国合作的成果，以及在“一带一路”倡议下中国和匈牙利如何面向未来的投资需求来塑造金融体系。李可欣说，2015年，中国银行匈牙利分行成为中东欧地区首家人民币清算行。2023年，中国对匈直接流动资金投资达81.2亿美元。截至2024年8月末，中国银行匈牙利分行人民币结算量同比增长约50%，2024年发行5亿美元“一带一路”可持续发展债券。

匈牙利国家银行负责经济和预算分析及统计的执行局长鲍克绍伊·盖尔盖伊（Baksay Gergely）担任小组议程主持人。他对参加这一小组议程的嘉宾丝路基金（SRF）总经理助理李洪成、中国银行（香港）有限公司人民币经济与战略规划部主管李成祥、宁德时代新能源科技有限公司（CATL）高级投资经理张琳表示欢迎。

首先，丝路基金总经理助理李洪成盛赞了中匈关系，表示丝路基金以股权投资为主，同时利用多种投融资工具支持“一带一路”项目。该基金的投资涉及基础设施、能源领域、产业金融合作等广泛领域。他们的目标是确保财务可持续性并为绿色项目提供优先支持。截至2024年6月，丝路基金投资总额约243亿美元。丝路基金成立了可持续投资委员会，旨在使可持续投资适应国际市场和监管环境。

中国银行（香港）有限公司人民币经济与战略规划部主管李成祥表示，中国和匈牙利之间的关系已上升为全天候全面战略伙伴关系，在金融领域也是如此，这有助于加强两国关系。李成祥强调，中国银行是匈牙利历史最悠久的中资银行，自1997年起就在匈牙利开展业务，此后匈牙利金融生态系统中也出现了许多其他中资银行。他赞赏匈牙利政府的向东开放政策以及匈牙利是最早加入“一带一路”倡议的国家之一。李成祥强调，香港拥有中国内地以外全球最大的人民币流动性池，规模超过6000亿元人民币，全球人民币支付的很大一部分（约70%）是通过香港进行的。

宁德时代新能源科技有限公司（CATL）高级投资经理张琳表示，宁德时代是全球新能源技术领先者，到2023年底，该公司将覆盖全球电动汽车电池市场37.5%的份额。宁德时代的目标是在欧洲推广电动汽车和高效储能，这符合欧盟希望在2050年实现气候中和的绿色和可持续发展愿景。2022年，该公司宣布了73亿欧元的投资项目，建设容量为100吉瓦时（GWh）的电池工厂。宁德时代选择匈牙利建厂地点时考虑了几个方面：一方面，该国在汽车行业拥有悠久的历史和经验，另一方面拥有先进的物流基础设施，但最重

要的方面是包容和有利的投资环境。宁德时代在国际交易中越来越多地使用人民币，从而支持人民币的国际化。

在小组议程中，发言嘉宾一致认为，人民币国际化为经济经营者提供了许多机遇。由于融资选择更加多元化，中国企业在该地区的投资变得更加容易，如果在国际交易中使用人民币，可以减少对其他货币的依赖和交易成本，从而提高财务效率。

第二组议程结束后，维拉格·鲍尔瑙巴什副行长在闭幕词中强调，我们生活在一个伟大变革的时代，这一方面是挑战，另一方面也是机遇。对于银行业来说，绿色金融和数字金融可以成为解决方案，这不仅是新的大趋势，而且是重塑我们生活的因素。最先从中受益的国家、企业和社会将是最成功的。此外，维拉格·鲍尔瑙巴什还强调，去全球化并不能解决世界经济挑战，成功需要共同和创新的工作。

会议全程可在以下网址查看：<https://www.mnb.hu/en/the-central-bank/conferences/budapest-renminbi-initiative-conference-2024>



# 投稿须知

投稿请遵照如下规定：

- 本刊每篇文章的平均长度为40000拉丁字符（含空格），偏差最多可上下50%的浮动。稿件需用匈牙利文或英文，也可同时用两种文本递交。
- 介绍作者脚注不用编号，包括作者的职业（职位）、工作单位和电子邮箱地址，也可注明与文章相关的其他信息或致谢等。
- 每篇文章前须有以800–1000拉丁字符的摘要，概述基本主旨和论点。
- 摘要之后为经济文献杂志（JEL）代码和关键词。
- 正文须结构清晰，各章标题用粗字体。
- 文章后须列参考文献，注明各参考文献作者的全名（姓在前，然后用逗号，名用首字母缩写）、文献标题、出版物名称、出版社名称、出版地和出版年份。如参考文献来源于期刊，则应标注期刊年月、卷号、页码。在正文中只需引用姓氏、年份和页码。在引用原文的情况下，则需标明页码。
- 文章中的表格和图表必须使用连续编号（编号不可在新的子节或子小节内重新计数）。每个表格和图表都必须有一个标题，涉及数量的，须标明其单位。标题应该放在表格或图表的上方，表格请用Word文件可编辑形式，图表用Excel文件。注释和来源直接标在表格和图表下方。
- 数学公式在其右侧标注连续编号，并加括号（编号不可在新的子节或子小节内重新计数）。
- 敬请注意，所递交文章不可同时投给其他期刊。文章将由两位匿名独立的专家进行评审。
- 文章以Word文件通过电子邮件提交编辑部，图表请另行使用Excel文件并以匈牙利文和英文两种文本。
- 了解详细规则可阅读下面链接：<https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/en/authors-guide>

欢迎赐稿

《金融与经济评论》编辑部

H-1013 Budapest, Krisztina körút 55.

电话: +36-1-428-2600, 电子邮箱: szemle@hitelintezetiszemle.hu



金融与经济评论