

多莫科什·拉斯洛、普洛伊·久拉、
西克萨妮·基拉伊·玛利亚
(*Domokos László – Pulay Gyula – Szikszainé Király Mária*)

2007年至2020年期间匈牙利 货币政策的财政预算风险变化

三份审计署分析报告的经验教训



概述

国家审计署作为国会的主要金融、经济审计机构，定期对匈牙利中央银行的经营进行审计，由于匈牙利央行在制定和实施货币政策时独立于国会，因此，货币政策的审计不包括在内。如果由于必要的货币政策措施导致央行准备金耗尽，为消除央行的赤字，财政预算有偿还的义务。这意味对财政预算直接构成风险。同时，货币政策还通过营销国债融资的安全性和便利性对财政预算支出产生间接影响。因此，国家审计署会定期分析货币政策对财政预算的影响，从而识别这些风险。本文基于审计署的三份分析报告对2007年至2012年间货币政策增加财政预算风险的情况进行介绍。而自2013年起，货币政策措施并未对财政预算造成直接风险，央行甚至向国家分红。2013年以后，货币政策措施推动了国债利息负担的显著下降以及国债融资中国内资源占比的提高。货币政策在减轻新冠疫情对经济的负面影响中发挥了积极作用。然而，应对因抗疫巨额支出导致的财政预算失衡，对货币和财政政策提出了不同的挑战。保持货币和财政政策在此期间的协同也尤为重要。

经济文献杂志 (JEL) 代码: E02, E59, H63

关键词: 货币政策、财政政策、财政预算风险、外汇储备、国债

多莫科什·拉斯洛博士 (Domokos László PhD) 名誉大学教授，国家审计署署长 (elnok@asz.hu); 普洛伊·久拉博士 (Dr. Pulay Gyula PhD) 审计主任，任教师资格副教授，国家审计署，米什科尔茨大学 (szvpulay@uni-miskolc.hu); 西克萨妮·基拉伊·玛利亚 (Szikszainé Király Mária) 项目主任，国家审计署 (szikszaine63@gmail.com)。

审计署为何分析货币政策的财政预算风险?

国家审计署(以下简称“审计署”)是匈牙利国会的最高金融和经济审计机构,其独立性有法律保障。审计署具有审计公共资金、国家和市政资产管理的普遍权限。审计署负责审计匈牙利中央银行(以下简称“匈央行”)的经营以及不属于其基本职责范围内的活动。审计署无权对匈央行的基本履职行为(如货币工具应用、外汇储备管理)进行审计。其原因是匈央行在制定和实施货币政策时独立于国会。因此,审计署作为国会的审计机构无法对匈央行的这些活动进行审计。

然而,货币和财政政策的最终目标是一致的:促进国民经济的可持续发展,并以此保障稳定的社会福利。可将货币和财政政策比喻为通过不同路径攀登同一山顶的两名登山者。继续这一比喻,用一根又长又结实的绳子将两名登山者绑在一起最为安全。如此双方可以相对独立的爬行,如一方滑倒不会立即对另一方造成危险,但如果一方开始下滑,甚至坠落,另一方则可拉住他。当然,前提是其本身站的足够稳。

匈牙利中央银行相关法律¹(以下简称“匈央行法”)也规定了两根“安全绳”的使用,这也很好的验证了这一比喻。根据该法律,中央财政预算需为匈央行承担偿还义务的情况如下:

- 匈央行处于亏损状态,其利润储备不足以弥补损失²;
- 两项汇差准备金合计为负数³,且本年度利润储备以及利润不足以抵消负数余额⁴。

规定该义务的原因是以股份公司形式运营的匈央行亏损和/或汇差准备金耗尽,货币政策依然必须履行央行法中规定的职能。然而,这一规定意味着货币政策的实施会带来财政预算风险,因为可能导致中央财政预算须承担偿还义务。考虑到匈央行的总资产,这一风险可能高达1000亿福林。因此,为了识别潜在的重大风险,审计署需定期分析货币政策。

反向的“安全绳”看似不存在,因为匈央行不能直接为中央财政预算提供资金。但2020年的危机开了一个先河,央行(不仅匈央行,其他国家亦然)在二级市场通过大量购买国债间接地为飙升的国家债务融资做出贡献。而得益于低基准利率、外汇储备下降和福林疲软而导致的高收入甚至使匈央行在2019年和2020年向其股东,即国家分别支付500亿福林和2500亿福林的分红,从而直接减少了国家债务。此外,“匈央行在不影响其主要职能的前提下,通过其可支配的货币政策工具支持政府的经济政策”(Lentner, 2014:12)。

然而,连接两名登山者的安全绳索只有在两人均向同一方向前进的情况下才会起到互惠互利的作用。否则,绳索迟早会绷紧,而登山者将不可避免地开始相互拉扯。原则上,货币政策试图通过提高国家债务融资成本来使狂奔的财政政策重回正轨。但这是一个矛盾的局面,提高基准利率会导致财政预算的额外支出,而高基准利率也会使匈央行的财务状况恶化,因为它将不得不为上存的商业银行存款支付更高的利息。

审计署对货币政策财政预算风险的分析还应涉及“两名登山者”之间合作的和谐程度,例如货币政策通过降低和保持低基本利率是否有助于降低国家债务利息成本,或相反因高利率而为“登山伙伴”增添了沉重的负担。国家审计署评估的2007至2020年时段内两者均有案例,本文中对此进行了详细的分析。

综上所述,货币政策面临的财政预算风险可分为两类:

- 财政预算根据上述规则对匈央行有偿还义务时被视为负面风险。匈央行支付红利则被视为正面风险;
- 由于货币政策导致国家债务增加意味着间接地负效用财政预算风险。与此相对应的正效用财政预算风险则是旨在减少国家债务的货币政策措施。

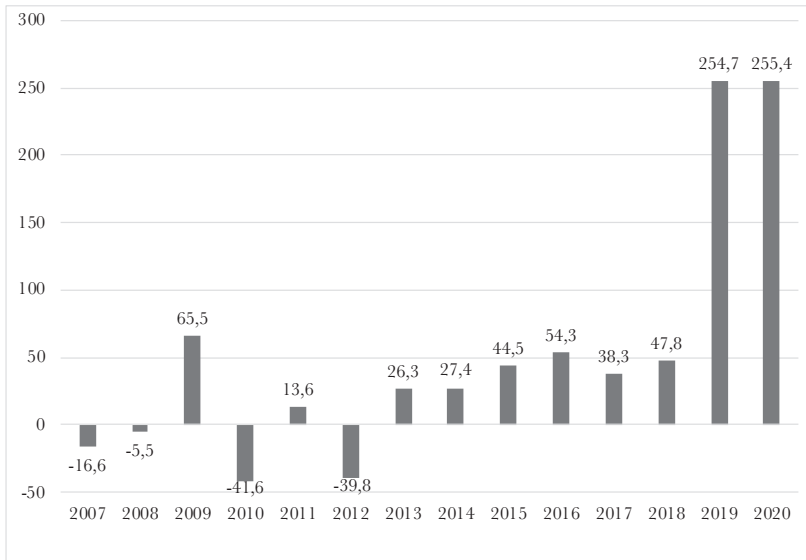
审计署通过三份分析报告对货币政策财政预算风险进行了全面解读。国家审计署分别于2013年(国家审计署,2013)和2018年(国家审计署,2018)在网站上分别发布了关于2007年至2011年期间以及2012年至2016年期间风险因素演变分析报告。2021年发布的分析报告则涵盖了2017年至2019年期间以及2020年上半年出现的货币政策的财政预算风险分析。分析报告并未评估货币政策的权益性或有效性,而是重点关注货币政策的实施是否会导致财政预算需为匈央行承担偿还义务或增加该类风险。

本文以上述三份分析报告的主要结论为基础,并结合文献和最新事实数据回顾了货币政策在2007年至2020年期间对财政预算发展所产生的影响,以及触发这些影响的因素和货币政策决策。关于货币和财政政策的相互作用已有过多篇优秀研究报告(例如:Matolcsy – Palotai, 2016, Lentner, 2016)。本文并不试图全面介绍这个关系体系,而仅探讨货币政策措施对财政预算的可以货币价值测量的影响。

货币政策对财政预算构成直接风险的发展及其影响因素的形成

直接财政预算风险的产生主要取决于匈央行在各年份中是否盈利,以及在盈利的年份中能产生多少利润储备。因此,我们首先分析匈央行盈利情况的发展以及对其产生影响的因素进行了评估。此后,再对第二个风险因素,汇差准备金的变化进行了分析。2007年至2020年期间匈央行当年利润的发展情况如图1所示。

图1、2007年至2020年期间匈央行当年利润的发展情况（10亿福林）

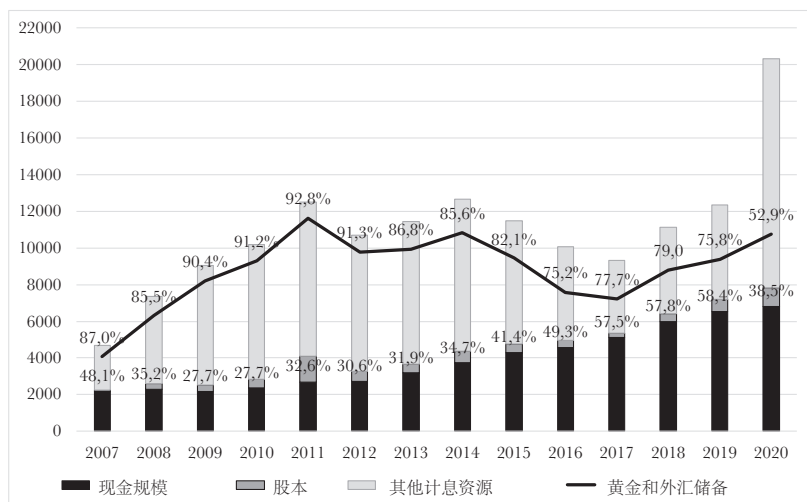


来源: 国家审计署根据匈央行2007-2020年度报告中的数据编辑而成

图中可见, 匈央行盈利情况可分为两个不同的阶段。2007年至2012年期间除两年外, 匈央行处于亏损状态。自2013年起, 央行则年年盈利。由于匈央行没有利润目标, 需服从于货币政策主要职能, 因此无法对匈牙利的经营本身进行评估, 评估应从一般的相关性出发。央行最重要的法律职责之一, 外汇储备自身存在亏损风险, 因为外汇储备的绝大部分必须放在具有流动性和/或低风险的资产中, 而这些通常回报率很低。如央行可以低成本地获得资金进行拨备, 即可降低亏损的风险。然而, 此类资源范围有限。因此, 考虑到所有其他条件, 国际外汇储备的扩大或减少将分别加大或降低亏损的风险。在确定外汇储备规模时, 安全性优先于盈利考虑。过多的外汇储备则会不合理地增加央行的亏损风险。

外汇储备在央行资产负债表中的比重以及低成本资金来源在其资产负债表总额中的占比对央行的净利息收入（收到和支付的利息净差）有很大的影响。图2显示了上述在2007年至2020年期间的发展。图标中下排数据展示了无成本资源在资产负债表总额中的占比, 上排则是黄金和外汇储备在资产负债表总额的占比。

图2、匈央行2007年至2020年期间的资源结构以及黄金和外汇储备的发展 (10亿福林, %)



来源: 根据匈央行2007年至2020年的年度报告数据自制

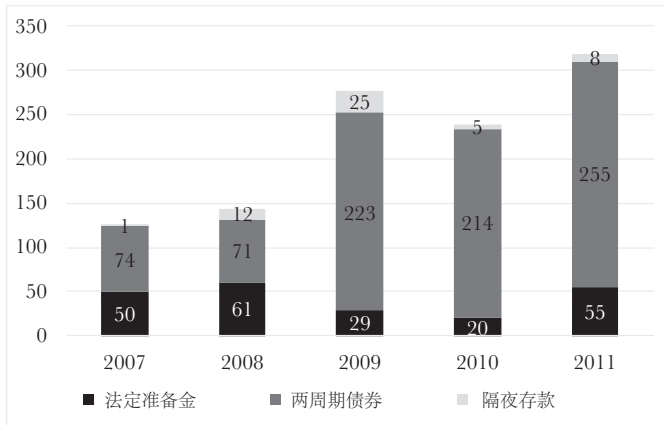
2007年至2011年期间黄金和外汇储备总额逐年快速增长。而该增长的必要性在于2008年爆发的全球金融危机期间外汇储备不足以应对冲击 (Csontos – Szalai, 2015)。累积至2021年的外汇储备在国际层面与国内生产总值和外债相比也已非常高 (Bóta, 2013), 但在全球金融环境不确定的情况下, 这样做无可厚非。

无成本资源的增长至2011年末与外汇储备增长同步, 因此在所有资源中的占比由2007年的48.1%下降至2009年和2010年的27.7%, 截至2014年, 无息资源的比例从未达到40%。匈央行由于福林汇差准备金迅速增加带来的股本扩张只能部分缓解对计息资源的需求。与2007年相比, 2011年外汇储备融资所需资源几乎上升三倍, 主要由国际货币基金组织、世界银行和欧盟委员会发放的贷款组合来满足, 以此提高外汇储备。匈央行主要通过使用商业银行流动性来创造进一步增加外汇储备所需的资源。国际审计署2013年发布的一项研究表明, 匈央行为此采取了与国际水平相比较宽松的利率政策, 旨在改善商业银行因金融危机而恶化的盈利能力⁵。匈央行与其他欧洲央行不同的措施如下:

- 不限制商业银行存款上存;
- 提高基准利率时未扩大利率走廊;
- 即使拨备高于法定准备金, 仍支付与基准利息相同的利息。

因此, 其利息支付大幅增加 (见图3), 而匈央行的净利息收入则严重亏损, 由此增加了对财政预算的直接风险。

图3、2007年至2011年期间法定准备金、两周期债券和隔夜存款的利息（10亿福林）



来源: 根据国家审计署2013年数据自制

国家审计署的研究还指出, 商业银行将高流动性银行资产以有利的条件存放在匈牙利降低了其将资源投放到信贷业务或购买政府证券的兴趣。匈央行2010年全年亏损超过415.57亿福林。由于匈央行的利润储备高于亏损金额, 因此当时并未需要财政预算承担偿还义务。出于类似原因, 2012年匈央行的经营再次出现亏损。

多个因素促成了央行自2013年以来的持续盈利。其中包括图2可见的, 自2012年以来免息资金比例的再次上升。这为匈央行逐步退出商业银行的流动性资金创造了空间, 从而大幅度减少需向商业银行支付的利息总额。2012年至2016年, 匈央行外汇储备在资产中的份额逐年下降也对其盈利能力产生了积极影响。外汇储备占比下降意味着低收益计息资产在央行资产中的占比下降。同时, 原则上为配置或购买高息资产提供了可能, 从而提高了资产收益。

减少外汇储备有利于实现重要的经济政策和社会政策目标。终止外币贷款强化了银行体系和金融体系, 同时也降低了国家的外部脆弱性。降低了匈牙利的风险溢价, 从而降低了国家债务融资成本。

2015年至2017年期间外汇储备的大幅减少被视为降低财政预算直接风险的重要举措。匈牙利经济的平衡增长和外部脆弱性的降低为自2015年起开始逐步减少外汇储备提供了可能性 (Hoffman-Kolozsi, 2017), 因此匈央行至2017年逐步大量减少外汇储备。自筹融资计划和零售外币贷款本币化计划为此发挥了决定性作用。随着自筹融资计划的实施和流动性银行资产向国债市场的转移, 匈央行资产负债表中的银行存款/保证金规模在2015年至2017年期间显著减少, 从而改善了匈央行的盈利能力 (Matolcsy, 2020)。外汇储备的减少同时伴随着总资产的减少和无息资源份比例的增加, 2017年占比已达到所有资源的57.5%。

2018年起, 匈央行的外汇储备和总资产重新开始增长。但并未导致利息收入下滑, 因为低成本资源承担了资产扩张的大部分融资。无息 (现金、股本) 和隔夜存款规模分别占2018

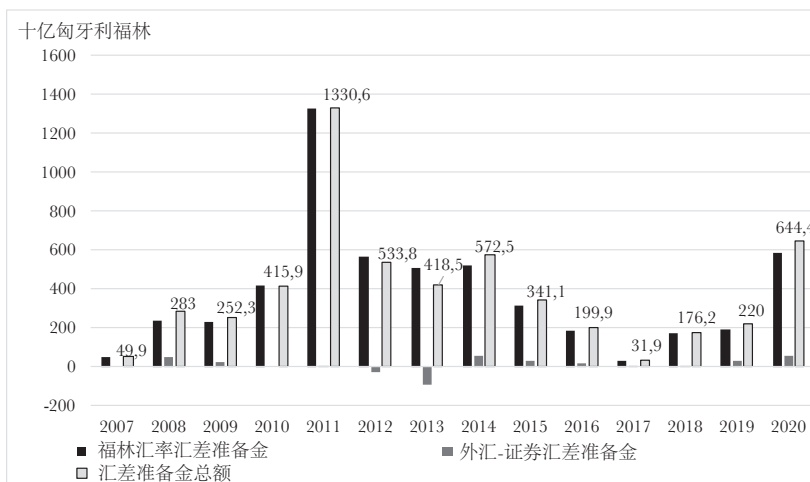
年和2019年总资产增长的46.6%和 94.2%。后者在此期间为负利率，即为匈央行带来了利息收入，而不是利息支出。因此，总资产扩张未给资源方面带来显著的成本增加（Csontos – Nagy-Kékesi, 2020）。

匈央行的总资产在2018年至2019年期间占匈牙利国内生产总值的四分之一，这在国际对比中并不算高。这为匈央行在新冠疫情爆发时显著增加其总资产（占国内生产总值40%）提供了活动空间，从而在保护经济方面发挥了积极作用。在2020年5月启动的资产购买计划框架内，匈央行于2020年在拍卖和二级市场上购买了价值10744亿福林的国债、8500亿福林的企业债券以及605亿福林的资产担保债券。匈央行试图通过购买国债来降低长期国债的收益率，从而为增长的财政预算赤字提供支撑。同时，这些资产为匈央行带来了更高的回报，对匈央行的利息收入产生了有利的影响。扩表的同时，低成本资源在匈央行资产负债中的占比下降，这对利息收入产生了负面影响。在资源中商业银行的存款规模显著增加，这意味匈央行在这段期间的利息支出增长，因为银行并未将流动资金作为隔夜存款，而是作为自2020年4月启用以基准利率计息的一周超额存款准备金上存匈央行。财政预算存款（也是基准利率计息）规模也显著增加，但在不确定的金融形势下增加财政预算的流动性储备是合理的。由于2020年进一步降低了较低的基准利率，因此未给匈央行带来沉重的负担。

重估效应和准备金发展

匈央行的资产大部分为黄金和外汇储备，因此福林汇率的变化会对这些资产以福林计算的价值产生重大影响。外币证券的重估也具有重大影响。重估可能浮盈也可能浮亏。为抵消这些波动，匈央行必须拨备福林汇率汇差准备金及外汇证券汇差准备金。该汇差准备金在2007年至2020年期间的发展如图4所示。

图4、2007年至2020年期间匈央行汇差准备金的发展（10亿福林）



来源：根据匈央行2007年至2020年年度报告的数据自制

在图表所涵盖的时期内, 汇差准备金总额始终为正。可以看到, 福林汇率汇差准备金因福林汇率的变化从一年至下一年甚至可产生数千亿福林的波动。福林汇率汇差准备金体现了未实现的估值浮盈, 结果收到重估的外汇持有规模以及当前官方汇率和平均成本汇率之间的差额影响。

外汇证券汇差准备金虽波动较小, 但也不可忽略。该准备金(匈央行投资组合中证券的市场价值差)除2012年至2013年以外每年均为正数。中央财政预算并未对匈央行产生任何偿还义务, 因为汇差准备金的综合余额为正(国家审计署, 2018)。

外汇规模的汇率变化对匈央行资产负债有两种影响。在出售外汇时匈央行将外汇买入和卖出的差额计入盈利或亏损, 直接影响匈央行的利润。相比之下, 外汇规模的重估不会改变匈央行资产负债的结果, 而是作为汇差准备金的变化显示在资产负债表中(匈央行年度报告, 2016-2020)。表1分别显示了汇率变化的两种影响, 但仅针对最近四年, 2017年之前积累的福林汇差准备金已降至最低, 因此前几年产生的汇差储备金在未来的风险管理中已无任何作用。

表1、2007年至2020年外汇规模汇率变动的总重估效应(10亿福林)

名称	2017	2018	2019	2020
汇率变动产生的利润 (已实现和汇兑收益)	61,4	74,0	229,1	286,1
资产负债表中汇差准备金的变动 (未实现的重估利润)	-154,4	141,6	18,2	398,6
汇率变动的整体影响	-93,0	215,6	247,3	684,7

来源: 根据2017年至2020年年度报告数据自制

2017年汇率变动导致估值浮亏, 这与福林走强以及平均成本汇率与官方汇率的差价缩小有关。2017年全面估值浮亏930亿福林。值得注意的是, 福林汇率走强对福林汇差准备金有直接负面影响, 而只要平均成本汇率高于卖出汇率, 即当前汇率, 已实现收益均能保持正值。2018年至2020年, 由于福林贬值以及外汇储备增加, 估值浮盈。通过每日外汇净头寸变化导致的结售汇, 匈央行在2017年、2018年、2019年和2020年分别实现了614亿福林、740亿福林、2291亿福林和2861亿福林的汇兑收益(匈央行年度报告, 2016-2020)。2019年, 由于汇率变化, 已实现收益和浮动收益大幅增长, 同时, 未实现汇兑盈亏的影响下降。这一方面得益于匈央行新投资战略导致的交易, 另一方面得益于黄金储备的自给自足。2020年末, 近4000亿福林的估值收益影响与2020年福林的强势走弱以及外汇储备遽增30%, 超过29000亿福林有密切关系。

2020年末, 考虑到高达131283亿福林的外币应收账款和不变的购汇成本, 6444亿福林的汇差准备金在汇率走强13%左右后有可能转负。汇差准备金作为央行股东权益的一部分参与资产负债。然而, 这些准备金是贷方快速变化的成分。但由于汇差准备金的增加或减少与资产因估值而发生的变化相抵, 因此不会

构成资产负债问题。风险在于汇差准备金如转负，而匈央行无法通过当年份利润或利润储备来抵消亏损，中央财政预算将要承担偿还义务。为探寻该风险发生的可能性，需回顾一下匈央行准备金在过去四年发生的变化。表2汇总了相关数据。

表2、2017年至2020年财政预算偿还义务角度下敏感的匈央行资产数据发展（10亿福林）

名称	2017	2018	2019	2020
当年利润	38,3	47,8	254,7	255,4
利润准备金	162,2	200,4	198,2	202,9
福林汇率汇差准备金	28,0	169,6	187,8	586,4
外汇-证券汇差准备金	3,9	6,6	32,2	58,0
汇差准备金总额	31,9	176,2	220,0	644,4
因汇差准备金产生的中央财政预算偿还义务	0	0	0	0
构成股本的准备金总额	194,1	376,6	418,2	847,3
支付的股利	0,0	0,0	50,0	250,0

来源：根据2017年至2020年年度报告数据自制

如表2所示，匈央行利润准备金和汇差准备金的余额在任何一个年度均未出现负值。财政预算未产生偿还义务，因此不会因匈央行的货币政策措施而产生直接的财政预算风险。相反，与2017年相比，2020年底准备金增加了近4.4倍，从而最大程度降低了未来几年财政预算要为匈央行承担偿还义务的风险。尽管如此，建议逐一分析可能对匈央行盈利能力产生不利影响的因素，并充分缓释准备金迟早将会用尽及中央财政预算承担偿还义务的风险。

影响匈央行盈利能力的因素和相关财政预算风险

匈央行盈利能力一方面受到该行的经营活动、法定职责履行的影响，另一方面则受到外部影响。匈牙利经济表现、国际经济环境变化和状况均被视为外部影响。因此，建议将这些风险因素考虑在内。利息收入恶化的风险：

- 如果央行总资产继续增加（由于外汇储备扩大或/和匈央行国内参与度提高），并伴随免息资源占比减少，将对利息收入起到负面影响；
- 随着央行基准利率提高上存匈央行的存款的利息成本也将增加。如国内利率增长快于与外汇储备配置相关的国际利率，则将特别增加利息收入转负的风险。由于外汇储备在很大程度上由国内来源提供融资，因此为国内资源所支付的成本将高于通过外汇储备配置获得的收益。

福林对外汇储备外币的汇率走强可减少外汇买入与卖出时汇率之间的差额，也就是出售外币时可实现的收益，从而降低汇率收益。央行外汇结汇量的下降也会对汇率收益产生负面影响。

综上所述, 因匈央行利息收入再次转为负数、汇率收益率下降而导致的匈央行收益为负是实际存在的风险。目前看, 可用的准备金似乎足以应对数年, 因此, 没有因央行亏损和/或汇差准备金转负而在未来几年内导致财政预算承担支付义务的重大风险。

货币政策对财政预算的间接影响

2007年至2012年期间, 匈央行专注于通货膨胀目标, 试图通过货币政策紧缩来抵消过于宽松的财政政策。保持高水平基准利率、吸引商业银行的流动资金(见前文所述)导致后者其对国债需求下降。以上两个因素均会使国债利率上升, 因此促成了2010年至2011年期间国债6%的平均利率。

匈央行的利率政策于2012年8月发生变化。匈央行货币委员会将基准利率由2012年8月的6.75%逐步下调至2016年5月末的0.9%。该利率直到2020年6月才再次发生变化。除货币政策考量外, 基准利率的下调和维持使这一时期的财政预算得以改善、通货膨胀下降、贸易顺差显著增加, 匈牙利经济自2013年起走上动态增长的轨道。货币政策也通过其传统及非常规的措施为后者做出了重大贡献。

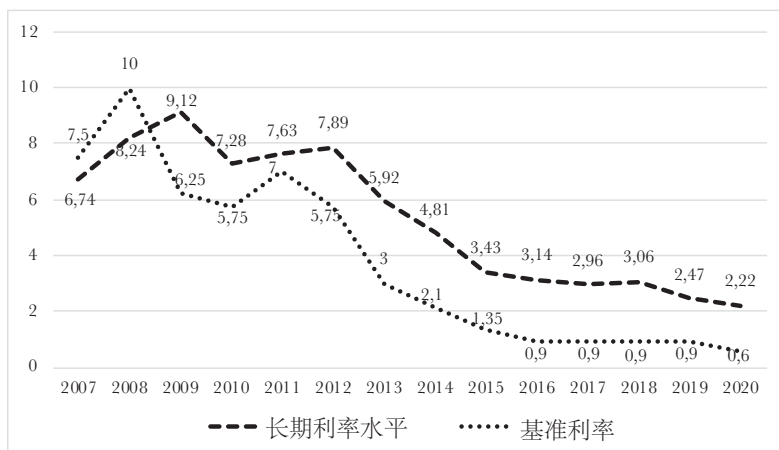
央行基础利率的持续、逐步和强有力的下调则降低了国债利率, 从而降低了国家的债务融资成本。尽管理论上国家债务在持续增长, 但2016年偿还的债务2013年减少了2460亿福林(国家审计署, 2018年, 第15页), 与2016年相比, 2017年至2019年期间国债利息则进一步节省了2410亿福林(国家审计署, 2021年, 第19页)。

2019年3月, 匈央行被迫在一定程度上收紧货币政策, 但并未上调基准利率, 而是收窄利率走廊以及将商业银行在央行存放的隔夜存款负利率由-0.15%调整为-0.05%。以这种方式实施的货币紧缩政策并未增加国债的融资成本。

为抵消2020年疫情对经济的负面影响、防止金融市场出现动荡, 匈央行分两步先后将央行基准利率下调至0.75%和0.6%, 以此扩大经济中的货币体量, 从而抑制经济衰退。同时, 此举也降低了国债的融资成本。

最后一句话需谨慎, 因为绝大部分国家债务融资涉及的工具不会立即和间接对央行基准利率产生影响。基准利率的下调或上调会对国债融资成本产生递延的影响。因此, 与其研究短期效应, 不如研究基准利率变化和超过十年期的长期国债利率(行话一般称为长期利率)发展之间的关系。长期利率与欧元区利率的趋同是马斯特里赫特标准之一, 这也证明了研究以上关联的必要性。本文研究的关联性如图5所示。

图5、央行基础利率和至少10年期的国债利息水平发展 (2007-2020) (%)



来源: 根据国家审计署 (2021) 自制

该图诠释了几乎教科书般的关联性: 长期利率水平跟随基准利率的变化有一定的滞后性和更长久影响, 但长期国债的利率远高于当前的基准利率, 这对于一个新兴国家而言是合理的。同时, 图表很好的证实了央行基准利率的下调为降低国债融资成本做出了重要贡献。

2020年, 央行不仅通过降低基准利率, 还通过购买国债来降低长期国债的收益率。央行自2020年5月起在二级市场购买资产时重点投入长期国债, 需求增长则导致收益率下降。截至2020年末, 央行已持有超过11000亿福林的国债。

货币政策对国家债务融资结构的影响

直到2020年, 央行并未通过购买国债参与国家债务融资, 但货币政策措施影响着国债融资结构。一方面, 它们有助于减少以外币计价的债务份额, 另一方面, 它们有助于将国内资源“引流”到国家债务融资上。让我们回顾一下关键行措施, 然后看看它们的效果如何。

2014年4月, 匈央行推出了一项自筹资金计划, 以改变央行的资产结构。截至2015年年中, 自筹资金计划包括了央行、国债中心和国内商业银行协同落实的多个措施。作为其中的一项措施, 2014年8月开始, 两周的央行债券被转换为两周存款, 外国人和非银机构无法再认购。

商业银行资金从央行主要货币政策工具中的回撤除了减少了央行的流动性之外, 还同时增加了商业银行的利率风险。为此, 匈央行推出3年期、5年期和之后的10年期利率互换工具帮助商业银行管理利率风险。在利率互换交易中, 匈央行将商业银行持有的国债的固定利率转换为浮动利率。除了鼓励商业银行购买国债外, 利率互换工作还对长期国债收益率的下降产生了特殊影响。

由于匈央行的自筹资金计划, 匈牙利经济的外部脆弱性因国家债务融资币种转向福林而降低。随着商业银行对国债需求的增长, 福林国债的收益率有所下降。2014年以来, 内部融资比例稳步提升, 公共财政的融资保障和金融体系的稳定性有所加强。截至2016年7月, 匈牙利政府通过国债中心以福林资金偿还了超过90亿欧元的外币债务, 因此国债的外币比率从40.1%降至25.3% (匈牙利国家审计署, 2018年)。2012至2020年期间中央政府不包括无其他项目的债务按福林和外币分布情况请见表3。

表3、按照福林和外汇分布、无其他负债的财政预算债务结构 (2012-2020)

外汇和福林债务分布	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
福林债务占比	58,1%	59,0%	61,2%	65,6%	74,7%	78,2%	79,9%	82,6%	80,0%
外汇债务占比	40,1%	40,5%	37,5%	31,3%	25,3%	21,8%	20,1%	17,4%	20,0%
福林债务 (十亿福林)	12 042	12 976	14 612	16 208	18 431	20 689	22 796	24 357	29 237
外汇债务 (十亿福林)	8 327	8 905	8 958	7 736	6 257	5 783	5 725	5 121	7 318

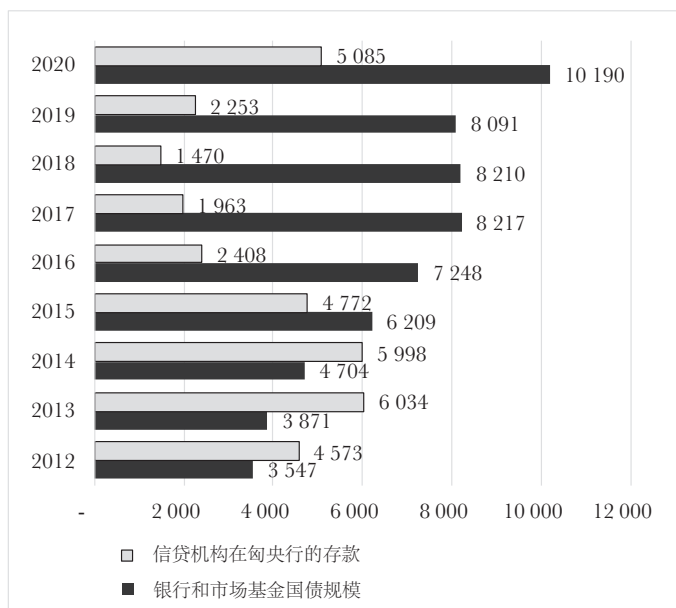
来源: 国家审计署2018,2021

在危机重重的2020年, 福林负债占比下降至2018年左右水平, 外币占比上升了2.6个百分点, 匈牙利外部脆弱性有所增加。

外币贷款兑换成福林的本币化对经济进程产生了有利的影响, 因为汇率走弱带来的额外负担并没有进一步加重外币负债居民的还款负担。金融发展也产生了重大的社会影响。随着还款计划的可预测性提高, 匈牙利家庭受到的影响也逐步趋于稳定。到2014年夏季, 央行的外汇储备量满足了商业银行进行本币融资所需的约80亿欧元 (匈牙利国家审计署, 2018年)。

随着商业银行更多地参与国债融资, 自筹资金计划的推出, 国债市场对外币客户的依赖度下降, 国内债务融资的份额增加。因此, 国家的外部风险有所下降。国债国内融资部分向福林融资的转变也降低了国债的汇率风险敞口。通过改变自筹资金计划和匈央行的货币政策工具 (央行债券、央行存款) 并限制其规模, 央行成果引导商业银行在国债融资中做出更大贡献。这一努力的结果如图6所示。

图6、银行国债投资和匈央行存款和债券在2012年至2020年期间的发展（10亿福林）



来源：根据国家债务管理中心2021，匈央行年度报告由国家审计署自制

商业银行和货币基金在国债融资中的份额从2012年底的35,470亿福林增长到2016年底的72,480亿福林，增长了一倍以上，为国债融资提供了约三分之一的资金。2012至2014年，商业银行和货币基金持有的国债存量低于其在央行的存款和债券。然而，从2015年到2017年，国债在商业银行资产中的份额动态增加，并且逐步超过商业银行存放匈央行的流动性。将商业银行持有国债与商业银行在匈央行存放的存款和债券的变化进行比较，可以清晰的看到，央行成果将商业银行存在匈央行的沉淀资金引导向国债融资。2017年之后的两年里，商业银行和货币基金持有的国债数量有所下降，因为商业银行利将资源更多投放于满足经济实体和家庭对信贷日益增长的需求。

2020年，商业银行再次青睐有保障的国债投资，导致国债增长超过2万亿福林，高达2019年商业银行和货币基金持有国债的四分之一，达到10万亿福林的规模（由于在2019年之前，商业银行能够保留从其零售客户回购的国债，而这些留在手中的股债仍然作为零售国债登记在册，因此数据有些偏差；调整后，商业银行和货币基金的国债持有量有所下降，而家庭国债持有量有所上升）。与此同时，商业银行在匈央行的存款增加了一倍以上，也就是说，2020年进入国债市场的流动性不再是被匈央行释放出来的商业银行存款。

总之，我们可以得出结论，货币政策措施有助于增加国家债务国内融资的比例，从降低成本并使融资更加安全稳定。

展望

2012年之后, 匈牙利走上了一条既充满活力的经济增长又保持内外经济均衡发展的道路。实现这一目标需要货币和财政政策之间的良好协作, 本文介绍了其中的一些措施及其积极影响。同时可以看到, 在经济动态均衡增长的时期, 协调两个政策, 实现和维持双赢局面是比较容易的。回到文章开头使用的登山者比喻, 我们可以说两位登山者在一片宁静的天气和良好的能见度下攀登一座山峰。但平静的天气于2020年初结束, 在随后的风暴中, 共同的目标是遏制经济下滑, 货币政策措施为此提供了有效帮助。

然而, 危机过后, 协作的环境将发生变化。实现动态、平衡和可持续发展的共同目标依然存在, 但政治机关制定的财政政策更加强调增长, 而央行的主要法律职能是维持物价稳定, 这需要更为平衡的经济和财政进程。这是货币政策独立的倡导者有意识地创造的一种矛盾。他们从历史经验出发认为, 如果为了实现经济迅速复苏而放任通胀自由发展, 让其, 最终必然会导致滞胀, 即经济停滞而通胀居高不下的状况, 独立的中央银行有责任采取行动确保价格稳定来阻止这一状况。而一旦货币政策收紧, 将大幅增加财政的直接和间接风险。在这种情况下, 最严重的直接风险的是国内利率比外汇储备的国际利率更高导致央行利息收支亏损。

受全球经济环境变化和国内通胀居高不下影响, 匈央行于2021年6月开始收紧货币政策, 按月上调基准利率。基准利率的上升使央行的财务表现转向负面, 因为外汇储备的国际利率迄今几乎没有或完全没有上升, 而为配置大量外汇储备而向国内资金支付的利息则正在迅速增加。所有这些都表明财政预算直接风险的遽增。在支付了2.5亿福林的股息后, 2021年上半年末, 匈牙利央行的利润储备为2083亿福林, 汇差准备金总额为2437亿福林。鉴于此, 2022年中央财政尚无需补贴央行, 但2021年上半年匈央行准备金减少数千亿福林, 预示着对未来构成严重的财政预算风险。

财政预算的间接风险比直接风险更严重, 因为中央商业银行基准利率的提高将导致福林国债利率上升, 这将显著增加财政的利息支出, 因为很大一部分国债(2020年底超过80%)以福林计价。基准利率的上调对国债融资成本有延迟影响, 因为它不会直接影响固定利率、长期债券的利率。但在现实中, 如果当前利率水平显著超过之前的固定利率, 投资者即使在汇率损失的情况下, 也会寻求将债券换成收益率更高的证券, 这在融资中既带来了利率风险, 也带来了部分再融资风险。

除了2020年的1.1万亿福林之外, 2021年上半年匈牙利央行还通过国债二级市场参与国债融资高达1.4亿福林。央行根据货币委员会的决定逐步退出购买国债, 这阻碍了从国内融资维持高额财政预算赤字的计划。

回到我们的比喻, 如果说其中一名登山者走的路越来越陡峭, 也就是货币政策需要客服越来越大通胀压力, 相应所采取的的必要措施必然会增加财政预算直接

和间接的风险,也就是会卸给另一名登山者越来越重大的重担,财政政策的步伐必然会逐渐慢下来。在这种情况下,需要两名登山者携手共进,共同找到最近山头,实现经济均衡增长的目标。

注释

- ¹ 2013年关于匈牙利中央银行的第一百三十九号法律
- ² 匈央行法第166条第4款
- ³ 福林汇率汇差准备金和外汇证券汇差准备金。前者是匈央行外币债权和负债以官方汇率和平均购买汇率计价之间的差额,后者是基于匈央行现有外币证券债权市场估值的差额。
- ⁴ 匈央行法第147条第3款
- ⁵ 匈牙利中央银行2009年报告21-22页和考尔瓦利奇·费伦茨(2013)73-75页

参考文献

- Állami Számvevőszék (2013): *Tanulmány a monetáris politika költségvetési kockázatai, különös tekintettel az adósságszabályra.* 《货币政策财政预算风险,特别关注于债务规则的研究报告》 <https://www.asz.hu/storage/files/files/Szakmai%20kutat%C3%A1s/2013/t352.pdf?ctid=743>.
- Állami Számvevőszék (2018): *Elemzés. A monetáris politika hatása a költségvetési kockázatok csökkentésére.* 《分析报告货币政策对降低财政预算风险的影响》 https://www.asz.hu/storage/files/files/Publikaciok/Elemzesek_tanulmanyok/2018/monetaris_elemzes_201802.pdf?ctid=1237.
- Állami Számvevőszék (2021): *A monetáris politika költségvetési kockázatai.* 《货币政策的财政预算风险》 https://www.asz.hu/storage/files/files/elemzesek/2021/E2102_monet__ris_politika_osszefuzott_KKO.pdf?ctid=1307
- Bóta, N. (2013): A jegybanki devizatartalékolás elvei és gyakorlata 《央行外汇储备原理与实践》 In. *Pénz, világpénz, adó, befektetések* (Szerk. Bánfi T., Kürthy G.) Corvinus Egyetem, Budapest 79-102. oldal.
- Csontos, O. – Nagy-Kékesi, Zs. (2020): *Mi tartotta szárazon az MNB puskaporát? – A jegybanki mérleg mozgásteret.* 《是什么使匈央行的火药保持干燥? 央行资产负债的活动空间》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg>.
- Csontos, O. – Szalai, Z. (2015): A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok. 《应对全球金融危机的困难: 理论和经济政策的教训》 *Hitelintézet Szemle*, 14. évf. 3. szám. 秋尔托什-萨劳伊(2015): pp 5-38页
- Hoffmann, M. – Kolozsi, P. P. (2017): *Biztonságos szinten az MNB tartalékai.* 《处于安全水平的匈央行准备金》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg>.
- Lentner, Cs. (2014): *Fiskális és monetáris politika* 《财政和货币政策》 Nemzeti Közszoigalati Egyetem, Budapest
- Lentner, Cs. (2016): *Rendszerváltás és pénzügypolitika.* 《政权更替和财政政策. 事实和误解。》 *Tények és tévhit.* Akadémiai Kiadó.
- Karvalits, F. (2013): Tények és tévhit. 《事实和误解》 *Heti Világgazdaság*. 4. szám.
- Kuti, Zs. – Nagy-Kékesi, Zs. (2019): *Egyre nagyobb a kamatnyereség szerepe az MNB eredményének alakulásában.* 《利息收入在匈央行的盈利发展中的作用越来越大》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg/kuti-zsolt-nagy-kekesi-zsuzsa-egyre-nagyobb-a-ka>

- matnyeresege-szerepe-az-mnb-eredmenyenek-alakulasaban
- Magyar Nemzeti Bank (2016): *Éves Jelentés*. 《年度报告》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2016>
- Magyar Nemzeti Bank (2017): *Éves Jelentés*. 《年度报告》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2017>
- Magyar Nemzeti Bank (2018): *Éves Jelentés*. 《年度报告》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2018>
- Magyar Nemzeti Bank (2019): *Éves Jelentés*. 《年度报告》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2019>
- Magyar Nemzeti Bank (2020): *Éves jelentés*. 《年度报告》 <https://www.mnb.hu/letoltes/fe-leves-jelente-s-2020-hun-0925.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank (2021) *Féléves Jelentés*. 《半年度报》 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/feleves-jelentesek/feleves-jelentes-2021-i-felev>
- Matolcsy, Gy. (2020): *Játsszunk nyeresre! 2.* 《为赢而战! 2》 <https://novekedes.hu/mag/jatsszunk-nyeresre-2-matolcsy-gyorgy-irasa>
- Matolcsy, Gy. – Palotai, D. (2016): A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben, 《过去15年匈牙利财政和货币政策的相互作用》 *Hitelintézési Szemle*, 15. évf. 2. szám. pp 5-32
- Pulay, Gy. – Máté, J. – Németh, I. – Zelei, A. (2013): Milyen kockázatokat hordoz a monetáris politika az államadósság-szabály teljesülésére nézve? 《从遵守国家债务规则的视角分析货币政策的风险?》 *Pénzügyi Szemle*, 58. évfolyam 1. szám. pp 11-34
- Szikszainé, K. M. – Pulay, Gy. (2021): *A monetáris politika csökkentette a költségvetési kockázatokat* 《货币政策降低了财政预算风险》 <https://www.penzugyiszemle.hu/hu/fokuszban/a-monetaris-politika-csokkentette-a-koltsegvetesi-kockazatokat>