

毛托尔奇·捷尔吉 (*Matolcsy György*)

# 在12项经济转型步骤之下实施的成功危机管理



2019年, 即2008-2009年全球经济危机之后的十多年, 值得我们回顾一下经济历史决定性时期的那些事件。由全球经济危机所导致的复杂挑战及其应对措施对我们现如今的日常生活有了新的定义。此外, 同历史上曾多次发生的金融危机一样, 此次危机对前几十年的主要经济学派有了新的挑战。辩论的第一个也是最重要的观点是危机管理方式。根据早期的新自由主义经济哲学所说, 在从短期内供应改革所引发得需求萎缩可能是一个值得欢迎的改善政策, 不过支持凯恩斯经济理论的经济学家们反对此改善政策, 并且反对的队伍越来越壮大。匈牙利则是这场辩论及其后果中尤为突出的国家之一。由于危机前的错误经济政策, 2008-2009年的全球金融危机爆发时, 匈牙利刚好处于极脆弱的状态。由此, 基于之前的错误经济政策和新自由主义的错误危机管理, 致使匈牙利于2010年经历了欧洲最为严重的金融危机之一。在严重破坏之后, 2010年上任的文职政府宣布了一种新型的危机管理。应用创新、传统和非传统性措施, 基于经济政策各部门彼此和谐的战略, 成功使匈牙利恢复稳定并重新回到赶超的正轨。本研究资料是针对危机管理的最重要步骤和结果提供了全面的描述。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: G01、E60、O47、E52

关键词: 经济危机、经济政策、经济赶超、货币政策

---

毛托尔奇·捷尔吉博士(Dr. Matolcsy György), 匈牙利国家银行行长  
(governor@mnbn.hu).

## 危机前几年的匈牙利

2008年的全球金融危机爆发时，匈牙利刚好处于极脆弱的状态。早在危机之前，就存在严重的融资和结构性问题。2002年之后，基于外债以及根本上的错误经济政策所导致的各经济领域的不平衡。追赶迟缓和脆弱性的增加，都导致了匈牙利竞争力的恶化。匈牙利经济的潜在增长率落后于欧盟和其他维谢格拉德国家（捷克共和国、波兰、斯洛伐克），这一情况由于就业率低、生产力增长放缓和投资水平不足而导致。投资率早在危机之前，自2005年以来就一直在下降，并与区域进程大幅隔离。匈牙利是欧盟劳动力人口和就业率最低的国家之一。在危机之前，与劳动有关的极高的税收以及过于慷慨的社会制度在需求和供应方面均造成了劳动力市场发展中的障碍，因而阻碍了经济增长。

除公共赤字大幅膨胀以外，经常账户余额也出现了严重短缺。在没有足够的内部储蓄的情况下，匈牙利经济走上了外债的危险道路，所有经济运营商都积累了大量债务 - 大部分以外币为计价。公共财政主要通过外部资金来弥补赤字，不仅增加了外债，还导致了重大的续约和汇率风险。由于缺乏可用的内部储蓄，国内银行系统越来越多地以外币贷款，主要是瑞士法郎，因此情况进一步恶化（Matolcsy, 2008）。

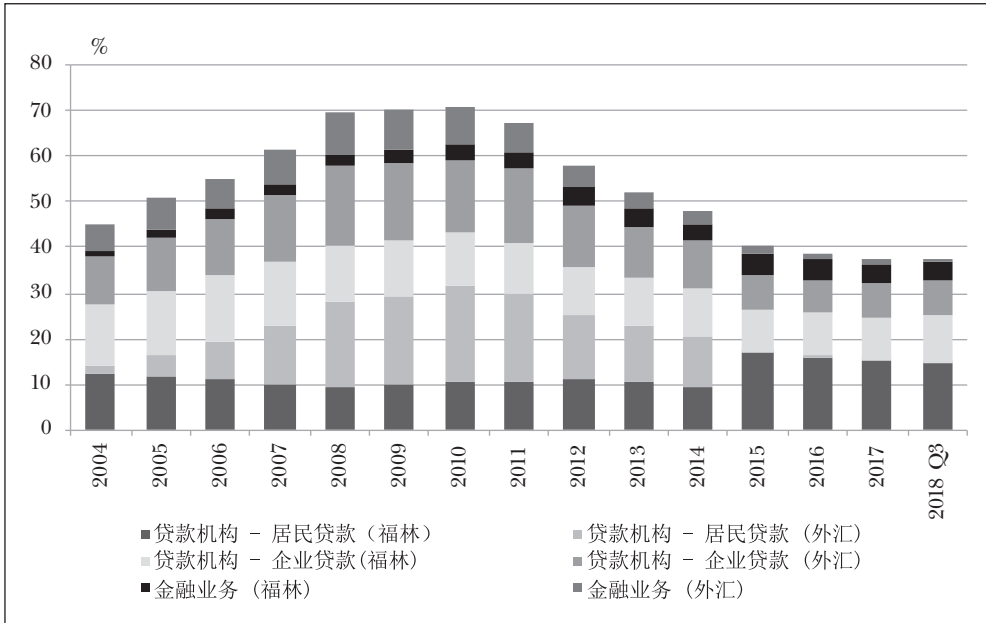
除财政政策以外，有关货币政策的不同决策也加剧了该不良情形。为应对高额外债以及导致福林贬值的糟糕经济政策措施，央行于2003年将基准利率提高至12.5%，这在整个匈牙利历史上都居于较高水平。通过这一举措，央行阻止了汇率的进一步走软，然而，两位数的贷款利率导致生产企业难以满足回报要求。此外，人为的强势汇率支持了外币贷款的增加，因此，经济参与者越来越多地用外币贷款来取代日益昂贵的福林基金。在危机期间，贷款与GDP的比率已经上升到70%以上，而外币贷款在其结构中所占的比例越来越大，使得私营部门面临更高的汇率风险（Matolcsy, 2007）。

## 初步的应对措施：传统的方法，不成熟的危机管理

在危机后厌恶风险的国际市场情绪中，福林兑欧元的汇率在近一年内从230福林兑1欧元下跌近40%。通过高额外汇的依赖性，汇率升值尤其对家庭造成了严重的打击。由于汇率上升，家庭与收益相关的还款分期大幅增加，同时，公共债务融资机会则缩小。另外，匈牙利自2004年以来受制于过度赤字程序（EDP），这在危机管理方面也遇到了额外的困难。

财政整顿在当时显然是必要之举，但由于对问题的错误评估，危机管理受到了阻碍。这些措施仅关注经济的供应方面，这意味着本已疲弱的总需求进一步收缩（即紧缩）。但是，侧重于支出方面的措施不可能成功，因为预算削减措施采取者显然低估了财政乘数的规模 - 单一政府措施的增长效应 - 及其经济衰退环境下造成的破坏力（Matolcsy, Palotai, 2018）。尽管政府的预算支出正在逆

图1、本国的贷款与GDP的比率情况



来源: 匈牙利国家银行

转, 与此同时, 甚至在更大程度上, 由于国内需求下降导致税收收入下降从而削弱了财政整顿。恢复基于经典紧缩措施的危机管理只为新的调整构建了基础, 其结果依然是经济衰退加剧, 失业率上升, 债务比率上升, 未能实现预期的恢复。

根据2008年国际货币基金组织和欧盟委员会所提出的“一揽子救助计划”, 2009年的预算削减占国内生产总值的4-5%, 家庭成为了最大的输家。一般增值税税率的提高, 公共部门工资的冻结, 第13个月收入和第13个月养老金的取消, 养老金指数的变化, 退休年龄的提高, 家庭津贴的冻结, 儿童保育津贴和儿童保育费用的收紧, 均给家庭造成了大量的损失, 在同一时期, 他们还面临外币贷款还款额增加导致的困难。而在资产负债表的另一方面, 只实现了劳动力成本的适度减少和最低工资的略微提高。由于实施措施的溢出效应, 没有使经济过程达到平衡, 并且伴随着重大的实际经济损失和高通胀的发生 (Matolcsy, 2015)。

由于紧缩和工资比率的逐步下降, 家庭消费以及匈牙利的产出同样大幅减少, 这进一步导致我国的债务率恶化。此外, 尽管有可用的欧盟资金, 但投资的减弱比消费力的下降更为明显, 导致匈牙利的潜在增长继续下降。总体而言, 由于高预算乘数, 财政政策在危机环境中的作用被证明是危机后经济衰退的决定性因素 (Matolcsy, Palotai, 2018)。

全面的税制改革未实现, 而且时机也非常不利, 因为欧洲也刚好处于危机管理模式中, 因此外部需求无助于抵消预算支出方面的损失。此外, 基于紧缩措施

的危机管理带来了一系列新问题。执政党选民的权利被大大削弱，导致政治不稳定和政府危机。融资和增长问题已经转变成政治危机。因此，随着时间的推移，社会对经济政策的支持也缺乏启动任何改革的能力。因此，只有在经济政策超越传统约束的前提下，均衡逆转才能发生，2010年政府换届使之成为可能。

## 2010年后国内经济政策的历史性转变

单纯的经济衰退并非只意味着总需求的下降，还为更新经济思维提供了良好的机遇。反对（以前的）主流的新思想也可能脱颖而出，这也可能引发对危机管理方式的新思考。2010年，由于以前的危机管理不善，经济政策面临累积性问题。当时的任务是创造金融稳定并同时实施结构性改革。新上台的政府从根本上推翻了之前的危机管理做法。为求达到稳定经济，不仅使用创新，有利于增长的针对性措施，同时还改善了预算平衡（Matolcsy、Palotai，2014）。以下是2010年以来发生的最重要的经济史转折。

### 预算领域发生的转变

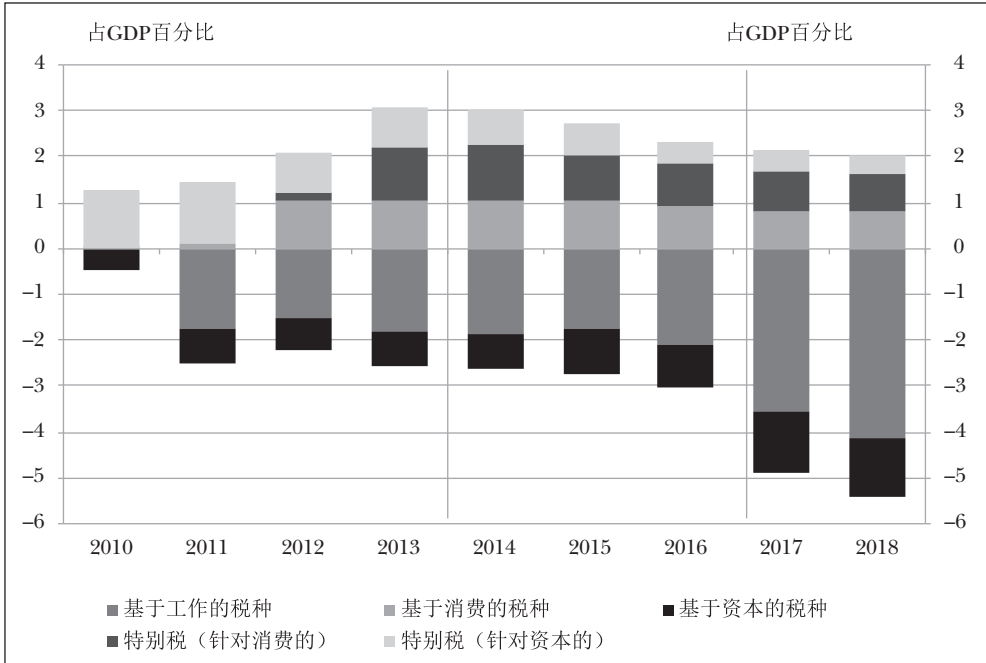
在匈牙利财政政策方面：自2010年成立以来已进入第三周期的公民政府带来了新变化。这项任务并不简单，必须在稳定金融流程同时，通过结构性改革创造经济增长的潜力。

### 税制的转变

税制转变的主要目标是支持经济增长，同时确保财政平衡。为了同时实现此双重目标，有必要增加就业和投资，这主要通过减少资本和劳动税来有效实现。2010年推出的新税改是一个新的理念，其中最显著的变化是，政府将重点劳动税以及资本税转移至间接 - 消费，销售类别 - 税种。通过增加经济主体的工作意愿，减少与劳动有关的税收和缴费负担以及可用的针对性目标福利（工作场所保护行动计划），对经济运营商的经济决策产生了积极影响（Baksay、Palotai，2017）。

除劳动税外，资本应收公共负担严重扭曲了经济主体的投资决策，因此，基于广泛的共识，它被视为最有害的税收之一。自2010年下半年以来，由于公司税率上限由5000万增加到5亿福林，资本税率大幅下降，由此，属于较低税率的中小企业数量不断地增长。2017年，公司税持平，统一税率降至9%。2013年开始进行的新的新型纳税企业形式（KATA以及KIVA）支持匈牙利中小企业，通过这两个交税模式他们拥有很多好处，所以选择这些企业形式的人越来越多。通过此政策企业的税引起的压力缓解了，到2018年减税可能占整个匈牙利GDP的近2%（Baksay、Palotai，2017）。

图2、自2010年以来税收变化的累积静态预算影响



来源: Palotai, 2017

除促进增长的减税措施以外, 为确保公共财政的平衡, 有必要为实施税制改革提供额外资源而采取措施。提供预算资源不能成为传统紧缩措施的主题, 因为它们会削弱税收改革对经济增长的积极影响。因此, 政府更多地关注负担分担。消费型税收的适用对实体经济增长的危害较小, 因为这些税收不会显著偏离资本配置和劳动力市场决策。另外, 各部门的额外税收有助于维持预算平衡, 同时可以实现更公平、更平等的负担分担。

税收改革的主要推动力主要是将增值税最高税率从25%提高到27%, 即消费税率的倍增, 以及特定部门税收的转变。不仅税率提高, 税基的逐步扩大也促成了消费税和营业税收入的显著增加, 使用了各种各样的新的经济美白步骤。这一过程是通过引入在线收银机、电子道路交通控制系统 (ekáer) 以及在某些地区引入在线发票和使用反向增值税率来确定的。如同劳动税一样, 消费税也有变化, 经济政策推动使用有针对性的折扣, 从而减少了一些广泛使用的服务 (互联网、餐馆服务) 以及基本食品 (牛奶、鸡蛋、家禽、鱼、猪肉) 的增值税率 (Palotai, 2017)。

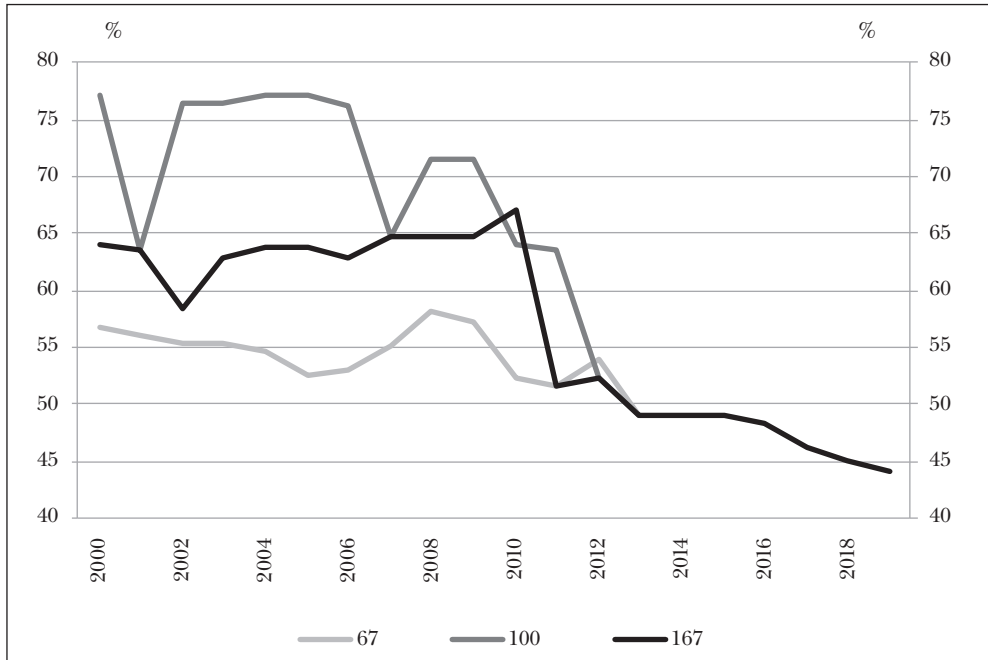
在消费税和销售税份额的增加不同特殊税的征收也起到了作用。整个税制的重组也发生在特定行业的危机税之中, 对2013年后的个别行业征收的特殊税转为特定的流转税 (如交易税、保险税、电信税、公共健康产品税)。考虑到财政平

衡，近年来公共负担较高和有效税率较低的服务业（零售、金融、保险、能源、电信）逐渐下降。

### 激励性转变

减少劳动税的最大变化之一，是将个人所得税转换为单一税率。从2011年首次降到16%以及此后自2016年起进一步降到15%的单一税率均低于原先的两种税率。累进税率的损失促进了盈余表现、工作强度的提高以及知识资本的积累。早在2013年，由于实施税收和缴费减少，并引入目标定向折扣（目标群体和家庭税收减免），大多数收入类别的边际税楔均低于之前的水平。而经过上述税改，边际税楔进一步下降（Matolcsy、Palotai，2016）。

图3、国内边际税楔在平均工资67%、100%和167%情况下的转变



来源：经合组织，匈牙利国家银行

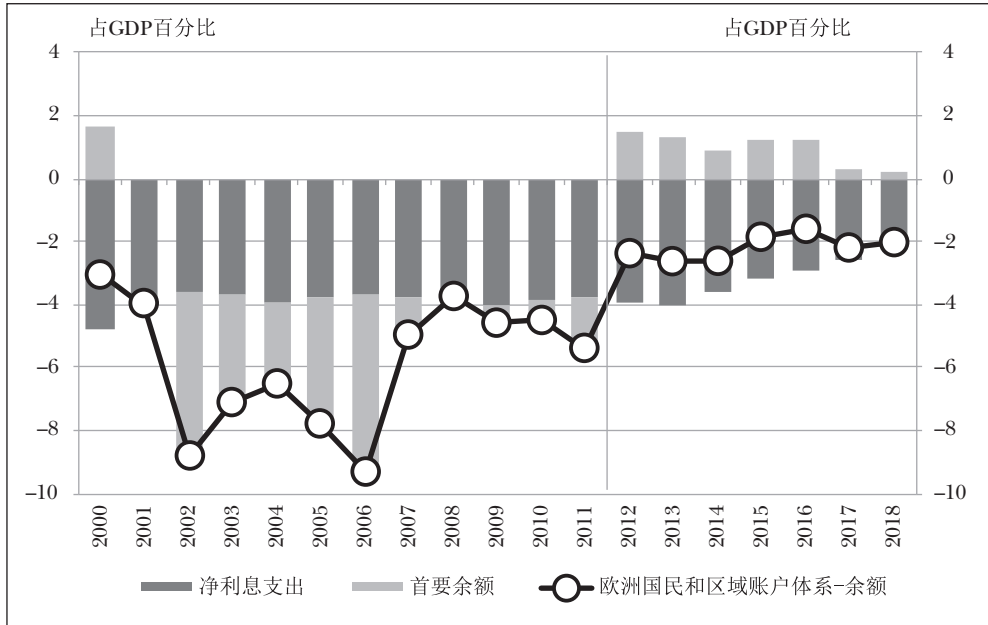
### 公共财政的转型

由于预算转型的成功实施，自2012年以来财政赤字一直稳步低于3%马斯特里赫特门槛。值得回顾一下这一经济历史的评估，即政权更迭后，匈牙利的经济政策一直无法将赤字降低至3%以下，但得益于以上提及的转型，匈牙利成功地终止了



2004年加入欧盟以来持续开展的过度赤字程序（EDP）。由于成功完成的预算转型程序，赤字下降的同时，经济增长也开始上升（Matolcsy、Palotai，2016）。

图4、国家预算平衡指标的变化



备注：由于养老金体系的重组，数据不包括2012年推算的利息费用。2018年的数字显示了2018年12月央行对通货膨胀报告中的预测。

来源：国家统计局，匈牙利国家银行

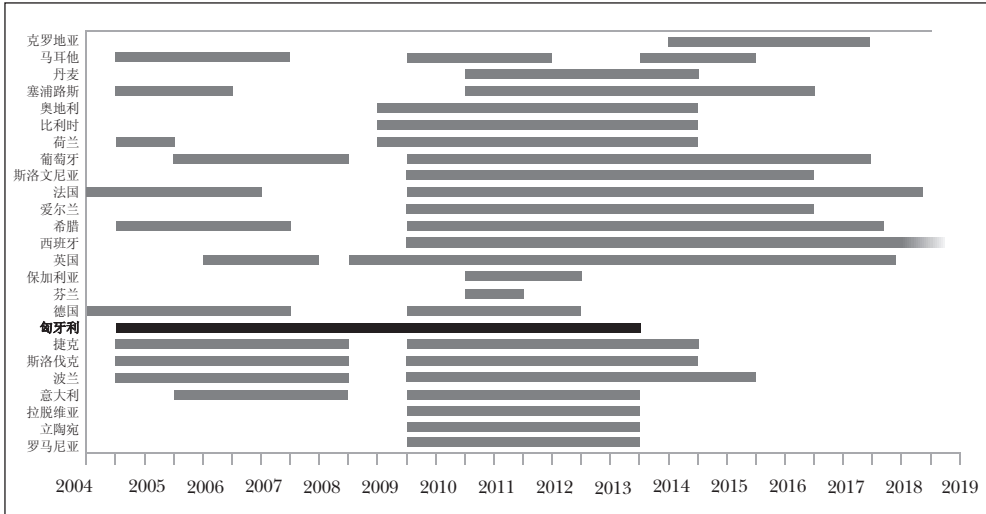
在塞尔·卡尔曼（Széll Kálmán）项目方案的框架内，以前过于宽松，实际上反对就业的社会支持体系分几个阶段进行了改革。除冻结某些预算支出外，政府的新经济政策也遏制了地方政府的债务状态。

### 摆脱过度赤字程序-EDP转型

自加入欧盟以来，匈牙利就一直受制于过度的赤字程序。合并预算余额的理由不仅在于巨额债务，也是为了遵守欧洲联盟的要求。持续违反该规则也威胁了欧盟凝聚基金，而正是这些基金帮助欧盟迎头赶上。因此，改善国家预算平衡和摆脱过度赤字程序已成为减少脆弱性因素的必然元素。

由于预算成功转型程序，9年后，即于2013年匈牙利摆脱了过度的赤字程序。暂停欧盟资金的经济政策威胁已经消除，成功的新经济政策的结果不会在国际层面上遭受进一步的怀疑。

图5、对一些国家开展的过度赤字程序



来源：欧盟委员会

## 国债——转型

对于2010年后的经济政策，其目标是打破公共债务急剧上升的趋势，并使其走上下降的道路。2011年，政府通过制定债务规则并将其纳入基本法，将这一目标提升到宪法层面。

财政转变通过持续巩固公共财政和刺激经济增长，使得债务比率下降，政府采取的行动已经使其稳定下来。2011年历史最高水平的债务比例为80%，到2018年底下降了近10个百分点。因此，匈牙利是欧盟唯一一个自2012年以来每年公共债务总额占GDP的百分比稳步下降的经济体。与此同时，公共债务的外汇比率也在稳步下降，显著降低了匈牙利的外部脆弱性。2011年，中央债务的外汇比率几乎占债务的一半，到2018年下降至接近20%。全额偿还欧盟和国际货币基金组织的贷款，也有助于大幅度的下降。除风险利差（CDS）和政府债券收益率下降外，国际信用评级机构评级的提高也证实了对匈牙利的认知日益改善（Matolcsy、Palotai，2016）。

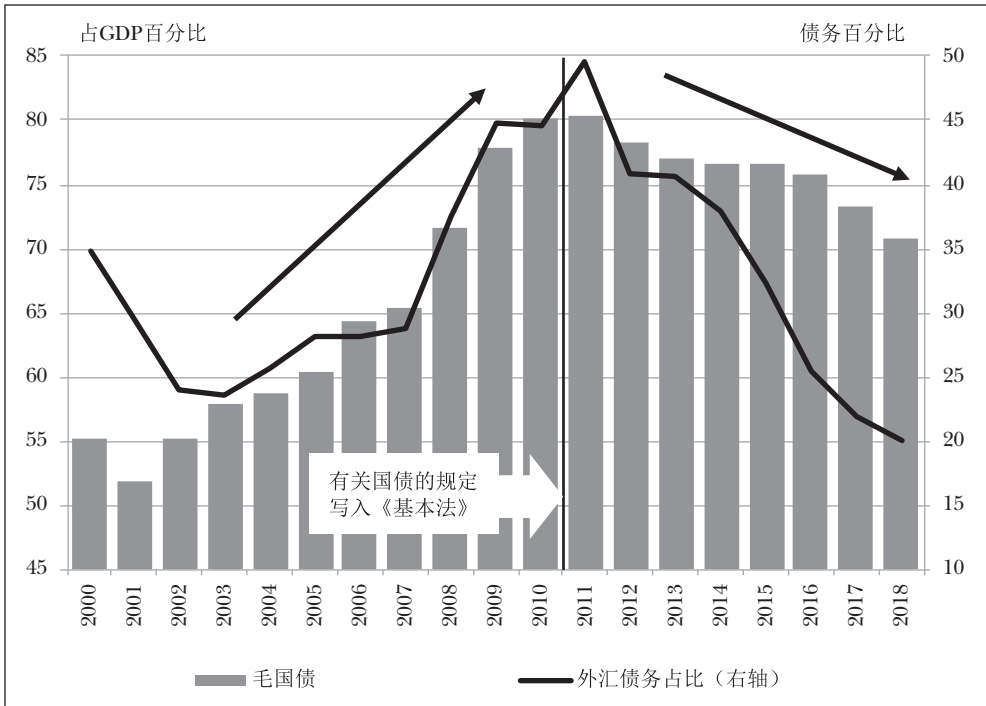
最近，国债融资结构也有明显改善，中央银行2014年夏季推出的自筹资金计划（见下文）通过促进国内融资，为国债融资提供了支持。

## 劳动市场的转型

在2008年爆发的全球金融危机的同时，企业的劳动力需求大幅下降，员工人数也大幅下降。在2010年之后的几年中，政府采取了一系列提高劳动力市场参与度的措施，帮助劳动力市场从危机中复苏过来。老年和残疾养老金条件的收紧以



图6、政府债务总额与GDP的比率, 以及自2000年以来债务外汇比率的演变



来源: 匈牙利国家银行

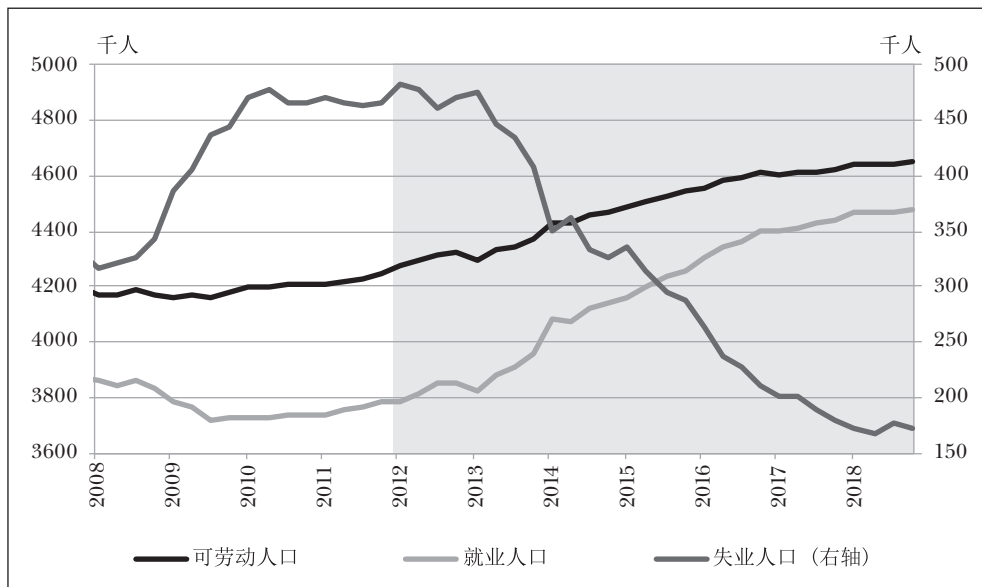
及退休年龄的逐步提高, 减少了非就业人数。减少与缺勤有关的转移的数量和持续时间, 这可以被视为收紧援助系统阻止了从劳动力市场的早日退出。使用灵活的工作形式, 特别是兼职工作, 有助于支持某些弱势群体进入劳动力市场。

在采取旨在增加活动的措施的同时, 最弱势社会群体的劳动力市场一体化也成为政府的目标。雇用弱势工人(例如非熟练工人、长期失业人员、55岁以上人员)的雇主已在工作场所行动计划(MAT)的范围内获得了实质性的税收优惠。2013年扩大公共就业计划有助于非就业进入劳动市场, 并在初级劳动力市场需求疲软的群体中参加劳动, 由此, 在相当大部分的情况下它为以后进入初级劳动力市场提供了适当的过渡环境。

由于采取影响劳动力市场的有针对性的结构性措施, 匈牙利的活动率自2010年以来一直在动态增长。我们在活动率方面的相对地位的提高主要归因于社会弱势社会群体——低技能、年轻、50岁以上和有小孩的妇女。在过去近十年中, 这些群体的活动率显著增加, 因此这些群体在欧盟中的平均落后率也显著下降。

劳动力市场参与的增加伴随着就业的改善, 积极的劳动力被市场吸收。2013年, 就业人数大幅增加, 比2010年增加至75万人以上。

图7、劳动力人口、就业和失业人数的演变



来源：匈牙利统计局

在就业增加的同时，失业率已降至历史最低水平。匈牙利的失业率从2012年的11%下降到2018年的3.7%，现在是欧盟失业率最低的国家之一。

### 货币政策演变-实现和维持价格稳定

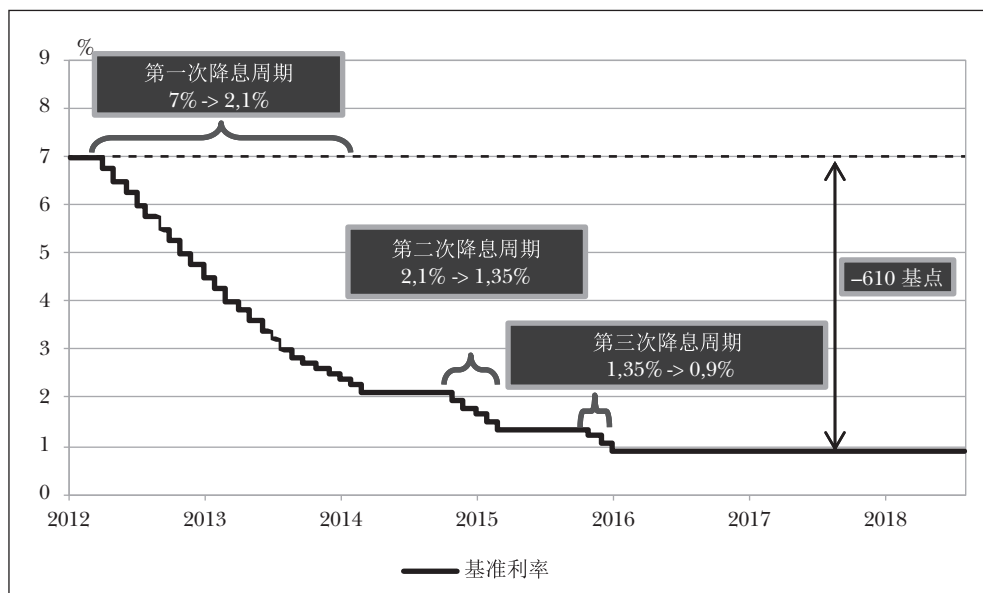
除了找到正确的答案之外，2008-2009年危机后成功实施危机管理的基础还在于经济政策主要部门之间的一致性。世界大型中央银行在危机爆发之后几乎立即采取了前所未有的货币冲动来推动经济发展，但直到2012年夏天，匈牙利危机管理一直处于货币政策困难时期。从2013年起，货币政策在任命新的中央银行领导层之后发生了全面转变。中央行政政策的重组在很大程度上取决于制度体系的有效转型，即2013年底金融监管局的中央银行整合。

#### 中央银行基准利率的降低及其影响

世界主要中央银行对不利的宏观经济发展作出的反应是立即实施货币宽松政策。2012年8月，匈牙利国家银行启动了一个降息周期，其结果是：在这4年里，历经三个阶段将最初7%的指导利率下降了610个基点，并达到了历史上最低的0.9%。降息周期的启动得到了几个因素的支持。由于预算成功转好，匈牙利

风险溢价显示投资者情绪稳步改善, 此外, 主要央行的一些新举措也使货币条件得到了缓解。从2010年开始的财政转变, 财政纪律日益加剧, 公共债务下降, 外部脆弱性减弱以及刺激长期增长的结构性改革, 同样也为央行宽松措施的实施提供了支持 (MNB, 2017)。

图8、匈牙利基准利率的演变



来源: 匈牙利国家银行

基准利率的下降一直持续到2015年年底, 达到历史最低点0.9个百分点为止。从那时起, 基准利率一直处于这个水平。持续维持低基准利率的背后想法——是在这宽松的货币条件下, 央行寻求建立一个与长期可持续实现通胀目标相一致的利率。

央行的降息周期产生了显著的增长效应。基准利率的大幅下降, 降低了通货紧缩环境的可能性, 并显著促进了产出水平的提高。与有利于降息周期的宏观经济效应同时, 成功地保持了经济的衡以及长期维持外部融资能力的稳定性。

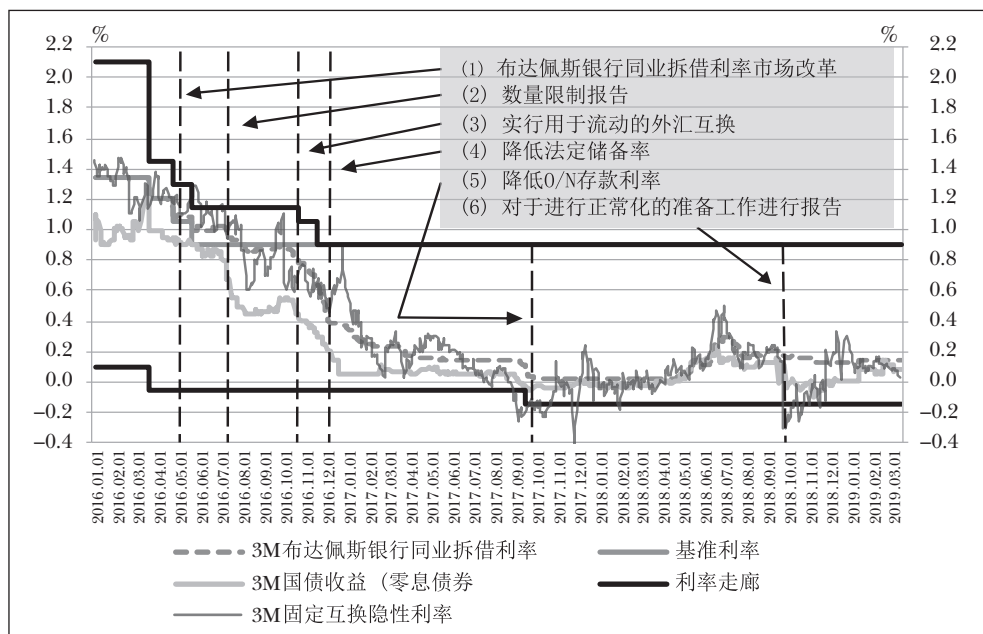
货币条件的宽松也影响了金融市场。放宽利率条件大大减轻了私营部门的利息负担, 从而防止危机后贷款存量、消费和投资的进一步下降。货币宽松不仅对私营部门产生了积极影响, 而且短期和长期的政府证券收益率也大幅下降。随着政府证券收益率下降, 公共财政状况也因利息支出下降而有所改善。2013年, 公共财政的利息支出超过了国内生产总值的4%, 到2018年福利债务逐步重新定价时, 该比率几乎减半。

### 中央银行采用非常规手段进行工具包转换

2016年夏季和秋季，匈牙利国家银行推出了新的货币政策框架，该框架在保持基准利率和考虑通货膨胀过程的同时，实施有针对性的非常规性货币宽松政策。该系统的核心要素是指导工具的转变以及三个月存款的数量限制，通过该限制，匈牙利国家银行支持贷款，自筹资金并确保利息走廊内相关货币市场收益率进一步的下降。于2016年最后一个季度启动的数量限制得到了匈牙利国家银行的支持，即将O/N贷款利率降低到基准利率，创建一个完全不对称的利率走廊，并将储备比率从2%降低到1%。2016年秋季，匈牙利国家银行引进了确保福林流动性的微调外汇货币交换（FX-swap）工具，在其帮助下，中央银行通过每周的招标维持银行系统适当程度上的流动性。

随着数量限制的引入，匈牙利国家银行（以下简称MNB）的三个月存款组合从2016年9月底的近2000亿福林下降到2016年11月接近9000亿福林，2017年底达到750亿福林，而在2018年12月份，该工具被停用。银行系统的流动性过剩出现在O/N存款中，并且所有相关市场都感受到了流出的流动性的收益抑制效应。2016年夏季引入数量限制后，收益率跌至利率走廊的底部。2016年5月，在MNB的倡议下，更新了BUBOR（银行间同业拆借利率）的认购制度，促进了数量限制制度的有效运作并且随着强制报价制度的引入，无担保银行间市场的营业额增加，BUBOR利率的信息含量也同时得到增加（MNB，2017）。

图9、2016-2019年间的短期收益率

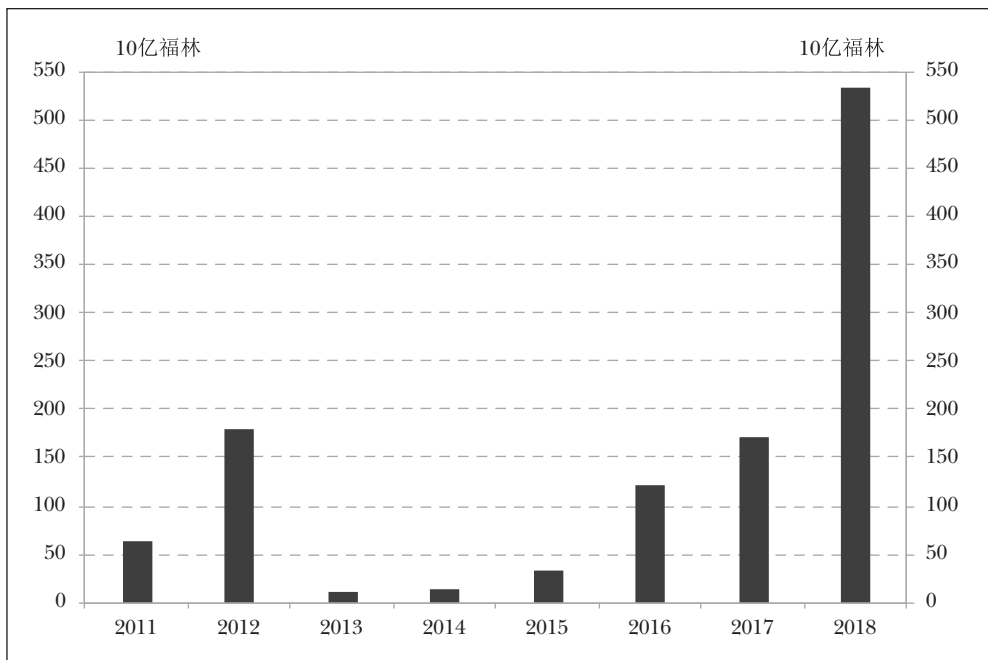


来源：匈牙利国家银行

2017年11月的会议上, 货币理事会决定, 宽松的货币条件不仅在收益率曲线的短期内, 而且在收益率曲线的较长期内都需要起到影响。为确保这一点, 货币理事会决定在2018年1月引入两项非常规性工具, 其为货币政策工具包的组成部分。货币政策利率互换(MIRS)作为一种普遍的货币政策工具, 抵押债券购买计划(JVP)作为针对性计划被采用, 该计划被宣布用于促进抵押贷款的扩散和抵押债券市场的发展。

MIRS和抵押债券购买计划都实现了指定的目标。这些工具支持宽松的货币条件, 以实现长期的扩张和市场稳定, 为抵押债券市场的发展和银行利率风险的降低做出了贡献, 从而促进了长期固定利率抵押贷款的进一步扩散, 到2018年底, 这一抵押贷款从年初的61%新增发行量上升至接近90%。在终止确认公告之前, 政府证券收益率的抵押债券收益率已在整个收益率曲线下降至负范围, 而低融资成本对新发行做出了重大贡献。固定利率抵押债券的总发行量与前7年市场交易量的总和相吻合, 这意味着该计划在很大程度上支持了抵押债券市场的发展。

图10、市场上固定利率抵押债券的年度总发行量



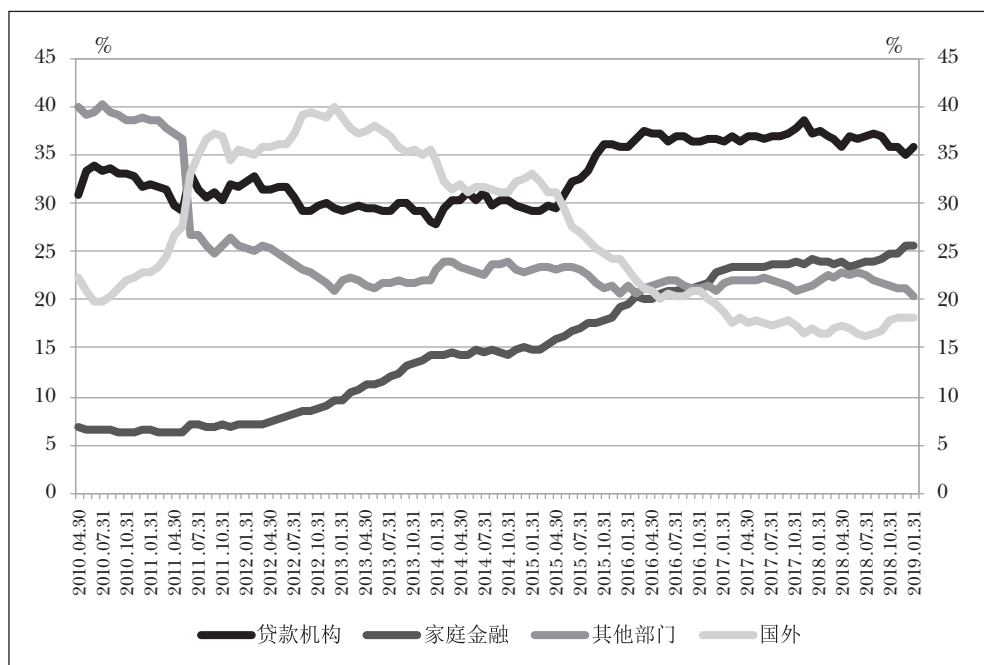
来源: 匈牙利国家银行

在抵押债券购买计划撤销后, MNB继续支持抵押债券市场的恢复以及货币政策工具包之外的工具的长期福利借款, 特别是抵押贷款基金合规率(即JMM)。

## 自筹资金计划——为实现更稳定经济所采取的措施

2014年4月，宣布了自筹资金计划，在其落实期间，MNB重组了其货币政策工具包，以便银行将其流动性过剩保留在中央银行存款中，而不是长期流动性证券。由于匈牙利证券市场的特殊性，这意味着银行对政府证券的需求增加。中央银行的计划，政府债务管理中心通过福林发行融资的外币偿还，以及银行的合作态度和适应性，使得有可能走向更健康的债务结构，并逐步减少外部风险（MNB，2017）。

图11、匈牙利公共债务的所有权结构



备注：截至2012年12月，信贷机构比率包含了货币市场基金在内。

来源：匈牙利国家银行

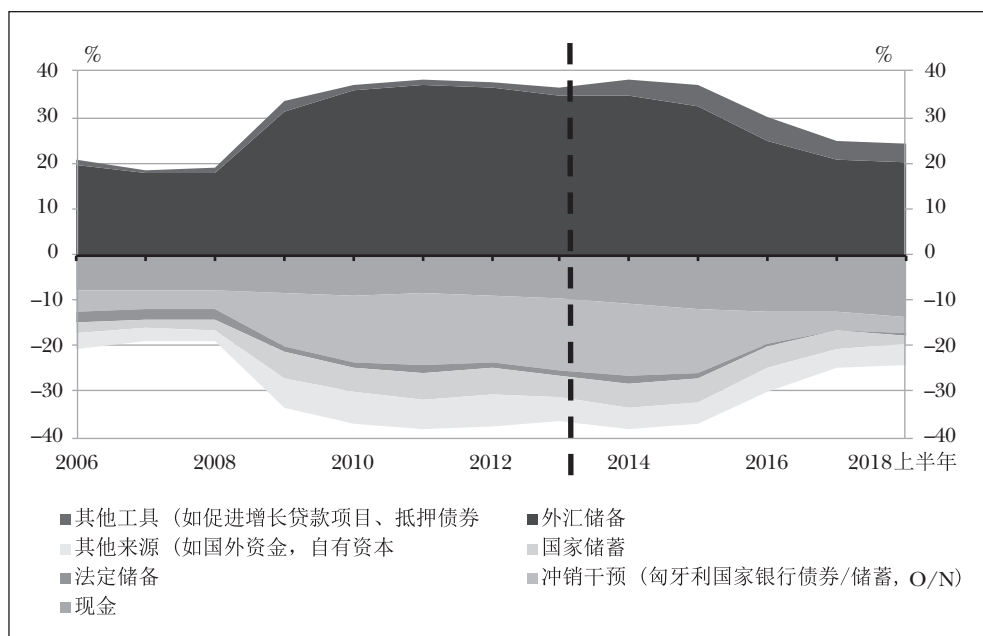
自筹资金计划大大减少了我国的外部脆弱性，增强了金融稳定，并改善了匈牙利的国际形象。从2014年到2016年该计划的有效部分结束，匈牙利能够从福林基金中偿还近110亿欧元的外币债务，在此期间政府证券市场收益率下降，与通胀目标保持一致。截至2016年底，公共债务的外汇比率从2014年的42%下降至2016年底的25%，再到2018年底的20%。自筹资金计划在落实基于国内投资者和福利的融资方面发挥了极其重要的作用，其成果为实现匈牙利主权债务完全被匈牙利持有的战略目标奠定了基础。



## 央行资产负债表的转变——当越少意味着越多

外部脆弱性的下降使得央行资产负债表出现转变,这对多边基金和国民经济都产生了积极影响。在危机爆发时,由于国家不利的融资状况,匈牙利被迫向国际机构借款,导致中央银行资产负债表资产和负债方面的增加。由于银行系统的流动性不断增加,膨胀的资产负债表给匈牙利国家银行带来了重大利息成本。危机后适应经济所产生的巨大融资能力,由此导致的外债减少和外部脆弱性,使得中央银行的资产负债表能够通过有针对性的方案减少,而不会危及储备的充足性。这在国际比较中也是值得一提的显著发展。危机过后,在世界大部分地区产生的趋势是央行总体上为货币政策目的提高了资产负债表总额。在危机后的货币政策宽松周期(2008-2014),美联储的GDP资产负债表总额增加了17个百分点,欧洲央行的资产负债表由于2014年以来的资产购买而上升了20个百分点,而且由于外汇储备的膨胀,捷克央行自2013年以来增加了40个百分点。相比之下,自2013年匈牙利货币政策变化开始以来,匈牙利国家银行的资产负债表总额下降了12个百分点。此外,就我国而言,由于计息资金的比例大幅下降,中央银行余额的结构也更为有效。尽管中央银行出现好转,尽管收益率环境较低,但货币政策操纵空间和货币传导效率也有所改善。必须强调,与国际发展不同的是,随着计划的启动,匈牙利国家银行能够在其规模缩小的情况下依然维持宽松的货币条件(Erhart等,2015)。

图12、匈牙利国家银行资产负债表主要组成部分与GDP比率的演变(年平均值)



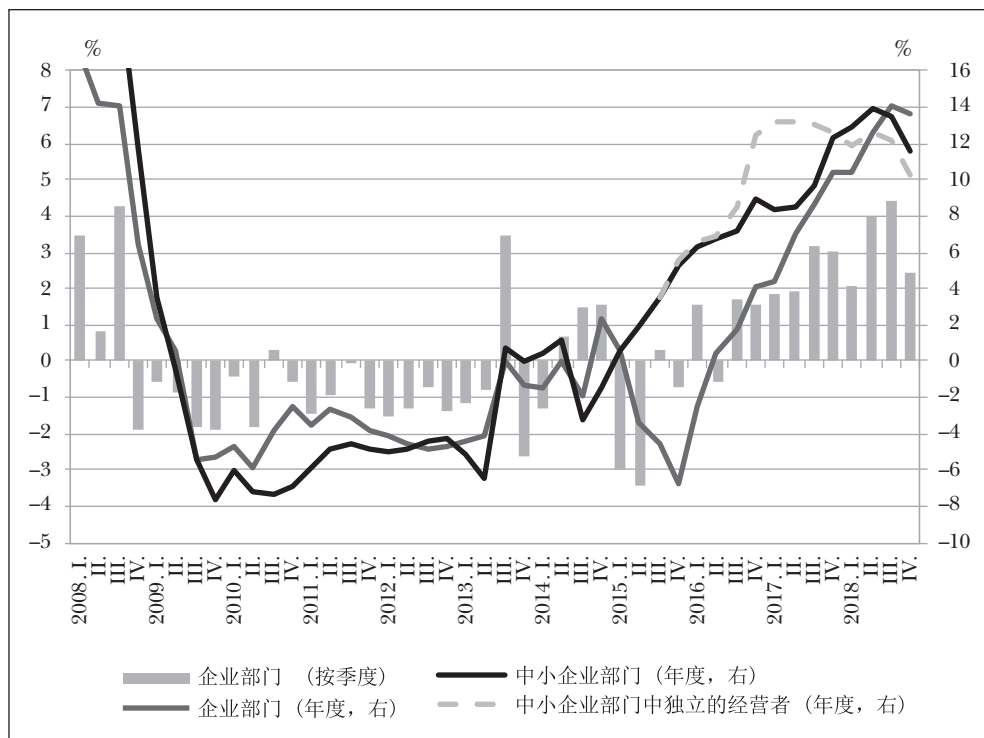
来源: 匈牙利国家银行

## 贷款转向——打破信贷市场的冻结局面

### 企业贷款

2007-2008金融危机爆发后，国内银行体系信贷供应急剧下降，信贷紧缩（credit crunch）成为2009年至2013年第二季度企业贷款（Balog等，2014）的特征。由于支付和还款，企业贷款平均每年下降约4-5%。贷款组合的收缩，对获得其他来源的机会非常有限的微型和中小型企业尤为敏感：该等公司的贷款以每年约4%至8%的速度下降。

图13、企业和中小企业贷款总额增长率



备注：以交易为基础的中小企业部门是根据2015年第四季度之前的银行数据估算出来的。  
来源：匈牙利国家银行

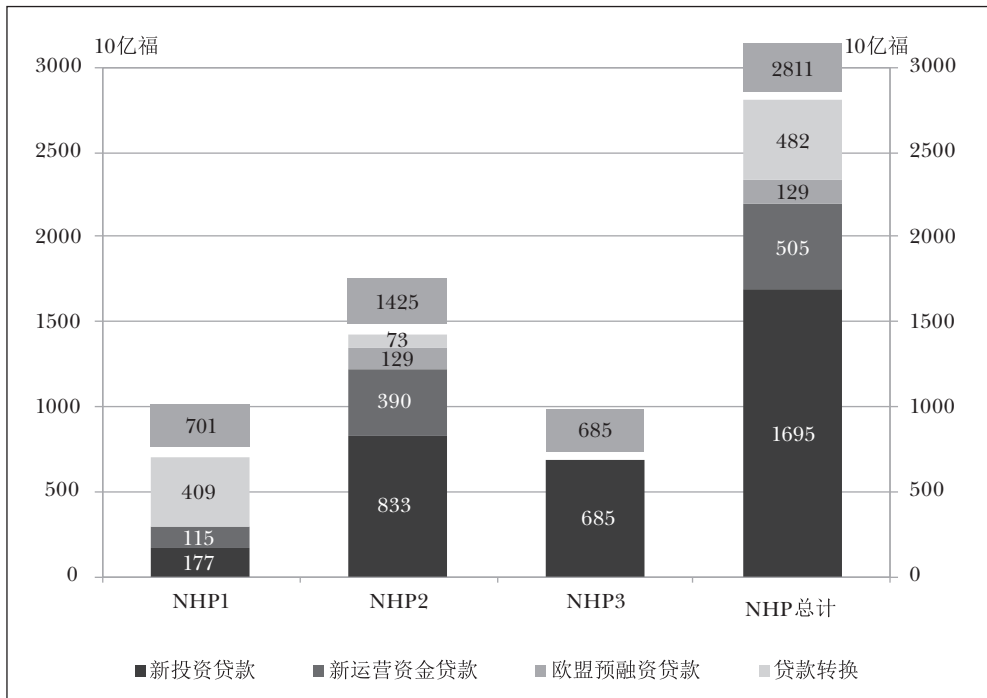
2013年启动的中小企业贷款增长计划方案，打破了负增长的恶性循环，并使中小企业贷款走上了稳定增长的道路。整个企业部门的贷款组合也遵循这一趋势，只是略有延迟，因此到2018年底，企业贷款和中小企业部门贷款增长率均超过10%（MNB，2019b）。

### 推动增长贷款计划方案

银行低迷的贷款意愿以及风险溢价的增加，对缺乏国内融资的中小企业（SME）行业的参与者造成的损失最为严重，从而增加了贷款市场冻结的风险。作为货币政策工具包中一个新的、有针对性的组成部分，匈牙利国家银行于2013年6月启动了增长贷款计划（FSAP），以缓解中小企业贷款持续面临的市场混乱，促进经济发展和加强金融稳定。在NHP的框架内，中央银行向信贷机构提供零利息的再融资贷款，这些机构可以向中小企业发放期限最长达10年的贷款，最高利率为2.5%。这是非常有利和可预测的融资选择，没有任何汇率风险。

NHP于2013年6月推出，在仅仅三个月的第一阶段，就实现了短期目标：信贷市场限制减少，银行间竞争加剧；在第二阶段，为提高增长效应，重点已经放在新贷款上，包括投资贷款，信贷赎回有限。在2015年秋季，匈牙利国家银行决定逐步淘汰NHP，此时，计划开始时设定的目标已成功完成。根据放松管制的意图，第三阶段比以前更有针对性。一方面，仅用于投资的福林融资；另一方面使中小企业能够以自然货币进行外币融资。

图14、在NHP的某些阶段被分配的信贷目标

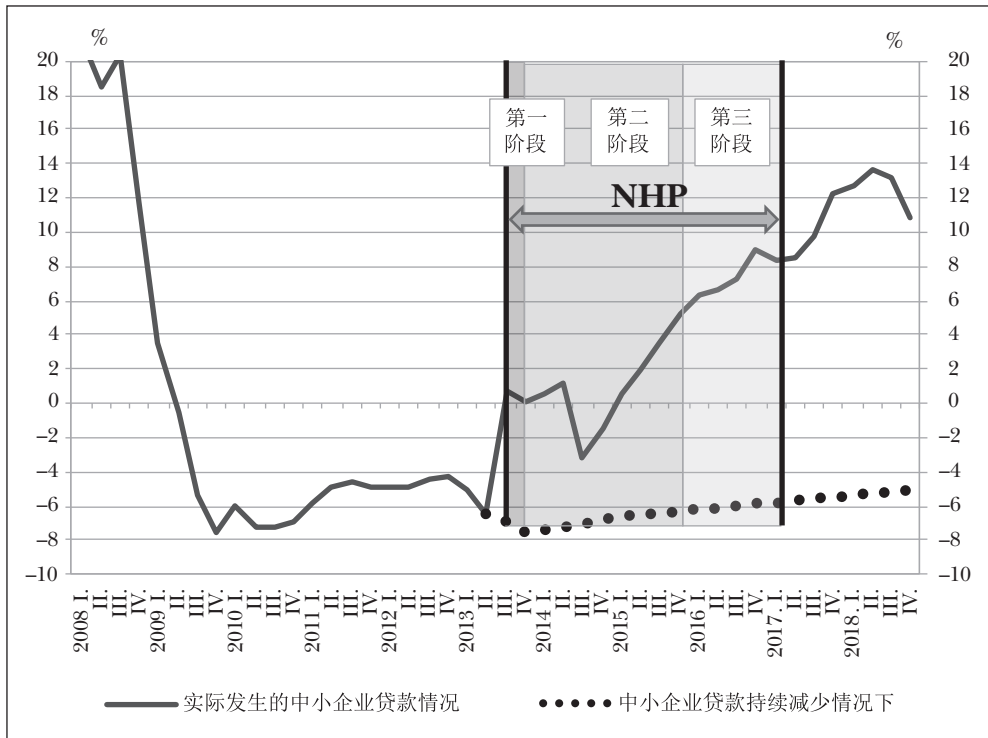


备注：NHP第二阶段的数据包括在NHP+建设中的23亿福林贷款，与其平行。

来源：匈牙利国家银行

在截至2017年3月的近四年时间里，近40,000家国内企业分三个阶段获得了约28,000亿福林的资金。其中，近17,000亿福林用于投资。除了改善中小企业的信贷条件外，该计划还通过恢复先前表现不佳的信贷市场，产生了重大的间接影响，有助于推动进一步的经济发展（MNB，2018a）。

图15、中小企业部门的信贷增长率



来源：匈牙利国家银行

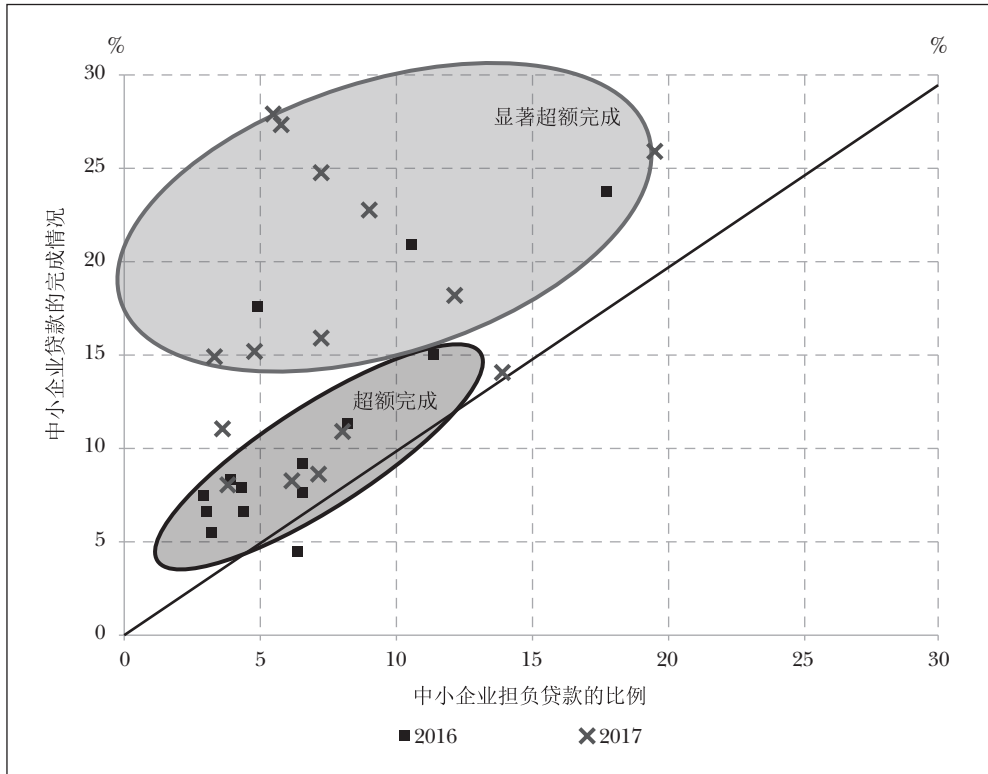
### 推出市场信贷计划

随着NHP的逐步淘汰，市场信贷计划（PHP）于2016年初启动，目的是在不向中央银行再融资的情况下，促进基于市场的贷款。

两种中央银行资产的联合使用，为贷款业务提供了支持，这两种资产分别属于PHP、贷款挂钩利率互换（HIRS）以及优惠存款工具。HIRS为银行提供了对冲其长期中小企业贷款利率风险的机会，同时，信贷机构已承诺，在交易的三年内将其发放至中小企业的净贷款增加至少四分之一的交易价值。在优惠存款安置的框架内，中央银行为完成HIRS交易的银行提供了获得较高流动性利率的机会（MNB，2015）。

2016年, 在PHP的第一阶段, 中小企业的信贷增长接近2000亿福林, 相当于国家中小企业贷款组合增加了5%。PHP的第二阶段于2017年7月启动, 银行在2017年继续增加中小企业的贷款 (MNB, 2019b)。

图16、根据市场信贷计划执行的贷款承诺



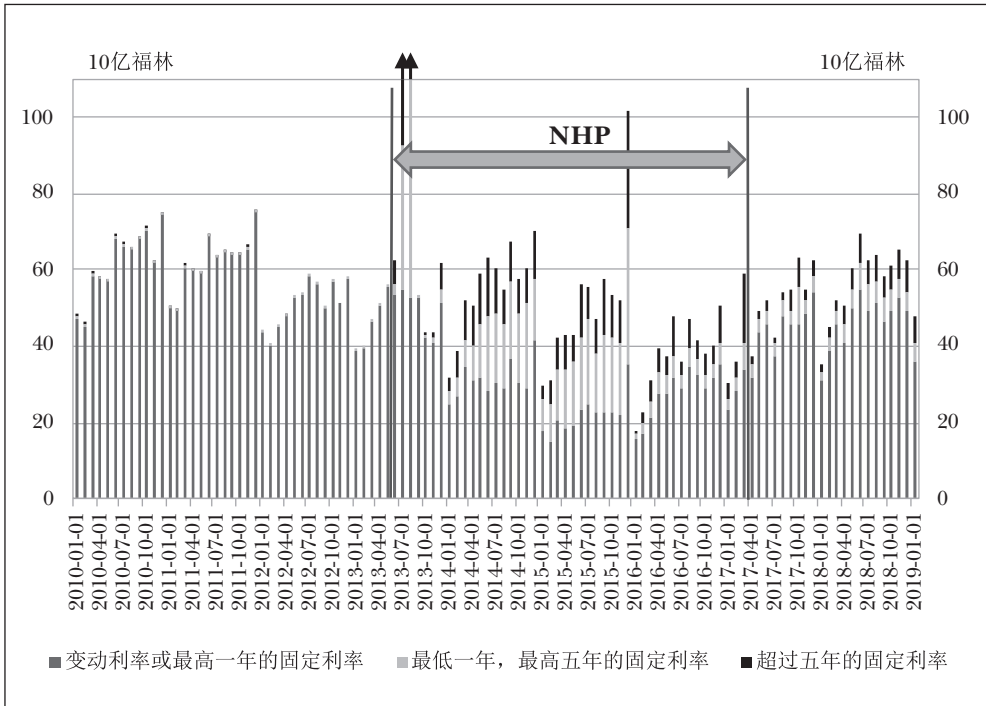
来源: 匈牙利国家银行

### 推出NHP固定计划

尽管2018年企业贷款的动力处于适当水平, 但其结构仍然不够健康。中小企业贷款的到期分配转向较短期限, 固定利率贷款的份额再次下降。

因此, 匈牙利国家银行决定重新引入一种已经在贷款数量和结构方面取得重大成果的工具, 为此, 于2019年初以1万亿福林框架金额启动了新一种NHP方案。用NHP fix名称宣布的新设计在其最重要的参数和执行方式中与NHP早期的阶段相同, 但更具针对性。只能用于投资目的, 最短期为3年。考虑到在NHP fix框架内支付的贷款量导致的银行流动性超过基准利率的优惠存款, 该计划在流动性方面保持中立, 这是个新特征 (MNB, 2018a)。

图17、按利率固定期计算高达100万的新企业福利贷款的分布



来源：匈牙利国家银行

## 家庭贷款

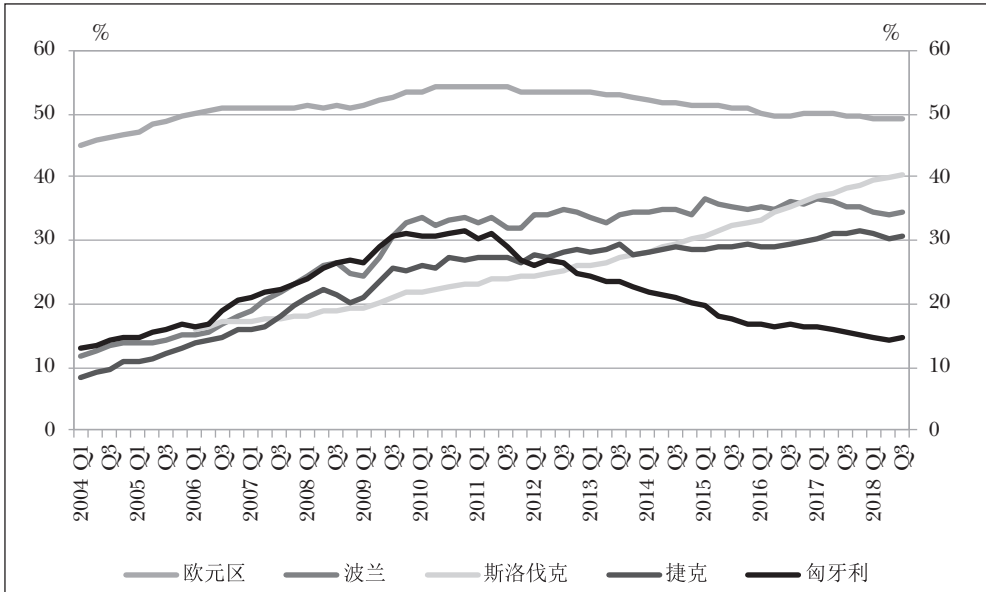
家庭信用态度是由金融危机爆发后的审慎和追求减债所决定的。因此，信贷机构的家庭信贷组合在2010年至2016年间稳步下降，其中政府计划（贴现最终还款、单边加息和汇率抵消）也发挥了重要作用。

就新合同而言，2012年和2013年是最低点。在这些年里，零售贷款的年度数量仅略高于3000亿福林，与2008年超过2万亿福林的合同相比，急剧下降。然而，从2013年起，随着实体经济和收入的增长，零售信贷市场开始逐渐复苏。2018年，零售贷款总额达到15,000亿福林，家庭贷款总额也增长了7%以上。2018年，住房贷款市场在零售贷款中发挥特别重要作用，以新合同的名义金额来看，已经达到金融危机前的水平。此外，目前的贷款发放是通过大多到期的贷款来实现的，因此类似的合同数量意味着整个行业的债务增长水平显著降低。

如果我们按照GDP的比例来检查家庭贷款存量，一切都变得显而易见：在金融危机爆发后，该指标为31%（超过若干区域国家值），目前，家庭贷款组合的规模不到GDP的15%，是欧盟内的最低之一。



图18、家庭信贷占GDP比率的国际比较



来源：欧洲央行，匈牙利国家银行

除其他外，家庭贷款的健康扩张取决于分期付款的最高金额规则和2015年起生效的债务担保比率以及长期贷款在新贷款条件下占的主导地位（MNB，2019a）。在后一过程中，合格的消费者友好住房信用（MFL）评级的引入也发挥了重要作用，它为消费者提供可预测的信用条件并通过提供银行优惠的可比性带来了更激烈的竞争。截至2018年底，MFL产品的比例在五年期固定利率贷款中已经超过60%。通过此处列出的规则，家庭债务的增加可通过将债务分散到比过去更多的家庭来实现，并且对经济环境中的意外变化不太敏感。

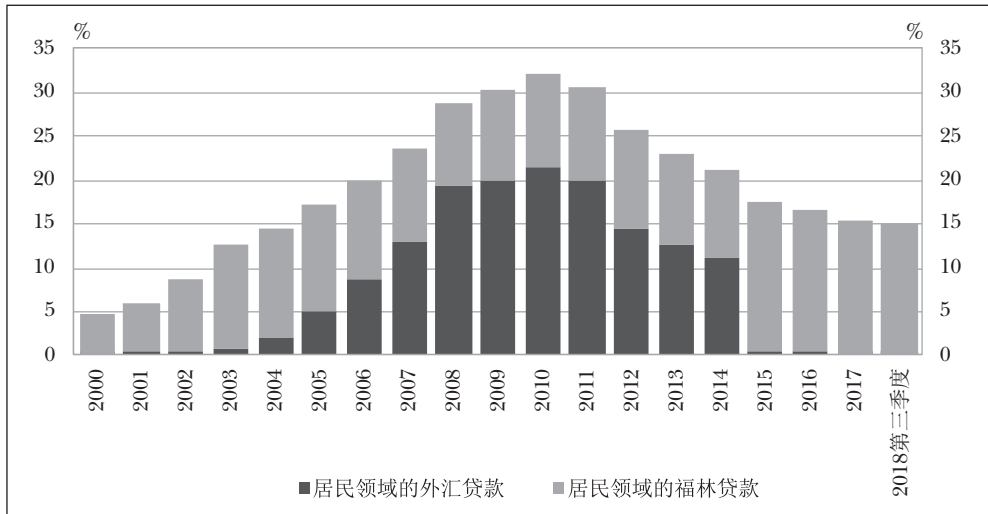
## 外汇贷记——外币贷款的陷阱

事实证明，零售外汇贷款是政权更迭后匈牙利金融业历史上最具破坏性、代价最高的事件之一。从宏观金融的角度来看，外币贷款本身是重大风险并显著增加了匈牙利的脆弱性。因此，将外币贷款转换为福林是一项关键的经济政策目标，要到2014-2015年才能实现。主要的原因是，只有到那个时候才有条件使得财政压力减轻，其中包括：

- 安全的法律环境
- 低福林利率
- 稳定和巩固的宏观经济环境
- 可用的外汇储备

匈牙利国家银行向各大银行提供了转型所需的大约90亿欧元的外汇，转换成福林的过程没有引起外汇市场的紧张（Kolozsi等，2015）。此外，匈牙利国家银行在结算福林交易的同时也发挥了重要的作用，无论是制定信贷机构的强制性方法，还是监督措施的实施（MNB，2016）。

图19、金融中介系统的家庭贷款组合与GDP成比例的情况



来源：匈牙利国家银行

在将贷款币种转换成福林的过程中，外币贷款带来的风险实际上已经通过政府、议会和匈牙利国家银行之间的经济政策合作而消除。在汇率确定后不到两个月，瑞士央行公布了兑欧元维持的汇率门槛，随着瑞士法郎的大幅升值，也加强了该计划的时机安排。瑞士法郎的汇率在几天内从250-260波段变为320福林，但由于更大的脆弱性，价值损失可能更高-高达70%（Fábián，2015）-如果福林转换在技术意义上不会在此之前发生。除了汇率的影响，匈牙利国家银行的货币政策举措也产生了积极影响，因为在转换时2.1%的BUBOR在此后的几年中下降了近200个基点，这也直接出现在福林贷款的利率上。总体而言，在转变时期后的四年中，债务人已经通过重大的额外负担解除了这一措施。未能与银行结算、汇率风险持续存在以及较高水平的外部脆弱性，都可能使家庭支出增加至21,000亿福林。

### 成长和追赶转型

2010年后经济政策的变化同时影响了增长的结构和融资条件。许多关键的经济领域出现了重大变革，为匈牙利经济向可持续增长道路的过渡以及恢复真正的经济一体化奠定了基础。

由于危机前累积债务导致资产负债表调整延长, 人口消费在劳动力市场趋势逆转后于2013年发生。其中一个主要原因是2011年秋季开始的零售外币贷款组合的减少, 以及单一利率个人所得税的引入。结果, 家庭越来越多地扩大消费, 并为国内经济增长的强劲内需创造了最重要的基础。

危机过后, 我们看到了家庭储蓄意愿方面发生的重大变化。自危机以来, 按可支配收入计算, 储蓄率已上升至9%以上。2010年以后, 人口的净财务财富开始稳步上升, 近年来已达到历史最高水平, 而人口的负债已降至危机前的水平以下。2010年至2018年间, 家庭的净财务地位增加了超过250,000亿福林: 其中近三分之一是由于之前贷款组合的改善, 而三分之二是来自当前收入的财务投资和现有储蓄的重新估值。更强劲的经济前景和更强劲的收入趋势导致前期储蓄率持续提高, 为匈牙利经济提供稳定的增长途径和融资环境。

国内增长的另一个重要支柱是活跃的企业贷款推动的核心投资流程增长。由于央行的贷款计划, 匈牙利经济在2014年已经转变为投资趋势, 到2018年, 匈牙利的投资率从之前的16-17%上升至27%以上。扩大投资也确保了匈牙利潜在增长率的长期增加。

匈牙利在此之前的快速增长只能通过开放经常账户赤字和建立外债来实现。然而, 在新的追赶轨道上, 无外债的经济融资主要基于内部资源。人民对储蓄的高度意愿、欧盟资金的流入以及通过强劲的出口部门积累的外贸顺差, 都促成了经常账户余额的增加。现在的平衡经常账户余额近十年持续显示盈余。

外债结构的转变及外债水平的稳步下降也促进了增长的可持续性。2018年底, 由于外债形势出现好转, 我们的净外债占国内生产总值的比重下降至10%以下, 根据目前的预测, 2021年左右将达到0, 也就是说, 从这十年结束开始, 国内参与者与偿还外债相比, 具有更多的外国债权。

## 自2010年以来货币政策的累积效应和经济发展概要

总体而言, 传统和非传统的中央银行措施为宏观经济增长作出了重大而全面的贡献。自2013年以来, 匈牙利经济增长了23.1%, 其中近一半(12%)来自货币政策计划。根据我们的估计, 2013-2018年期间, 降息和央行计划直接对GDP增长的贡献超过了6%。其中, NHP计划产生的信贷流出贡献了3.5个百分点, PHP计划贡献了0.9个百分点, 而降息对同期经济增长贡献了1.7个百分点。除此之外, 央行计划方案还有几项间接的影响。2013年, 匈牙利经济的特点是信贷紧缩(credit crunch), 银行与经济中其他经济参与者之间缺乏信心, 这是推出健康贷款的主要障碍。中央银行计划在恢复信心和振兴中小企业市场角色方面也发挥了重要作用。另一方面, 外币贷款的转换使家庭不要继续遭受重大损失, 从而有助于扭转消费和零售投资。根据我们的计算, 包括间接渠道在内, 央行将增长率提高了近12%, 超过了同期国内生产总值23.1%增速的一半。

由于匈牙利国家银行的降息周期、自筹资金计划以及中央银行工具包的变化，收益率大幅下降，从而为预算、家庭和公司带来了显著的节省。由于政府债券收益率的下降，政府在2013年至2018年期间的总利息总额达到了24,000亿福林。自2012年以来，企业向信贷机构支付的利息总支出减少了14,000亿福林。截至2018年底，在NHP项目框架内支付的贷款超过28,000亿福林。将贷款货币转换成HUF的措施使家庭债务负担降低近21,000亿福林。因此，自2013年以来匈牙利国家银行计划推出的项目，已经为经济贡献了大约100,000亿福林。

表1、匈牙利国家银行各项目的效应（单位：10亿福林）

匈牙利国家银行各项目的效应	10,100
增长信贷计划	2800
国家利息储蓄	2400
企业利息储蓄	1400
家庭利息储蓄	1400
福林化	2100

来源：匈牙利国家银行

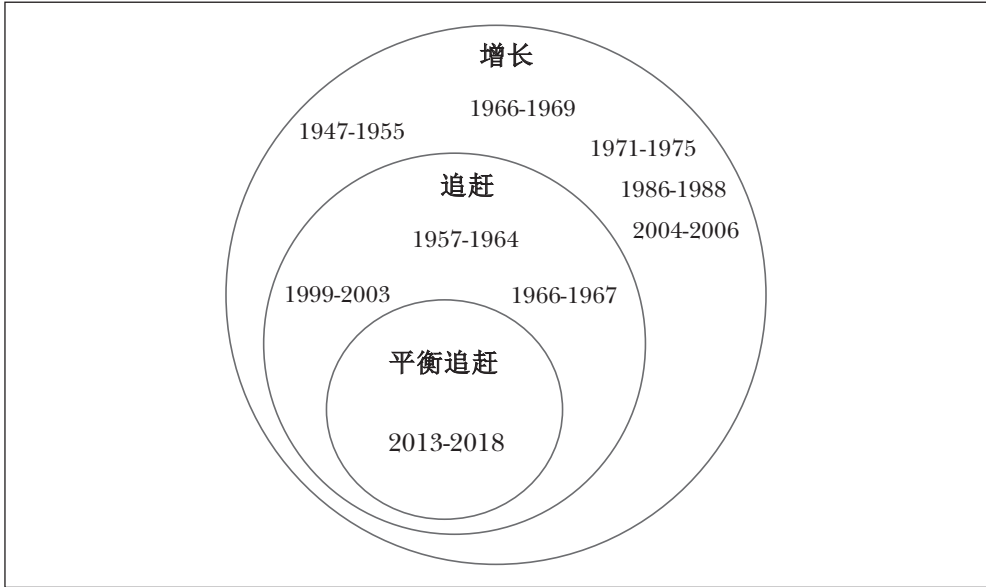
2013年，实际经济趋同得以恢复，加上欧盟成员国的增长突出，增长结构趋于平衡。自2013年以来的6年中，国内生产总值平均增长率为3.5%，到2018年接近5%。此外，此增长受到欧洲经济温和回升的推动，因此，国内生产总值的增长比西欧发达经济体的增长率平均高出2个百分点，在本季度末则高出3个百分点。自2013年以来的增长和赶超时期在匈牙利历史上独一无二，这主要通过可持续的宏观融资条件得以实现。

值得一提的是，从中央银行的角度来看，由于匈牙利国家银行的主要目标是实现和维持价格稳定和价格指数。在金融危机之后，国内通货膨胀率依然居高不下，然后在2013年稳步下降，在全球通货膨胀极低的环境下，国内通胀一直在零左右。然而，自2017年初以来，除了几个月外，央行一直在稳定范围内发展，自2018年中期以来，价格指数一直在3%目标附近波动。2019年初，随着核心通货膨胀率的上升，可以说匈牙利的通货膨胀处于与物价稳定相一致的水平。

## 未来的挑战

目前，国际货币和宏观经济环境正在发生变化，大多数发达经济体已经进入经济增长的成熟阶段，新兴市场资本流动变得更加动荡，未来经济前景的不确定性也随之增加。一些分析报告已经提出了经常性经济危机的可能性。对于像匈牙利这样的小型开放型经济体而言，这意味着经济政策应该继续寻求减少国家的脆弱性，加强既定的保护线，并保持金融稳定。

图20、国内增长期



备注：任何可以检测到实际GDP增长率1%以上的时期均视为增长期。另一个重要标准是，增长应该连续3年。匈牙利以固定美元的计算与奥地利相关的人均发展水平已趋同视为赶超现象。在这里考虑的是至少连续两年赶上的时期。在其内，经常账户显示盈余，外债下降的时期被视为平衡追赶。  
来源：麦迪森、UNCTADstat、匈牙利国家银行

图21、通货膨胀和税收过滤核心通胀的演变



来源：匈牙利统计局、匈牙利国家银行

为了保持过去几年的长期追赶趋势，我们需要保持积极趋势，并通过进一步措施提高竞争力。该进程关键的因素是匈牙利能否打破中等发达国家的格局。经济历史经验明确表明，追赶并不是一个自动的过程。在增长较快的发展中经济体中，与发达地区相比，增长盈余往往比追赶发达经济体更早地下降。

成功追赶所需的竞争性转变的本质是，先前广泛的增长模式被基于质量条件的知识和资本密集型增长模型所取代。成功的追赶不存在万能的方式。与此同时，高生产力、先进技术的使用、高水平的人力资本和有利的人口统计过程通常有助于赶上成功的国家。考虑到国际经验和国内条件，匈牙利还必须走自己的道路，加强其竞争力。

匈牙利国家银行于2019年2月宣布的330项竞争力计划提案旨在实现匈牙利的竞争性转变。该计划的实施可能有助于2030年将匈牙利的发展水平提高到该地区最高生活水平（也就是奥地利发展水平）的80-90%。不过，这些步骤只能靠未来十年完成的研究来评估。

## 参考文献

- Baksay Gergely – Palotai Dániel (2017): Válságkezelés és gazdasági reformok Magyarországon, 2010–2016. *Közgazdasági Szemle*, 64. évf., 7–8. sz., 698–722. 鲍克绍伊·盖尔盖·鲍洛陶伊·达尼尔（2017年）《匈牙利危机管理与经济改革2010-2016》匈牙利《经济学评论》杂志 64(7-8): 698-722
- Balog Ádám – Matolcsy György – Nagy Márton – Vonnák Balázs (2014): Credit crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége? *Hitelintézet* *Szemle*, 13. évf., 4. sz., 11–34. 鲍洛格·阿达姆·毛托尔奇·捷尔吉·瑙吉·玛尔通·沃纳克·鲍拉日（2014年）《匈牙利2009-2013年的信贷紧缩：一个不可靠时代是否结束？》匈牙利《金融与经济评论》杂志 13(4): 11-34
- Erhart Szilárd – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Kóczyán Balázs – Matolcsy György – Palotai Dániel – Sisak Balázs (2015): A devizahitelezés makrogazdasági hatása és a gazdaságpolitika válasza. In: *Devizahitelezés nagy kézikönyve*. Nemzeti Köszolgálati és Tankönyvkiadó, Budapest. 埃尔哈尔特·希拉尔德·凯凯希·茹绕·科罗克瑙伊·贝特尔·科齐安·鲍拉日·毛托尔奇·捷尔吉·鲍洛陶伊·达尼尔·希绍克·鲍拉日（2015年）《外币贷款的宏观经济影响及对经济政策的反应》发表《外汇贷款大手册》国家公共服务和教科书出版商，布达佩斯
- Fábian Gergely (2015): Mit úsztak meg pontosan a deviza-jelzáloghitelek? *MNB Szakmai cikkek*. Megjelent: napigazdasag.hu, 2015. június 6. 法比安·盖尔盖（2015年）《对外汇抵押贷款者的便利条件到底是什么？》匈牙利国家银行专业文章，napigazdasag.hu（2015年06月06日）
- Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs (2015): A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer. *Hitelintézet* *Szemle*, 14. évf., 3. sz., 60–87. 科罗日·帕尔·彼得·鲍瑙伊·阿达姆·沃纳克·鲍拉日（2015年）《零售货币抵押的淘汰：时机和框架》匈牙利《金融与经济评论》杂志 14(3): 60-87



- Matolcsy György (2007): A neoliberais gazdaságpolitika téveszméi. *Polgári Szemle*, 3. évf., 7–8. sz., 6–16. 毛托尔奇·捷尔吉(2007年)《对新自由主义经济政策的误解》匈牙利《公民评论》杂志 3(7-8): 6-16
- Matolcsy György (2008): Harmadik sokkterápia. In: *Magyarország politikai évkönyve 2007-ről II. Közpolitika*. Demokrácia Kutatások, Budapest, 707–723. 毛托尔奇·捷尔吉(2008年)《第三次的休克疗法》发表《匈牙利的政治年鉴2007、公共政策》布达佩斯, 707-723
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2014): Növekedés egyensúlytalanságok nélkül. Fenntartható növekedési pályára állt a magyar gazdaság. *Polgári Szemle*, 10. évf., 1–2. sz. 毛托尔奇·捷尔吉、鲍洛陶伊·达尼尔(2014年)《无失衡的增长。匈牙利经济转变成可持续发展的状态》匈牙利《公民评论》杂志 10(1-2)
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés. Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014*. Kairosz Kiadó, Budapest. 毛托尔奇·捷尔吉(2015年)《平衡和增长。匈牙利的巩固和稳定, 2010-2014年》Kairosz出版社, 布达佩斯
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben. *Hitelintézési Szemle*, 15. évf., 2. sz., 5–32. 毛托尔奇·捷尔吉、鲍洛陶伊·达尼尔(2016年)《匈牙利过去一年半的财政和货币政策相互作用》匈牙利《金融与经济评论》杂志 15(2): 5-32
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2018): A magyar modell: A válságkezelés magyar receptje a mediterrán út tükrében. *Hitelintézési Szemle*, 17. évf., 2. sz., 5–42. 毛托尔奇·捷尔吉、鲍洛陶伊·达尼尔(2018年)《匈牙利模式: 匈牙利危机管理的秘诀》匈牙利《金融与经济评论》杂志 17(2): 5-42
- MNB (2015): *A Piaci Hitelprogram (PHP) alapösszefüggései és eszközei*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2015年)《市场信贷计划(PHP)的基础和工具》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- MNB (2016): *Féldős jelentés, 2013–2016*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2016年)《中期报告, 2013-2016年》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- MNB (2017): *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2017年)《匈牙利的方法—有针对性的央行政策》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- MNB (2018a): *A Növekedési Hitelprogram Fix (NHP fix) elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció fontosabb jellemzői*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2018年a)《中央银行开展增长贷款计划(NHP fix)的主要观点以及设计特色》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- MNB (2018b): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés (2018. november)*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2018年b)《金融稳定报告(2018年11月)》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- MNB (2019a): *Hitelezési folyamatok, 2019. március*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2019年a)《贷款流程, 2019年03月》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- MNB (2019b): *Jelentés 2013–2019*. MNB, Budapest. 匈牙利国家银行(2019年b)《报告2013-2019年》匈牙利国家银行, 布达佩斯
- Palotai Dániel (2017): Beérték a 2010–2013 közötti adóreform kedvező hatásai. *MNB Szakmai cikkek*, Budapest. 鲍洛陶伊·丹尼尔(2017年)《2010-2013期间的税收改革的有利效应业已成熟》匈牙利国家银行专业文章, 布达佩斯