

МОНГОЛБАНКНЫ ХЯНАЛТЫН ЗӨВЛӨЛ

МОНГОЛ УЛСЫН ГАДААД ВАЛЮТЫН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ЭРЭЛТ, НИЙЛҮҮЛЭЛТИЙН СУДАЛГАА

сэдэвт судалгааны ажлын тайлан

Судалгааны удирдагч
Зөвлөх
Судлаач
Туслах судлаач

Л.Ариунаа (Доктор, профессор)
С.Бадрал
О.Цолмон
Г.Сугардолгор

Улаанбаатар 2021

АГУУЛГА

ӨМНӨТГӨЛ.....	4
1. Удиртгал	8
Судалгааны асуудал.....	8
2. Судлагдсан байдлын тойм.....	12
2.1. Эрэлт, нийлүүлэлтийн онол.....	12
2.2. Валют солилцооны ханшийн онолын үзэл баримтлал.....	14
2.3. Валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийн хүчин зүйлс.....	18
3. Монгол улсын гадаад валютын зах зээлийн тойм	21
3.1. МУ-ын гадаад валютын захын зохицуулалт.....	21
3.2 МУ-ын гадаад валютын захын хөгжил	28
4. Валютын захын эрэлт, нийлүүлэлтийн шинжилгээ	34
4.1. Гадаад валютын эрэлт, нийлүүлэлтийн бүтэц.....	34
4.2. Валютын эрэлт, нийлүүлэлт болон ханшийн харилцан нөлөөлөл.....	37
5. Дүгнэлт.....	44
Ашигласан эх сурвалж	48
Хавсралт.....	49

ӨМНӨТГӨЛ

Валютын зах зээлийн тодорхойлогч хүчин зүйл нь ханш юм. Монгол улсын хувьд төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах нь үндсэн зорилт бөгөөд үүний төлөө Монголбанк хариуцлага хүлээж ажилладаг. Энэ үүрэгт нь туслах үүднээс Монгол Улсын гадаад валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийн судалгаа хийлээ.

Дэлхий дахинд АНУ өөрийн долларын оронд алтыг тухайн үеийн тогтмол үнээр өгч чадахгүй гэж зарласан 1971 оноос хойш тогтмол ханшийн тогтолцоо ОУВС-гийн гишүүн ихэнх орнуудын хувьд мөрдөгдөхөө больж, эрэлт нийлүүлэлтээр зохицуулагддаг хөвөгч ханшийн тогтолцоонд аажмаар шилжсэн. Валютын хөвөгч ханшийн дэглэмийн хувьд солилцооны ханшийн үйл хөдлөлийг тайлбарлах болон ханшийг таамаглах эмпирик загварууд олон байна. Үүнээс валют хоорондын худалдан авах чадварын паритет болон үүнд түшиглэсэн Dornbusch (1973), Frankel (1990) нарын загвар нь хөвөгч ханшийн үйл хөдлөлийн талаар суурь тайлбар өгдөг. Валютын ханшийн талаарх онол, загваруудыг нэгтгэн дүгнэхэд ерөнхийдөө харьцангуй инфляц, хүү болон орлогын түвшин, мөн түүнчлэн Засгийн газрын хяналт, хүлээлт зэрэг хүчин зүйлс нь мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт болон нийлүүлэлтийг өөрчилж, валют солилцооны ханшид нөлөөлдөг ажээ. Судалгаанаас үзэхэд эдийн засгийн чадавх сайтай, төлбөрийн баланс голчлон эерэг, гадаад валютын нөөц ихтэй ихэнх орнууд хөгжлийн эхний жилүүдэд валютын ханшийг доогуур буюу сулавтар төвшинд байлгаж экспортыг дэмжиж байжээ.

Гадаад валютын зах зээл дээр ихэнх тохиолдолд худалдаатай холбоотой болон санхүүгийн **хүчин зүйлсийн харилцан үйлчлэл** явагддаг. Тодорхой хугацаанд зарим хүчин зүйлс нь гадаад валютын үнэ цэнийг өсгөх нөлөө үзүүлдэг бол зарим хүчин зүйлс нь үнэ цэнийг бууруулах нөлөөтэй байдаг. Хэрэв тухайн үед инфляцын түвшин огцом өсөх болон нэрлэсэн хүүгийн түвшин нэмэгдэх үзэгдэл зэрэг явагдсан гэж үзвэл инфляцийн түвшин өссөний улмаас гадаад валютын үнэ огцом нэмэгдэх боловч нэрлэсэн хүүгийн түвшингийн өсөлт нь гадаад валютын үнийг бууруулах нөлөө үзүүлнэ.

Монгол улс валютын тогтмол ханшийн дэглэмээс хөвөгч ханшийн дэглэмд 1993 онд шилжих зарчмын шийдвэр гарч, аажмаар энэхүү системд шилжсэн байна. Үүнээс хойшхи жилүүдийн ихэнхэд төгрөгийн гадаад валюттай харьцах суларч

ирсэн байна. Валютын ханшийн хөдөлгөөн нь инфляц, экспорт импортын гүйцэтгэлээр дамжин макро эдийн засгийн үр дүнд нөлөөлдөг. Үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханш сулрах нь экспортлогчид ашигтай бол импортлогчид болон гадаадын валютаар зээл авсан байгууллагуудад хохиролтой тусдаг. Зүйрлэж хэлбэл солилцооны ханшийн хөдөлгөөн нь хоёр иртэй сэлэм мэт ажилладаг байна.

Монгол улсын валютын захад нөлөөлөгч хүчин зүйлс

Монгол улсын валютын захад нөлөөлөгч хүчин зүйлсийн талаар хийсэн судалгааны ажлуудад манай улсын хувьд дотоод, гадаад хүүний зөрүү, худалдааны нөхцөл, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт, гадаад цэвэр актив болон засгийн газрын зардал нь валютын ханшийг тодорхойлогч суурь хүчин зүйлс болдог байна. Мөн түүнчлэн мөнгөний үржүүлэгч, хадгаламжийн өсөлт, зээл, дотоодын нийт бүтээгдэхүүн, M2 мөнгө, гадаад валютын албан нөөц, бодит хүү, төсвийн алдагдал, засгийн газрын зардал, экспортын өсөлт, инфляци, зээл хадгаламж, импортын өсөлт, эдийн засгийн өсөлт гэсэн үзүүлэлтүүд ханшид нөлөөлнө.

1994 онд батлагдсан “Валютын зохицуулалтын тухай” хуулийн зорилго нь Монгол Улсад валютын гүйлгээ хийх түүнд хяналт тавих болон үндэсний валютыг үнэгүйдлээс хамгаалах харилцааг зохицуулахад оршино. Уг хуулинд тодорхойлсоноор “Эрх бүхий банк, бирж, брокерийн компаниас эрэлт нийлүүлэлтийн үндсэн дээр хийж байгаа валютын худалдаа арилжааны үйл ажиллагааг Монгол Улсын валютын зах” гэнэ. Банк нь валютын эрэлт, нийлүүлэлтийг нэг дор авчрах зуучлалын үйлчилгээ үзүүлснээр гадаад валютын зах зээлийн үүрэг гүйцэтгэдэг. Банкууд тодорхой зорилгоор валютын арилжаа хийдэг боловч эрсдлийн удирдлагын үүднээс валютын зах зээлд төвийг сахих байр суурьтай оролцдог гэж үздэг. Банкнаас гадна банкны бус санхүүгийн байгууллагууд валютын үйлчилгээ үзүүлж байна.

Монгол Улсын төв банк болох Монголбанк нь үндэсний валют төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах, эдийн засгийн хөгжлийг дэмжих зорилгоор валютын гүйлгээг зохицуулах, хэрэгжүүлэх, хянахаас гадна гадаад валютын нөөцийн найдвартай байдлыг хангах, хөрвөх чадварыг алдагдуулахгүй байх зарчмыг баримталж гадаад валютын улсын нөөцийг (ГВУН) удирддаг бөгөөд сүүлийн жилүүдэд төрөөс мөнгөний бодлогын талаар баримтлах үндсэн чиглэлд “Төгрөгийн

валюттай харьцах ханш нь макро эдийн засгийн суурь нөхцлөөр тодорхойлогдон уян хатан тогтож байх"-аар заасан. СЗХ-ны 2020 оны 6 сарын 292-ний өдрийн 495 дугаар тогтоолоор "Банк бус санхүүгийн байгууллагын гадаад валютын арилжааны үйл ажиллагааг зохицуулах, түүнд хяналт тавих журам"-ыг шинэчлэн баталж, валют арилжаанд тавигдах шаардлагыг өндөржүүлсэн.

Манай улсын гадаад валютын зах зээлд валют арилжих хэрэгцээтэй хувь хүн, аж ахуйн нэгж, арилжааны банк, банк бус санхүүгийн байгууллага болон гадаад валютын диллерүүд гадаад валютын гүйлгээ хийх бөгөөд валютын ханш нь валютын захын эрэлт хэрэгцээнд үндэслэн тогтоно. Арилжааны банкууд гадаад валютын диллер, ББСБ, аж ахуйн нэгж болон иргэдтэй гадаад валютын гүйлгээ хийдэг бол ББСБ болон гадаад валютын диллерүүд хоорондоо гадаад валютын гүйлгээ хийнэ. Монголбанк нь валют арилжааны спот захад *дуудлага худалдаа зохион байгуулах, цахим талбар болон дуудлага худалдааны бус хэлбэрээр* оролцдог.

Монгол улсын гадаад валютын зах зээл хөгжиж эдийн засгийн үйл ажиллагаа ялангуяа гадаад худалдаа болон хөрөнгө оруулалтын урсгалыг дэмжин ажиллаж ирсэн. Гадаад валютын захын арилжааны хэмжээ жилээс жилд өсөн идэвхжиж байгаа бөгөөд энэхүү валют арилжааны хэмжээ нь эдийн засгийн идэвхжилийг даган өсч, буурч байв. Банкуудын нийт валют арилжааны хэмжээ 2018 онд 13.4 тэрбум ам.доллар, өдрийн дундаж арилжааны эргэлт 61.6 сая ам.доллар байсан. 2016-2021 онд хийгдсэн нийт валют арилжааны бүтцийг валютын төрлөөр авч үзвэл нэлээд тэнцвэргүй дүр зураг ажиглагдаж байна. Улсын хэмжээнд арилжигдсан нийт гадаад валютын бүтцийн 5 жилийн дундаж үзүүлэлтээр 84 хувь нь ам.доллар, 10 хувь нь БНХАУ-ын юань, 3 хувь нь евро, 22 хувь нь бусад валют бүрдүүлж байна.

Банкны салбарын валютын захын арилжааны ихэнх хувь нь бэлэн бус хэлбэрээр хэрэгждэг. Тухайлбал 2016 оны байдлаар банкны салбарийн нийт валют арилжааны 95 хувь нь бэлэн бус гүйлгээ байсан, харин ББСБ нь нийт арилжааны 5 хувьтай тэнцэх хэмжээний бэлэн арилжаа хийдэг. Ерөнхийдөө манай улсын хувьд арилжааны хэмжээ маш их байгаа цөөн тоглогчид валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтэд улмаар валют солилцооны ханшийн хүлээлтэд нөлөөлснөөр уг зах зээлд оролцогчдын үйл хөдлөлд нөлөөлдөг байх магадлал өндөр байна.

Судалгаагаар төлбөрийн тэнцлийн үзүүлэлтээс импортын төлбөр, үйлчилгээний төлбөр, орлогын гадагш урсгал (эрэлтийн хүчин зүйл), экспортын орлого, үйлчилгээний орлого, орлогын дотогш урсгал, цэвэр шилжүүлэг, хөрөнгийн цэвэр шилжүүлэг, шууд хөрөнгө оруулалт, багцын хөрөнгө оруулалт, бусад хөрөнгө оруулалт (нийлүүлэлтийн хүчин зүйл) зэрэг нь валютын ханшид нөлөөлөх гол хүчин зүйлс гэж үзэн шинжилгээ хийв. Манай улсын валютын зах зээл болон валютын ханш нь гадаадын хөрөнгө оруулалт, түүний дотроо багцын хөрөнгө оруулалтаас ихээхэн хамааралтай, эрсдэл өндөртэй байна.

Валютын ханш, валютын зах зээл илүү тогтвортой байх үндэс нь зах зээлийн бус оролцоогүй, аль болох эрэлт нийлүүлтээрээ зохицуулагдаж байх нь чухал болно. Жишээлбэл, төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш буурах нь эцсийн дүндээ экспортын болон валютын орлогыг нэмэгдүүлж, импортыг хязгаарлаж, төлбөрийн тэнцлийг хангах нөлөө үзүүлдэг байна. Монгол Улсын хувьд валютын ханш болон валютын зах зээл бол амин чухал бөгөөд төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах үндэс юм.

Гадаад валютын зах зээлийн эрэлт нийлүүлэлтийг аж ахуйн нэгж, арилжааны банк, ББСБ-ууд, хувь хүмүүс валютын ажрилжаанд оролцоход нь хөндлөнгөөс нөлөөлөх, аливаа заавар чиглэл өгөхөөс татгалзвал таарна. Ашиг орлогоо нуух, татвараас зугтах, хил, гаалийн мэдүүлгийг дутуу хийх, валютын орлого, бүртгэл төлбөр тооцоог будлиантуулах зэргээр илэрдэг мөнгө угаах ажиллагаатай тэмцэхэд хамралт ихтэй, ил тод валютын нэгдсэн зах зээлийг төлөвшүүлэх тэргүүн зэргийн зорилт мөн. Монгол Улсын гадаад валютын нөөц нь төгрөгийн худалдан авах чадварын баталгаа бөгөөд Монголбанк боломж гарвал гадаад валютыг худалдан авч байх нь төрийн мөнгөний бодлогын стратеги зорилт болохыг судалгаа харуулж байна. Төрийн эдийн засаг мөнгө, сангийн бодлого юуны өмнө экспортын үйлдвэрлэл, тэргүүний технологийг урамшуулж, валютын орлого нэмэгдүүлэх, зардал хэмнэх тээвэр ложистикийн зэрэг хүчин зүйлсийг дэмжин ажилласнаар гадаад валютын зах зээл тогтворжино гэсэн дүгнэлт хийж байна.

1.Удиртгал

Судалгааны асуудал

Гадаад валют солилцооны зах зээлд олон улсын худалдаа, хөрөнгө оруулалт, санхүүгийн арилжаа явагддаг бөгөөд валют солилцооны ханш нь нийт эдийн засгийн нөхцөл байдалд өргөн цар хүрээтэй нөлөө үзүүлдэг. Зах зээлд худалдаалж буй аливаа барааны нэгэн адил мөнгөн тэмдэгтийн үнэ нь түүний эрэлт болон нийлүүлэлтийн харилцан үйлчлэлийн үр дүнд тодорхойлогдоно. Гадаад валют солилцооны зах зээлд аливаа мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт болон нийлүүлэлтийн уялдаагаар түүний үнэ тодорхойлогдох бөгөөд энэ нь тухайн валютын зах зээлийн үнэ юм. Харин зах зээлийн нөхцөл байдал өөрчлөгдөхөд тухайн мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт эсвэл нийлүүлэлт түүнд зохицон тохируулагдсанаар тухайн валютын солилцооны ханш (цаашид валютын ханш гэх) өөрчлөгдөж байдаг.

Валютын ханшийн хөдөлгөөн нь инфляц, экспорт импортын гүйцэтгэлээр дамжин макро эдийн засгийн үр дүнд нөлөөлдөг. Үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханш сулрах нь экспортлогчид ашигтай бол импортлогчид болон гадаадын валютаар зээл авсан байгууллагуудад хор хөнөөлтэй тусдаг. Зүйрлэж хэлбэл солилцооны ханшийн хөдөлгөөн нь хоёр иртэй сэлэм мэт ажилдаг байна. Мөн түүнчлэн инфляцын дарамтыг нэмэгдүүлж эдийн засагт сөрөг нөлөө үзүүлэхээс гадна төсвийн алдагдал, багцын хөрөнгө оруулалт болон эдийн засгийн гадаад секторын гүйцэтгэлд чухал үүрэг гүйцэтгэдэг.

1970-аад онд валютын тогтмол ханш болон Бреттон-Вудын тогтолцоо нурсанаар дэлхийн эдийн засагт ялангуяа валют солилцооны зах зээлд эрс өөрчлөлт гарсан. Энэ үйл явдал нь валют солилцооны зах зээлийн тогтворгүй байдлыг нэмэгдүүлэхээс гадна арилжааны хязгааргүй боломжыг нээсэн билээ. Зах зээл нь өөрийн гэсэн хөгжил хөдөлгөөнд оршдог тул нээлттэй эдийн засгийн нөхцөлд цаг хугацаанд нь тохирсон ухаалаг бодлого хэрэгжүүлсэнээр валютын ханшийн эрсдэлийг даван туулахад чөлөөт зах зээлийн хүчийг чиглүүлэх боломжтой юм. Манай улс нээлттэй эдийн засагтай бөгөөд валютын хөвөгч ханшийн дэглэм

бүхий тогтолцоотой тул валютын ханшийг тогтворжуулах нь Монголбанкны хувьд амаргүй сорилт юм.

Аливаа нэг валютын солилцооны ханшийн хөдөлгөөнийг ойлгохын тулд түүний эрэлт, нийлүүлэлт болон тэдгээрт нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг судлах хэрэгтэй. Ерөнхийдөө солилцооны ханшийн хөдөлгөөнийг таамагладаг загварууд нэлээд сайн хөгжсөн. Гэхдээ эдгээр загвар нь солилцооны ханшийн хөгжил, хөдөлгөөнийг тодорхой улс орон болон тодорхой цаг хугацааны хувьд зохих ёсоор тайлбарлах боловч нөхцөл байдал өөрчлөгдөхөд тэрхүү загвар ажиллахгүй байх магадлал өндөр байдаг. Тиймээс бодлого боловсруулагчид, судлаачид солилцооны ханшийн хөдөлгөөнийг тайлбарлах загварын энэхүү хязгаарлалтыг даван туулахын тулд нэг нь нөгөөгөө орлохуйц загварын олон хувилбар боловсруулж ашигладаг ажээ.

Өмнөх үеийн бодлого боловсруулагчид, судлаачид солилцооны ханшийн хөдөлгөөнийг тайлбарлахад монетари загвар, худалдан авах чадварын паритет загвар, зах зээлийн хүүгийн зөрүүтэй байдлын загвар зэргийг ашигладаг байв. Валют солилцооны ханшийн хөдөлгөөнийг судлахын ач холбогдол нь түүний цаашдын хандлагыг таамаглах боломж олгодогт оршино. Солилцооны ханшийн хөдөлгөөнийг тайлбарладаг олон төрлийн онол байгаа боловч тэдгээр нь ханшийн үйл хөдлөлийг бүрэн гүйцэд тайлбарлаж чадахгүй байгаа юм. Тэгэхээр практикт солилцооны ханшийг таамаглах, тайлбарлах нь асар төвөгтэй зорилт юм.

1993 онд Монгол улс валютын тогтмол ханшийн дэглэмээс хөвөгч ханшийн дэглэмд шилжсэн үеэс хойш монгол төгрөгийн ам.доллаароор илэрхийлэгдэх ханш тогтмол суларч байна. Бямбацогт, Цэнгүүнжав (2016) сүүлийн 16 жилийн валютын ханшийн статистик үзүүлэлтээс харахад төгрөгийн нэрлэсэн ханш ам.долларын эсрэг нийт хугацааны 75 хувьд суларч байснаас гадна 1997 он, 2009 он, 2014 он болон 2020 онд ханшийн огцом хэлбэлзэл явагдсан бол 2006-2007 он болон 2010-2012 онд ханш чангарсан байна. Тухайлбал 2014 онд оны эхний 6 сарын дотор ханш 226 хувиар суларч байв. Манай улсад ам.доллар нь солилцооны гол валют болохын хувьд монгол төгрөгийн эсрэг ам.долларын хөрвөх ханш тасралтгүй өсөх нь Юань, Евро, Рубль зэрэг бусад валютын ханшийг өсгөж байгаа юм. Мөн түүнчлэн сүүлийн

10 гаруй жил урсгал данс байнга алдагдалтай байгаатай зэрэгцээд гадаадын хөрөнгө оруулалт буурах нь хөрөнгийн болон санхүүгийн дансанд дарамт үзүүлсэн.

Валютын ханшийн хэлбэлзэл нь дотоодын үнийн түвшиний өсөлт болон төлбөрийн тэнцлийн хямралаар дамжин эдийн засгийн өсөлтөд сөргөөр нөлөөлдөг болохыг Монголбанкны зарим судалгаа нотлон харуулсан (экспертын ярилцлага). Манай улс гадаад валютын ханшийн тогтворгүй байдал, түүнээс үүдсэн эдийн засгийн хямралыг даван туулах асуудлыг 2009 он болон 2017 онд Олон улсын валютын сангийн (ОУВС) Стэнд-бай хөтөлбөрт хамрагдах, 2011 онд Хятадын Ардын банктай 5 тэрбум юаньтай тэнцэх хэмжээний үндэсний мөнгөн тэмдэгт солилцох своп хэлцэл¹ хийх, Монголбанкнаас интервенц хийх, гадаад валютын улсын нөөцийг тодорхой түвшинд хүргэж удирдах зэрэг бодлогоор шийдэж байна.

Солилцооны ханшийн тогтворгүй байдлаас үүдэх эрсдэлийг зөв удирдахын тулд олон улсад ханшийн эрсдэлийг удирдах деривативд суурилсан олон төрлийн арга хэрэгсэл ашигладаг. Гэвч манай улсын гадаад валютын зах зээл нь хөгжлийн эхэн үе шатандаа байгаа тул олон улсад хэрэглэгдэж байгаа ханшийн эрсдэлийг удирдах арга хэрэгсэл төдийлэн сайн хөгжөөгүй байна. Тэгэхээр валютын ханшийн эрсдэлийг бууруулах өөр нэг боломжит хувилбар бол гадаад валютын ханшийг таамаглах олон янзын загвар ашиглаж, зах зээлд оролцогчдод ханшийн ирээдүйн төлөв байдлын талаар зөв хүлээлт үүсгэх мэдээллээр хангаж дэмжлэг үзүүлэх явдал юм.

Манай улс эдийн засгийн хувьд бүтэц нь төрөлжөөгүй, уул уурхайн салбараас хэт хамааралтай тул төлбөрийн тэнцлийн хямралд өртөмхий эдийн засагтай тиймээс валютын ханшийн хөдөлгөөн нь улсын эдийн засгийн байдалд шууд нөлөө үзүүлэх магадлал өндөр байна. Валютын ханшийн тогтвортой байдлыг хадгалахын тулд ханшийн хөдөлгөөнд нөлөөлж буй хүчин зүйлийг танин мэдэх нь чухал билээ. Монголбанкнаас валютын ханшид нөлөөлөх хүчин зүйлийг тайлбарлах, хүчин зүйл тус бүрийн нөлөөллийн зэрэг болон ач холбогдолыг хэмжих хэд хэдэн судалгаа

¹ Монголбанк 2011 онд анх Хятадын ардын банктай 5 тэрбум юаний своп хэлцэл хийсэн бөгөөд уг хэлцлийг 2012 онд 10 тэрбум юань, 2014 онд 15 тэрбум юань болгож сунгасан.

хийгдсэн. Тиймээс энэхүү судалгаа нь ханшийн хөдөлгөөн болон нөлөөлөх хүчин зүйлсийг тайлбарлахад хувь нэмэр оруулах өөр нэг хувилбарыг гаргахыг зорилоо.

Тиймээс судалгааны зорилго нь Монгол Улсын валютын зах зээлийн өнөөгийн нөхцөл байдлыг судалж, түүний эрэлт болон нийлүүлэлтийг тодорхойлж буй хүчин зүйлсийг шинжилснээр цаашид бодлогын хувилбарын шийдвэр гаргахад шаардлагатай мэдээллийг боловсруулахад оршино. Уг зорилгыг хэрэгжүүлэхийн тулд дотоодын валютын зах зээлийн хувьд валютын эрэлт, нийлүүлэлтийн арга зүйг ашиглана. Судалгааны хүрээнд дотоодын валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийн динамикийг ойлгохын тулд Монгол улсын валютын зохицуулалт, валютын зах зээлийн бүтэц, валютын арилжаа түүнд оролцогчдын онцлог, ханшид нөлөөлөх байдлыг төлбөрийн тэнцлийн дансдаас авсан соилцооны ханшийн эрэлт болон нийлүүлэлтийн хүчин зүйлст дүн шинжилгээ хийнэ. Мөн түүнчлэн эконометрикийн шинжилгээний арга ашиглан төлбөрийн тэнцлийн бүрэлдэхүүн хэсэг бүрийн валютын ханшид үзүүлэх нөлөөлөлд шинжилгээ хийнэ. Үүний тулд Монголбанк болон Үндэсний статистикийн хороооос гаргадаг валютын ханш, валют арилжаа болон төлбөрийн тэнцлийн 2015-2021 оны статистик тоо мэдээллийг ашиглана.

Судалгааны ажил гурван хэсгээс бүрдэх бөгөөд эхний хэсэгт судалгааны асуудал, зорилго, арга зүй болон хамрах хүрээг тайлбарлана. Хоёрдугаар бүлэгт гадаад валютын зах зээл, соилцооны ханшийг тодорхойлогч хүчин зүйл болон соилцооны ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийн талаар онол арга зүй, манай улсад хийгдсэн судалгааны бүтээлийг тоймлон судалж үзэл баримтлалын хүрээг тодорхойлно. Гуравдугаар бүлэгт МУ-ын гадаад валютын зах зээлийн хөгжил, валютын тогтолцоо болон зохицуулалт, валютын зах зээлийн бүтэц, бүрэлдэхүүн болон нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг судална. Судалгааны дөрөвдүгээр бүлэгт МУ-ын төлбөрийн тэнцлийн статистик үзүүлэлтийг ашиглан валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийн хүчин зүйлсийн харилцан хамаарал, ханшийн хөдөлгөөнийг математик загварчлал ашиглан дүн шинжилгээ хийнэ.

2. Судлагдсан байдлын тойм

2.1. Эрэлт, нийлүүлэлтийн онол

Зах зээлд эрэлт болон нийлүүлэлтийн хүч харилцан үйлчилж тухайн зах зээлийн тэнцвэрт үнэ болон тоо хэмжээ тодорхойлогдох бөгөөд тэнцвэр нь тухайн зах зээлийн эрэлт болон нийлүүлэлтийн муруйн огтлолцсон цэгт оршино. Эрэлтийн хуулийн дагуу барааны үнэ болон тоо хэмжээний хооронд урвуу хамааралтай байдаг. Харин бусад хүчин зүйл өөрчлөгдөөгүй байхад, үнэ өндөр байх тусам нийлүүлэх тоо хэмжээ өсдөг ба эсрэг тохиолдолд үнэ буурахад нийлүүлэх тоо хэмжээ буурдаг. Тиймээс нийлүүлэлтийн хуулиар зах зээлд нийлүүлэх барааны үнэ болон тоо хэмжээ хоорондоо эерэг хамааралтай байдаг.

Гадаад валютын зах зээлийн хувьд арилжаалагдаж буй бараа нь валют, харин үнэ нь солилцооны ханш юм. МУ-ын долларын захын хувьд ам.долларын үнэ бол ам.долларын төгрөгөөр илэрхийлэгдэх ханш, жишээлбэл $2856 \text{ ₮} = \$ 1$ бол нэг ам.долларыг 2856 төгрөгөөр худалдаж авч байна. Хэрэв нэг ам.долларыг монгол төгрөгөөр худалдаж авах үнэ өсч байвал төгрөгийн ханш суларч байна, өөрөөр хэлбэл төгрөгийн үнэ цэнэ буурч байна. Харин эсрэг тохиолдолд төгрөгийн ханш чангарч, ам.долларын ханш суларна. Тэгэхээр бусад зах зээлийн нэгэн адил ам.долларын эрэлт нэмэгдвэл төгрөгийн ханш суларч, ам.доллорын нийлүүлэлт өсвөл ам.доллорын ханш суларна.

Монголбанкнаас хийсэн судалгаанууд валютын ханшийн хөдөлгөөн нь үнэ болон нийт эдийн засагт өргөн хүрээтэй нөлөө үзүүлсэн талаар харуулсан. Валютын ханш үнэнд шууд, шууд бус болон хүлээлтээр дамжин нөлөөлдөг. Валютын ханш нь бараа, үйлчилгээний импортын үнээр дамжин үнэнд шууд нөлөөлдөг тул ханш суларснаар импортлогчдын хувьд барааны зардал өсч улмаар барааны үнэ өсөхөд хүргэдэг. Цаашилбал импортоор орж ирсэн барааг борлуулдаг жижиглэнгийн худалдаачид нэмэгдсэн зардлыг өөрсдөө үүрэх эсвэл хэрэглэгчдийн худалдан авч буй барааны үнэнд зардлыг шингээж үнээ өсгөх гэсэн хоёр сонголттой тулгарна. Импортлогч байгууллага нь өөрийн ашгаа тогтвортой байлгахыг эрмэлзэх тул төгрөгийн ханшийн сулралтаас үүссэн зардлыг хэрэглэгчдэд оногдуулснаар барааны үнэ өсдөг. Гэхдээ тухайн аж ахуйн нэгж байгууллага зах зээлд эзлэх байр

сууриа хадгалах үүднээс зардлыг өөрөө үүрсэн нөхцөлд төгрөгийн ханшийн сулралтаас үүсэх зардлын барааны үнэнд үзүүлэх нөлөө бага байж болно.

Мөн валютын ханшийн өөрчлөлт нь аж ахуйн нэгжүүд дотоодын зах зээлээс гадаад зах зээлд шилжихэд хүргэдэг. Төгрөгийн ханш сулрах нь экспортын барааны үнийг бууруулж экспортыг идэвхжүүлдэг. Дотоодын үйлдвэрлэгчдийн хувьд гадаадын зах зээлд худалдах бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэх нь илүү ашигтай байх тул ашгаа нэмэгдүүлэх боломжтой байна. Үйлдвэрлэгчид зах зээлийн чиглэлээ өөрчилснөөс барааны үнэ нэмэгдэнэ, өөрөөр хэлбэл ханшийн өөрчлөлт нь шууд бусаар инфляцад нөлөө үзүүлж байна.

Экспорт болон импортыг тодорхойлогч хүчин зүйлс

Экспорт болон импорт нь тухайн орон дэлхийн бусад улс оронтой худалдааны үйл ажиллагаа явуулдаг нээлттэй эдийн засгийн тогтолцооны үр дүн юм. Экспорт, импортын гүйцэтгэл нь төлбөрийн тэнцэлд нөлөөлсөнөөр нийт эдийн засгийн гүйцэтгэлд нөлөөлдөг. Валют солилцооны ханш нь экспорт болон импортын аль алинтай нь нягт уялдаа хамааралтайгаас гадна ханшийн хөдөлгөөн нь улс орны экспортын бүтээгдэхүүний өрсөлдөх чадварт нөлөөлдөг. Нэг орны валют нөгөө орны валютын эсрэг ханш сулрах нь тухайн орны экспортын бүтээгдэхүүний өрсөлдөх чадвар сайжирч улмаар экспортын хэмжээг нэмэгдүүлдэг. Үүний зэрэгцээ тухайн орны хувьд импортын зардал нэмэгдэж импортлох тоо хэмжээ буурдаг. Экспорт өсч, импорт буурах нь төлбөрийн тэнцлийн нөхцлийг сайжруулсанаар цаашид орлого нь нэмэгдэнэ. Валютын ханш чангарахад үүний эсрэг нөхцөл байдал буюу төлбөрийн тэнцлийн нөхцөл муудаж тухайн орны орлого буурна.

Энэхүү судалгааны хүрээнд дотоодын валютын зах зээлийн хувьд эрэлт, нийлүүлэлтийн арга зүйг ашиглана. Судалгааны гол ойлголтын тодорхойлолтыг авч үзье. *Гадаад валютын зах зээл* гэж нэг орны мөнгөн тэмдэгтийг өөр нэг орны мөнгөн тэмдэгтээр солих буюу худалдах, худалдан авахтай холбоотой үйл ажиллагаа гэж ойлгоно. Тиймээс хувь хүмүүс, аж ахуйн байгууллага, банк болон Банк бус санхүүгийн байгууллагын (ББСБ) хоорондын аливаа нэг валютын арилжааг хаана явагдаж байгаагаас үл хамааран валютын зах зээл гэнэ. Энэхүү судалгаанд гадаад валютын зах зээлийн тодорхойлолтыг зөвхөн Монголбанканд арилжааны банкны

өдөр тутам өгдөг тайланд бүртгэгдсэн хувь хүн, аж ахуйн байгууллага, ББСБ болон банк хоорондын валютын арилжааг авч үзнэ.

Банк нь валютын эрэлт, нийлүүлэлтийг нэг дор авчрах зуучлалын үйлчилгээ үзүүлсэнээр гадаад валютын зах зээлийн үүрэг гүйцэтгэдэг. Банкууд тодорхой зорилгоор валютын арилжаа хийдэг боловч эрсдэлийн удирдлагын үүднээс валютын зах зээлд төвийг сахих байр суурьтай оролцдог тул валютын зах зээлтэй адилтгаж болно. Судалгаанд валютын эрэлт, нийлүүлэлт гэдэгт валютын арилжаа хийгдэхэд оролцсон аливаа валют худалдах болон худалдан авах үйл ажиллагааг авч үзнэ. *Валютын нийлүүлэлт* гэж валютын захад орох урсгалыг хэлэх бөгөөд банк болон ББСБ-ын валют худалдан авах гүйлгээ юм. Эсрэгээрээ, *валютын эрэлт* гэж валютын захаас гарах урсгалыг хэлэх бөгөөд банк болон ББСБ-ын валют худалдах гүйлгээ юм.

2.2. Валют солилцооны ханшийн онолын үзэл баримтлал

Валютын хөвөгч ханшийн дэглэмийн хувьд солилцооны ханшийн үйл хөдлөлийг тайлбарлах болон ханшийг таамаглах эмпирик загварууд асар олон байдаг. Тиймээс эдийн засгийн болон бодлогын талбарт илүү алдартай сүүлийн үеийн мөнгөний (monetary) загварыг тоймлон авч үзье.

Мөнгөний хувьсагчид нь солилцооны ханшийн өөрчлөлтөд нөлөө үзүүлдэг боловч ханшийн энгийн таамаглалаас илүү сайн урьдчилан тооцоолж чаддаггүй болох нь эмпирик судалгаагаар нотлогдсон байна. Учир нь мөнгөний загваруудад мөнгөний эрэлтийн тэгшитгэл, худалдан авах чадварын паритет зэрэг суурь хэсгүүдэд зарим нэг сул талууд байдаг. Худалдан авах чадварын паритет болон Dornbusch (1973), Frankel (1990) нарын загвар нь хөвөгч ханшийн үйл хөдлөлийн талаар суурь тайлбар өгдөг. Худалдан авах чадварын паритетын нөхцөл нь солилцооны ханш ба үнийн түвшингийн (хэрэглээний үнийн индекс) улс хоорондын ялгаатай байдлыг тайлбарлахад ашигладаг. Харин царцанги үнэ бүхий (sticky-price) мөнгөний загварт ханшийн хөдөлгөөнийг тайлбарлахдаа мөнгөний нийлүүлэлт, бодит ДНБ, хүүгийн түвшин, инфляц зэрэг макро хувьсагчдыг авч үздэг байна. Тэгвэл Balassa-Samuelson чиглэлийн загвар нь бодит болон нэрлэсэн ханшийн хөдөлгөөнийг бүтээмжийн ялгаатай байдалтай холбон авч үздэг ажээ.

De-Gregorio болон Wolf (1994) бодит ханшийн загвар, Clements ба Frenkel (1980), (Chinn 1997) нар нэрлэсэн ханшийн загвар хөгжүүлсэн. Эдгээр загвар нь худалдан авах чадварын паритетын оронд үнийн ерөнхий индексиг авч үзэн бодит солилцооны ханшийг худалдаалдаггүй барааны харьцангуй үнэнд тулгуурлан тайлбарладаг. Бүтээмжид суурилсан загвар нь урт хугацааны таамаглал хийдэггүй бөгөөд эдгээр загварт ханшийн ерөнхий хандлагыг бүтээмжийн ялгаанд суурилан тодорхойлсон хэдий ч бодит байдалд солилцооны нэрлэсэн ханш худалдан авах чадварын паритетээс хязгааргүй хол зөрдөг ажээ. Дөрөв дэх чиглэлийн загвар бол худалдаалагдахгүй барааны харьцангуй үнэ, зах зээлийн бодит хүү, засгийн газрын зардал ба ДНБ-ий харьцаа, худалдааны нөхцөл болон цэвэр гадаад хөрөнгө зэрэг хувьсагчдын харилцан хамаарлыг харуулсан нийлмэл загвар юм. Энэ төрлийн загвар нь Clark ба MacDonald (1999) BEER загвар, Stein (1999) NATREX загвар, Edwards (1989) солилцооны бодит ханшийн загваруудтай төстэй юм. Тиймээс энэ чиглэлийн загварыг “нийлмэл загвар” хэмээн нэрлэжээ. Энэ хүрээний загварыг дунд хугацаанд ханшийн өөрчлөлтийг тодорхойлоход ялангуяа бодлогын асуудлыг ойлгоход ашигладаг. Эцэст нь санамсаргүй алхмын загварыг хэлэхгүй үлдээж болохгүй, энэ загварт валют солилцооны зах зээл нь үр ашигт зах зээлийн таамаглалд нэн дөхөж очно гэж үздэг.

Валютын ханшийн уламжлалт загварууд макро эдийн засгийн хувьсагчид ашиглан урт хугацааны ханшийн хөдөлгөөнийг сайн тайлбарлаж байв. Харин богино хугацааны ханшийн хөдөлгөөнийг макро эдийн засгийн хувьсагчууд тайлбарлаж чадахгүй байсан тул сүүлийн үед микро бүтэц бүхий шинэ хандлага болох Evans болон Lyons (2005) загвар нь валютын ханшийн богино хугацааны таамаглалыг хийхэд чиглэдэг. Энэ чиглэлийн загварт ханшийг тайлбарлагч гол хувьсагчаар валют арилжааны урсгалыг сонгон судалсан бөгөөд тус судалгаа нь ханшийн богино хугацааны хөдөлгөөнийг сайн илэрхийлж байсан юм. Ийнхүү микро суурьтай загвар хөгжиж, олон судалгаа хийгдсэн байна. Тухайлбал Германы маркын кэйсээр Lyons (2002), Payne (2003), Еврогийн хувьд Breedon and Vitale (2004), Berger et al. (2006) судалгаанууд нь валют арилжааны урсгал бол ханшийг тайлбарлагч гол хувьсагч гэдгийг баталжээ (Хавсралт 2).

Мөн хөгжиж буй улсын жишээгээр Cia, Cheung, S.K.Lee, & Melvin (2001), Zhang, Chau, & Zhang (2013), Хятадын юанийн, Wu (2006) Бразилийн реалын, Gereben et al. (2006) Унгарын форинтын ханшийн талаар микро суурьтай загвараар судалгаа хийж валют арилжааны мэдээ нь богино хугацааны ханшийн хөдөлгөөнийг тайлбарлагч гол хүчин зүйл мөн гэсэн дүгнэлтэд хүрчээ.

Монгол улсад судлагдсан байдал

Валют солилцооны ханш нь бодлого боловсруулагчид, судлаачдын анхаарлын төвд байдаг бөгөөд нэлээд судлагдсан сэдэв боловч эдийн засагчдын хувьд тайлбарлахад төвөгтэй, одоог хүртэл оньсого мэт байдаг. Монгол улсын гадаад валютын зах зээл, валют солилцооны ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө, төгрөгийн бодит болон нэрлэсэн ханш түүнд нөлөөлөх хүчин зүйлсийн талаар нэлээд олон судалгаа хийгджээ. Тухайлбал, Монголбанкнаас валютын ханшийн талаар 22 судалгааны ажил хийсэн бөгөөд эдгээрийн 70 хувь нь ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг харин 30 хувь нь ханшид нөлөөлөх хүчин зүйлсийг судалсан байна.

Д.Цэнддорж болон О.Энхбаяр (2017) микро суурьтай загвар ашиглан Монголбанкнаас зарлан явуулдаг валютын дуудлага худалдааны эрэлтэд нөлөөлөх хүчин зүйлсийг гадаад гүйлгээний тэнцэлтэй уялдуулан судалсан. Энэхүү судалгаанд гадаад төлбөр тооцооны цэвэр урсгалыг валют (ам.доллар болон юань)-аар задалж түүнийг гадаад валютын дуудлага худалдаанд санал болгосон дүн, валютын ханшийн сарын өөрчлөлттэй харьцуулсан бөгөөд юанийн хувьд дуудлага худалдаанд ирүүлсэн санал нь тухайн валютын гадаад төлбөр тооцооны тэнцэл болон ханшийн өөрчлөлтөөс аль алианаас нь тодорхой хамааралтай байгаа бол ам.долларын хувьд гадаад тэнцлээс илүүтэй ханшийн хөдөлгөөнтэй нийцтэй байгааг эмпирик шинжилгээгээр харуулж, улмаар ам.долларын арилжаа нь спекулятив шинж түлхүү агуулж байна гэсэн дүгнэлт хийжээ. Victor, Davaajargal, Enkhjin, & Ulziikhutag (2020) судалгаагаар гадаад валютын интервенц нь Монгол улсын валютын захад өндөр нөлөөтэй бөгөөд ам.доллар нийлүүлэхэд ханшийн хөдөлгөөнд 1-3 долоо хоног хадгалагддаг байна.

Д.Ган-Очир&Т.Оюунбаатар (2010) валютын ханшид нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг 2000-2009 оны хувьд BEER загвараар шинжилж экспортын үнэ, төсвийн зардлын ДНБ-д эзлэх хувь болон худалдааны эргэлт өсөхөд бодит ханш чангарч, харин бодит хүүний зөрүү өсөхөд бодит ханш сулардаг гэж дүгнэсэн. Харин Л.Даваажаргал (2014) мөн BEER загвар ашиглан ханшид нөлөөлөх макро хүчин зүйлийг судлаад бодит ханшид гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт (ГШХО) болон худалдааны нөхцөл эерэг хамааралтай бол бодит хүү сөрөг хамааралтайг тогтоосон бөгөөд 2012 оноос хойш валютын ханш хэт үнэлэгдэж, ханшийн гажилтын хэмжээ эрс нэмэгдсэн гэжээ. Б.Цэнгүүнжав&Мөнхчимэг (2014) мөн BEER загвар ашиглан валютын ханшид нөлөөлөх хүчин зүйл болон ханшийн гажилтыг судалж, 2005-2013 онд төгрөгийн бодит ханшид мөнгөний нийлүүлэлт, бодит хүүний зөрүү болон ГШХО-ын тайлбарлах нөлөө харьцангуй өндөр байгаа бол бүтээмжийн зөрүү, гадаад өр, нээлттэй байдал тодорхой хэмжээгээр тайлбарлана гэж дүгнэсэн.

Ч.Баттүвшин et al (2013) валютын ханшид нөлөөлөх хүчин зүйлийг SVAR загвар ашиглан судалж, шатахууны үнэ ханшийг өсгөдөг бол ДНБ ханшийг сулруулдаг харин цэвэр экспорт ханшийг өсгөөд 3 сарын дараа бууруулах бөгөөд ханшид өгсөн шок 10 сар хадгалагддаг гэж дүгнэсэн.

Б.Мөнхзул et al (2018) төгрөгийн тэнцвэрт ханшийг Unobserved Component загвараар судалж, 2000-2018 онд төсвийн зардлын ДНБ-д эзлэх хувь сөрөг нөлөөтэй бөгөөд гадаад худалдааны нөхцөл, бодит хүүний болон бүтээмжийн зөрүү тайлбарлах нөлөөтэй гэсэн дүгнэлт хийсэн.

Д.Баянзул et al (2018) судалгаандаа микро загвараар шинжилгээ хийж валютын ханшид арилжааны урсгал эерэг нөлөөтэй болохыг тогтоосноос гадна макро хүчин зүйлээс ДНБ хамгийн хүчтэй нөлөөтэй бол экспортын үнийн индекс, урсгал данс, мөнгөний нийлүүлэлт болон хэрэглээний үнийн индекс нөлөөтэй бөгөөд өнгөрсөн үеийн инерц хүчтэй хадгалагддаг болохыг тогтоосон.

Дээр дурьдсан валютын ханшид нөлөөлж буй хүчин зүйлийн судалгаанууд Д.Баянзул et al (2018) судалгаанаас бусад нь валютын ханшид макро хүчин зүйлийн үзүүлэх нөлөөллийг судалсан. Эдгээр судалгааны ажлуудын судалсан цаг хугацаа, авсан хувьсагчид ялгаатай байгаа тул нэгтгэн дүгнэхэд хүндрэлтэй юм. Ерөнхийдөө манай улсын хувьд бодит хүүний зөрүү, худалдааны нөхцөл, мөнгөний нийлүүлэлт,

ДНБ, төсвийн зардал, бүтээмжийн зөрүү, инфляц болон ГШХО тайлбарлах нөлөөтэй байгаагаас ГШХО болон бодит хүү нь зарим тохиолдолд тайлбарлах нөлөөгүй байжээ.

2.3. Валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийн хүчин зүйлс

Валют солилцооны ханш нь цаг хугацааны тодорхой агшинд мөнгөн тэмдэгтийн үнийг илэрхийлдэг. Тэгэхээр зах зээлд худалдаалж буй аливаа барааны нэгэн адил мөнгөн тэмдэгтийн үнэ нь түүний эрэлт болон нийлүүлэлтийн харилцан үйлчлэлийн үр дүнд тодорхойлогдоно. Цаг хугацааны аль ч үед мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт болон нийлүүлэлт тэнцүү байх цэгт уг мөнгөн тэмдэгтийн үнэ тодорхойлогдох бөгөөд энэ нь тэнцвэрт солилцооны ханш буюу зах зээлийн үнэ юм. Зах зээлийн нөхцөл байдал өөрчлөгдөхөд тухайн мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт эсвэл нийлүүлэлт түүнд зохицон тохируулагдах бөгөөд энэ нь тухайн мөнгөн тэмдэгтийн үнэ хөдлөхөд хүргэдэг. Гадагшаа шилжүүлэг хийх хэрэгцээ үүсэх нь гадаад валютын эрэлтийг бий болгодог бол гадаадаас шилжүүлэг орж ирэх нь валютын нийлүүлэлтийг бий болгодог. Эдгээр үйл явцын улмаас мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт болон нийлүүлэлтийн шилжилт явагдаж, үр дүнд нь тэнцвэрт солилцооны ханш өөрчлөгдөж байдаг.

Валютын ханшийн талаарх онол, загваруудыг нэгтгэн дүгнэхэд ерөнхийдөө харьцангуй инфляц, хүү болон орлогын түвшин, мөн түүнчлэн Засгийн газрын хяналт, хүлээлт зэрэг хүчин зүйлс нь мөнгөн тэмдэгтийн эрэлт болон нийлүүлэлтийг өөрчилж, валют солилцооны ханшид нөлөөлдөг ажээ. *Харьцангуй инфляцын түвшингийн* өөрчлөлт нь олон улсын худалдааны үйл ажиллагаагаар дамжин валютын эрэлт, нийлүүлэлтэд нөлөөлдөг тул валют солилцооны ханшид нөлөө үзүүлдэг. Инфляцын түвшин нь өндөр байгаа улсын валютын ханш сулардаг. Энэ нь тухайн оронд инфляцын түвшин өндөр байгаа бол гадаадын валютын ханш чангарна гэсэн үг. *Харьцангуй хүүгийн түвшингийн* өөрчлөлт нь гадаад үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтад нөлөөлснөөр валютын эрэлт, нийлүүлэлтийг хөдөлгөдөг тул валют солилцооны ханшид нөлөө үзүүлдэг. Бодит хүүгийн түвшин өндөр байгаа орны валютын ханш спот зах зээлд чангарч харин форворд зах зээлд сулардаг. *Харьцангуй орлогын түвшин* нь валют солилцооны ханшид нөлөө

үзүүлдэг. Тухайбал, үндэсний орлого нь харьцангуй өндөр буй орон ерөнхийдөө илүү их импорт хийх хандлагатай байдаг тул гадаад валютын ханш чангарахад хүргэдэг. Валют солилцооны ханшид нөлөөлдөг дөрөв дэх хүчин зүйл бол *Засгийн газрын хяналт* юм. Засгийн газар нь тэнцвэрт солилцооны ханшид нөлөөлөх олон төрлийн арга зам байдаг. Жишээлбэл, гадаад валютын хориг тавих, гадаад худалдааны саад бий болгох, валютын зах зээлд зохицуулалт (валют худалдах ба худалдан авах) хийх, инфляцын түвшин, зээлийн хүү, орлогын түвшин зэрэг макро хувьсагчдад нөлөөлөх зэргийг дурьдаж болно. *Хүлээлт* бол валют солилцооны ханшид нөлөөлдөг тав дах хүчин зүйл юм. Бусад санхүүгийн зах зээлийн нэгэн адил валютын зах зээл нь ирээдүйд нөлөөтэй байх магадлалтай ямар нэг мэдээлэлд хариу үйлдэл үзүүлдэг. Гадаад валютын зах зээлийн арилжаанууд нь олон улсын худалдаа эсвэл санхүүгийн урсгалыг дэмжиж байдаг. Худалдаатай холбоотой гадаад валютын арилжаа нь ерөнхийдөө мэдээнд маш бага хариу үйлдэл үзүүлдэг бол санхүүгийн арилжаа нь мэдээнд маш хүчтэй хариу үйлдэл үзүүлдэг. Учир нь тодорхой нэг валют давамгайлсан үнэт цаас эзэмших шийдвэр нь тухайн валютын үнийн хүлээгдэж буй өөрчлөлтөөс ихээхэн хамаардаг. Мэдээ нь валютын хүлээгдэж буй хөдөлгөөнд нөлөөлөх хэмжээгээр түүнийг худалдан авах эрэлт болон худалдах нийлүүлэлтэд нөлөө үзүүлдэг. Иймэрхүү спекуляцын арилжааны улмаас гадаад валютын ханш маш их тогтворгүй байдаг. Ирээдүйн валют солилцооны ханшийн хөдөлгөөний өдөр тутмын спекуляц нь нь гол төлөв ирээдүйд хүүгийн түвшингийн хөдөлгөөний дохиогоор ажилдаг. Гэхдээ энэхүү спекуляц нь өөр хүчин зүйлийн нөлөөгөөр ч явагдаж болно.

Ихэнх тохиолдолд худалдаатай холбоотой болон санхүүгийн **хүчин зүйлсийн харилцан үйлчлэл** явагддаг. Тодорхой хугацаанд зарим хүчин зүйлс нь гадаад валютын үнэ цэнийг өсгөх нөлөө үзүүлдэг бол зарим хүчин зүйлс нь үнэ цэнийг бууруулах нөлөөтэй байдаг. Хэрэв тухайн үед инфляцын түвшин огцом өсөх болон нэрлэсэн хүүгийн түвшин нэмэгдэх үзэгдэл зэрэг явагдсан гэж үзье. Инфляцын түвшин өссөний улмаас гадаад валютын үнэ огцом нэмэгдэх боловч нэрлэсэн хүүгийн түвшингийн өсөлт нь гадаад валютын үнийг бууруулах нөлөө үзүүлнэ. Солилцооны ханш эдгээр хүчин зүйлсэд хэр мэдрэмжтэй байх нь тухайн хоёр улсын хооронд хийгдэж буй олон улсын арилжааны хэмжээнээс хамаардаг.

Хэрэв тухайн хоёр орон маш их хэмжээтэй гадаад худалдаа хийдэг боловч олон улсын капиталын урсгал нь маш бага хийгддэг бол харьцангуй инфляцын түвшингийн нөлөө илүү хүчтэй байх болно. Хэрэв хоёр орон капиталын урсгал маш их хийдэг бол хүүгийн түвшингийн хэлбэлзэл илүү нөлөө үзүүлнэ.

Монгол улсын валютын захад нөлөөлөгч хүчин зүйлс

Монгол улсын валютын захад нөлөөлөгч хүчин зүйлсийн талаар хийсэн судалгааны ажлуудад манай улсын хувьд дотоод, гадаад хүүний зөрүү, худалдааны нөхцөл, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт, гадаад цэвэр актив болон засгийн газрын зардал нь валютын ханшийг тодорхойлогч суурь хүчин зүйлс болдог байна. Мөн түүнчлэн мөнгөний үржүүлэгч, хадгаламжийн өсөлт, зээл, дотоодын нийт бүтээгдэхүүн, M2 мөнгө, гадаад валютын албан нөөц, бодит хүү, төсвийн алдагдал, засгийн газрын зардал, экспортын өсөлт, инфляци, зээл хадгаламж, импортын өсөлт, эдийн засгийн өсөлт гэсэн үзүүлэлтүүд ханшид нөлөөлнө.

Зураг 1. Валюын зах болон ханшид нөлөөлх хүчин зүйл



Эх сурвалж: Судлаачийн дүрслэл

Манай улсын хувьд дотоод хүчин зүйлсээс гадна дэлхийн валютын захын үйл хөдлөл манай ханшид шууд нөлөөлнө. Дэлхийн валютын захад томоохон нөлөө бүхий улсуудын үйл хөдлөл, түүхий эдийн зах зээлийн хөдөлгөөн, эдийн засгийн хямрал, хөрөнгийн зах зээлд гарсан өөрчлөлтүүд, улс төрийн тогтворгүй байдал болон нийт зах зээлд оролцогчдын ханшийн талаарх хүлээлт нөлөөлдөг. Манай улсын хувьд дэлхийн валютын захад нөлөөлөх боломжгүй харин гарсан өөрчлөлтийг шууд хүлээн авагч болдог.

3. Монгол улсын гадаад валютын зах зээлийн ТОЙМ

Гадаад валютын ханш нь төсвийн алдагдал, багцын хөрөнгө оруулалт болон эдийн засгийн гадаад секторын гүйцэтгэлд чухал үүрэг рольтой байдаг. Зах зээл нь өөрийн гэсэн хөгжил хөдөлгөөнд оршдог тул нээлттэй эдийн засгийн нөхцөлд цаг хугацаанд нь тохирсон ухаалаг бодлого хэрэгжүүлсэнээр чөлөөлт зах зээлийн хүчийг валют солилцооны ханшийн эрсдэлийг даван туулахад чиглүүлэх боломж байдаг. 1970-аад онд валютын тогтмол ханш болон Бретон Вудын тогтолцоо нурсанаар дэлхийн эдийн засагт ялангуяа валют солилцооны зах зээлд эрс өөрчлөлт гарсан. Энэ үйл явдал нь валют солилцооны зах зээлийн тогтворгүй байдлыг нэмэгдүүлсэн ч арилжааны хязгааргүй боломжийг нээсэн билээ. Сүүлийн 40 гаруй жилд дэлхийн гадаад валютын зах зээл эрс өөрчлөгдөж, өдөр тутамд хэдэн их наяд ам.доллараар хэмжигдэх арилжаа явагдаж байна.

3.1. МУ-ын гадаад валютын захын зохицуулалт

Валютын тогтолцоо

МУ-ийн эдийн засгийн шилжилтийн эхэн үе 1990 - 1993 онд валютын тогтмол ханшийн дэглэмтэй байсан бөгөөд валютын хөвөгч ханшийн дэглэмд шилжсэнээс хойш 20 гаруй гаруй жил болжээ. Тогтмол ханшийн дэглэмийг халах тухай 1993 онд Монголбанкны Ерөнхийлөгчийн тушаал, 1994 онд Валют зохицуулалтын тухай хууль болон 1996 онд Төв банк (Монголбанк)-ны тухай хууль батлагдан хэрэгжиж, 1996 оноос манай улсад валютын хөвөгч ханшийн дэглэм бүрэн үйлчилж эхэлсэн. Тиймээс төрийн бодлого нь богино хугацааны ханшийн хэт хэлбэлзлийг бууруулах замаар валютын захын тогтворжилтыг хангахад гол анхаарлаа хандуулж байгаа бөгөөд валютын ханш нь бодлогын хувьсагч гэхээсээ илүү мэдээллийн үүрэг гүйцэтгэдэг байна.

1994 онд батлагдсан “Валютын зохицуулалтын тухай” хуулийн зорилго нь Монгол улсад валютын гүйлгээ хийх түүнд хяналт тавих болон үндэсний валютыг үнэгүйдлээс хамгаалах харилцааг зохицуулахад оршино. Уг хуулинд

тодорхойлсноор “Эрх бүхий банк, бирж, брокерийн компаниас эрэлт нийлүүлэлтийн үндсэн дээр хийж байгаа валютын худалдаа арилжааны үйл ажиллагааг Монгол Улсын валютын зах” гэнэ. МУ-д валютын хяналт, зохицуулалтыг Монголбанк болон Санхүүгийн зохицуулах хороо (СЗХ) хэрэгжүүлдэг.

МУ-ын төв банк Монголбанк нь үндэсний валют төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах, эдийн засгийн хөгжлийг дэмжих зорилгоор валютын гүйлгээг зохицуулах, хэрэгжүүлэх, хянахаас гадна гадаад валютын улсын нөөцийг (ГВУН) удирдана. СЗХ гадаад валютын арилжаа эрхлэх тусгай зөвшөөрөл бүхий ББСБ үйл ажиллагаанд хяналт тавьдаг бөгөөд мөнгө угаах терроризмийг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх ажлын хүрээнд болон валютын захаа олон улсын жишигт нийцүүлэх үүднээс СЗХ-ны 2020 оны 6 сарын 292-ний өдрийн 495 дугаар тогтоолоор “Банк бус санхүүгийн байгууллагын гадаад валютын арилжааны үйл ажиллагааг зохицуулах, түүнд хяналт тавих журам”-ыг шинэчлэн баталж, валют арилжаанд тавигдах шаардлагыг өндөржүүлсэн.

Харин МУ-ын Засгийн газар гадаад валютын эх үүсвэрийг нэмэгдүүлэх болон төлбөрийн тэнцлийг сайжруулах арга хэмжээ авах эрхтэй байдаг. Монголбанк валютын зах дээрх банкуудын арилжааны үр дүнд үндэслэн гадаад худалдаанд зонхилж буй чөлөөтэй хөрвөдөг гадаад валютаар жишиг ханшийг зарлах бөгөөд хэрэв ханш өмнөх өдрөөс 5 хувиар өсөх ба буурах нөхцөлд МУ-ын Ерөнхий сайдтай зөвшилцөж ханшийн мэдээг зарлах зохицуулалттай байна.

Дээрх хууль эрх зүйн зохицуулалтын хүрээнд банк болон валютын арилжаа эрхлэх тусгай зөвшөөрөлтэй ББСБ-ууд валютын захын эрэлт хэрэгцээнд үндэслэн валют худалдах, худалдан авах өөрийн ханшийг тогтоох ба банк нь валютын бэлэн болон бэлэн бус гүйлгээ хийх эрхтэй бол ББСБ нь зөвхөн бэлнээр валютын арилжаа хийхээр зохицуулагджээ. Банкууд төгрөгийн ханшид нөлөө үзүүлэх хэмжээний гүйлгээг хийхдээ Монголбанкнаас зөвшөөрөл авдаг. Монголбанк арилжааны банкуудад хяналт тавьж, төгрөгийн ханшийг тогтвортой байлгах зорилгоор өөрийн эзэмшилд байгаа гадаад валютын нөөцөөс валют худалдах болон худалдаан авах замаар валютын захад интервенц хийхээс гадна ханшийн талаарх статистикийг нийтэд тогтмол мэдээлдэг.

Зураг 2. Монгол улсын валютын зах



Эх сурвалж: Судлаачийн дүрслэл

Тайлбар: 1 - Монголбанк, 2 - СЗХ, 3, 4, 5 -Аж ахуйн нэгж, иргэн, 6, 7 Арилжааны банк, 8 - БЭСБ.

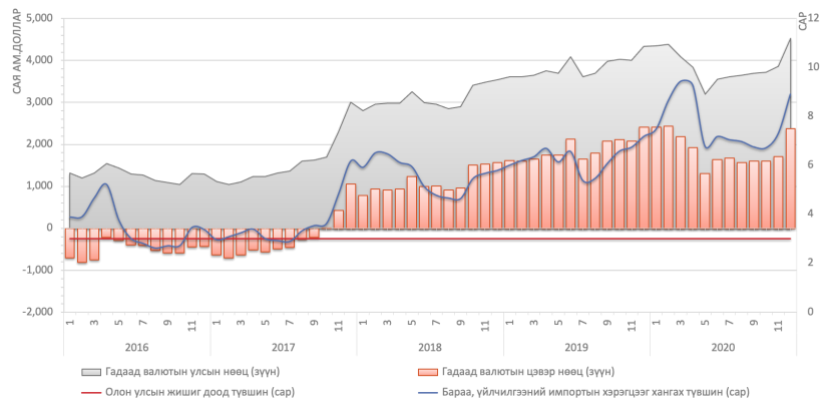
Манай улсын гадаад валютын зах зээлд валют арилжих хэрэгцээтэй хувь хүн, аж ахуйн нэгж, арилжааны банк, банк бус санхүүгийн байгууллага болон гадаад валютын диллерүүд гадаад валютын гүйлгээ хийх бөгөөд валютын ханш нь валютын захын эрэлт хэрэгцээнд үндэслэн тогтоно. Арилжааны банкууд гадаад валютын диллер, БЭСБ, аж ахуйн нэгж болон иргэдтэй гадаад валютын гүйлгээ хийдэг бол БЭСБ болон гадаад валютын диллерүүд хоорондоо гадаад валютын гүйлгээ хийнэ.

Гадаад валютын улсын нөөц

Төвбанкны тухай хуулийн дагуу Монголбанк гадаад валютын нөөцийн найдвартай байдлыг хангах, хөрвөх чадварыг алдагдуулахгүй байх зарчмыг баримталж гадаад валютын улсын нөөцийг (ГВУН) удирддаг бөгөөд сүүлийн жилүүдэд төрөөс мөнгөний бодлогын талаар баримтлах үндсэн чиглэлд “Төгрөгийн валюттай харьцах ханш нь макро эдийн засгийн суурь нөхцлөөр тодорхойлогдон уян хатан тогтож байх”-аар заасан. Тиймээс Монголбанк бодлогын хувьд валютын ханш нь зах зээл дээр гадаад валютын эрэлт, нийлүүлэлтийн харилцан үйлчлэлээр тодорхойлогдоно гэсэн зарчмыг баримталж байна. Гадаад валютын зах зээлийн интервенцийн зорилго нь ханшийг тодорхой түвшинд барихын тулд биш харин валютын зах зээл дэх эрэлт, нийлүүлэлтийн зөрүү болон нэг талыг барьсан

хүлээлтээс үүсэх түр зуурын гадны цочролоос үүсэх ханшийн огцом хэлбэлзлийг зөөлрүүлэхэд чиглэдэг.

Зураг 3. Гадаад валютын улсын нөөц, сая ам.доллороор, 2016-2020



Эх сурвалж: Монголбанкны НУСЗЗГ.

Манай улсын эдийн засаг төрөлжөөгүй, цөөн тооны ашигт малтмалын түүхий эдийн экспортоос хамааралтайгаас гадна хэрэглээний сагсны 40 орчим хувь нь импортын гаралтай бүтээгдэхүүн байдаг тул Монголбанк ханшийн огцом хэлбэлзэл үүсэхээс болгоомжилж ГВУН-ийг нэмэгдүүлэх, тодорхой түвшинд барих бодлого хэрэгжүүлж байна (экспертийн ярилцлага). Монгол улсын ГВУН 2012 онд түүхэн хамгийн дээд түвшин 4.2 тэрбум ам.долларт хүрч байсан бол 2016 онд 1 тэрбум ам.доллар хүртэл буурч, цэвэр нөөц хасах 400 сая ам.доллар болж (Зураг 3) улмаар 2017 онд ОУВС-гийн “Өргөтгөсөн санхүүжилтийн хөтөлбөрт” хамрагдаж эдийн засгийн хүндрэлийг шийдэж байв.

Гадаад валютын зах зээл дэх интервенц

Манай улсын гадаад валютын зах зээл маш жижиг тул дотоод хүчин зүйлээс гадна дэлхийн эдийн засгийн төрөл бүрийн өөрчлөлтөөс үүдсэн гадаад шокын нөлөөгөөр ханш огцом хэлбэлзэх магадлалтай юм. Тиймээс валютын хөвөгч ханшийн дэглэмтэй бусад орны адил Монголбанкнаас валютын интервенц хийж буй гол зорилго нь валютын ханшийн тодорхой түвшинг хадгалахад чиглэх бус харин богино хугацааны ханшийн хэлбэлзлийг бууруулах, валютын зах зээлийг тогтворжуулах, спекулятив дайралтаас хамгаалах, гадаад валютын албан нөөцийг бүрдүүлэхэд оршино.

Интервенцийн хэрэгслийн хувьд ерөнхийдөө зохицуулагч байгууллагаас амаар мэдээлэл хийх болон спот зах зээлд бодит оролцоо гэсэн хоёр төрөл байдаг. Амаар мэдээлэл хийж хөндлөнгөөс оролцсоноор валютын зах зээлийн тогтворжилтыг дэмжих, урьдчилан сэргийлэх боломжийг бүрдүүлдэг. Өөрөөр хэлбэл, валютын ханшийн хөдөлгөөнтэй холбоотой бодлогын зорилгыг мэдээлснээр спекулятив дайралт хийх хүчнүүдэд анхааруулга өгөх зорилготой байдаг. Валют зохицуулалтын хууль, Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш тооцож зарлах журмын дагуу Монголбанк өмнөх өдрийн арилжаанд үндэслэн төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийг тооцож зарладаг боловч валютын ханшийн талаар амаар тогтмол мэдээлэл хийдэггүй байна (экспертийн ярилцлага).

Монголбанк нь валют арилжааны спот захад *дуудлага худалдаа зохион байгуулах, цахим талбар болон дуудлага худалдааны бус хэлбэрээр* оролцдог. Монголбанкны Ерөнхийлөгчийн тушаалаар батлагдсан “Валют арилжааны шуурхай зөвлөл”-ийн хурлаар валютын захад хийх интервенцийн хэлбэр, хэмжээ, ханшийн талаар шийдвэр гаргадаг.

Монголбанк долоо хоног бүрийн Мягмар, Пүрэв гарагуудад валют арилжааны спот захад *дуудлага худалдаа зохион байгуулдаг*. Дуудлага худалдаанд МУ-ын Хөгжлийн банкнаас бусад бүх банкийг оролцуулдаг бөгөөд иргэд, аж ахуйн нэгжүүд өөрийн харилцагч банкаар дамжуулан уг дуудлага худалдаанд оролцох боломжтой байдаг. Монголбанкны Ерөнхийлөгчийн тушаалаар *гадаад валютын дуудлага худалдааны* хуваарьт өдөр, валют, дуудлага худалдаанд ирүүлэх нийт саналын тоо болон валютын нэгж саналын дээд болон доод хэмжээг баталдаг. Шаардлагатай тохиолдолд Монголбанк *дуудлага худалдааны хугацааг өөрчлөх, сунгах эрхтэй* бөгөөд энэ талаар арилжааны банкуудад тухай бүр мэдэгдэнэ. Гадаад валютын дуудлага худалдааны саналаар тухайн үед валютын захад буй илүүдэл эрэлт, нийлүүлэлтийн мэдээлэл илэрдэг байна.

Валют арилжааны цахим талбарыг нь 2017 оны 4 дүгээр сард нэвтэрүүлсэн бөгөөд Монголбанкнаас валютын зах зээлийн нөхцөл байдлыг харгалзан гадаад валютыг тодорхой дүнгээр, урьдчилан зарласан ханшаар валютын захад нийлүүлэх

(татах) тохиолдолд ихэвчлэн уг аргыг ашиглан интервенц хийж байна. Харин дуудлага худалдааны бус арилжааг төгрөгийн өдрийн ханшийн огцом хэлбэлзэл, валютын захын төлбөрийн чадварын хомсдол үүсэх зэрэг Монголбанкнаас шаардлагатай гэж үзсэн нөхцөлд зохион байгуулдаг. Төв банкны тухай хуулийн дагуу Монголбанк нь Засгийн газар, олон улсын байгууллагуудтай тухайн өдөр мөрдөгдөж буй албан ханшаар гадаад валютын арилжаа эрхэлдэг. Мөн Засгийн газраас төрийн өмчит болон төрийн өмч давамгайлсан аж ахуйн нэгжүүдийн гадаад валютыг Монголбанкинд худалдаж байхаар тогтоосны дагуу уг эх үүсвэрийг Монголбанк тухайн өдөр мөрдөгдөж буй албан ханшаар худалдан авч байна (экспертийн ярилцлага).

Монголбанк 2008, 2013, 2019 болон 2020 онд гадаад валютын захад харьцангуй их оролцож байсан бол бусад онд интервенцийн давтамж 50 хувиас бага байна. Mihaljek (2005) хийсэн судалгаандаа хөгжингүй орнуудын хувьд төв банк нь жилд ажлын өдрүүдийн 50 хувиас илүүд нь интервенц хийж байвал их давтамжтай оролцдог гэж үзсэн бөгөөд төв банкны валютын захад оролцож буй дундаж нэг өдрийн интервенцийн хэмжээ нь сарын дундаж валют эргэлтийн 0.25 хувиас их бол тухайн төв банкиг валютын захад ихээр оролцдог гэж дүгнэжээ. Хүснэгтийн мэдээллээс харахад Монголбанкны хувьд валютын захын оролцоо нь 2019 болон 2020 онд өндөр давтамжтай байжээ.

Хүснэгт 1. Монголбанкны интервенцийн хэмжээ, давтамж

Он	Интервенцийн давтамж	Интервенцийн хэмжээ
Нийт	41%	0.30%
2008	55%	0.65%
2009	33%	0.07%
2010	19%	-0.51%
2011	11%	-0.08%
2012	36%	0.34%
2013	52%	0.57%
2014	48%	1.25%
2015	46%	0.63%
2016	43%	0.91%
2017	33%	-0.48%
2018	28%	0.15%
2019	61%	0.19%
2020	79%	0.21%

Эх сурвалж: <https://www.mongolbank.mn/>

Монголбанк 2016 оноос гадаад валютын зах зээлд ханшийн эрсдэлийг удирдах тогтолцоо бүрдүүлэх, гадаад валютын урсгалыг нэмэгдүүлэх, зээлийн хүү, гадаад валютын зээлийн өсөлтийг бууруулах, банкуудын богино хугацааны төлбөрийн чадварын дэмжлэг үзүүлэх үүднээс банкуудтай урт болон богино хугацаатай своп, форворд хэлцэл байгуулж байна. Монголбанк нь арилжааны банк, МУ-ын засгийн газар, олон улсын санхүүгийн байгуулагатай урт хугацааны своп хэлэлцээр байгуулах бөгөөд ингэхдээ банкууд өөрийн гадаад зах зээлээс татсан зээл, бондын эх үүсвэрээр Монголбанктэй своп хэлцэл байгуулан 6 сар тутам хүүгийн төлбөр солилцон хугацааны эцэст анхны эх үүсвэрийг солилцох эсвэл төгрөгөөр цэвэршүүлсэн гүйлгээ хийх хэлбэрээр хэлцэл байгуулдаг. Арилжааны банкны богино хугацааны төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварыг дэмжих зорилгоор Монголбанк төгрөг, ам.долларын своп болон форвард хэлцэл мөн түүнчлэн юаниар төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварыг дэмжих зорилгоор юаний своп хэлцэл хийдэг.

Монголбанкны Нөөцийн удирдлага, санхүүгийн зах зээлийн газрын (НУСЗЗГ) дэргэдэх Валютын дуудлага худалдааны зөвлөл нь арилжааны банкуудын гадаад валютын позиц, банкны систем дэх валютын урсгал, томоохон хэмжээний төлбөр зэрэг валютын орох, гарах урсгалын сар, улирлын тайлан мэдээг харгалзан валютын захад оролцох шийдвэрийг гаргадаг бөгөөд уг зөвлөлийн бүрэлдэхүүнд НУСЗЗГ, Мөнгөний бодлогын газар болон Судалгаа статистикийн газрын захирал, дэд ерөнхийлэгч байдаг (экспертийн ярилцлага).

Ерөнхийдөө Монголбанкны интервенц нь дүрэмд суурилсан бус дискрет интервенцийн төрөлд хамаарна. Ер нь ихэнх улсын төв банк гадаад валютын зах зээлд оролцох зохицуулалтын үр дүнгийн талаарх маргаанаас зайлсхийх, зах зээлд оролцогчид ханшид нөлөө үзүүлэх, мэдээллийг ашиглан спекуляц хийх зэргээс сэргийлэх үүднээс интервенцийн талаарх мэдээллийг тодорхой хэмжээнд нууц байлгадаг ажээ.

3.2 МУ-ын гадаад валютын захын хөгжил

Монгол улс 1996 оноос валютын хөвөгч ханшийн системийг бүрэн нэвтрүүлснээс хойш валютын ханшийн үйл хөдлөлөөс харахад ханшийг тодорхойлох зах зээлийн механизмын хэрэгжилт харьцангуй сайжирсаар байна.

Зураг 4. Ам.доллолын төгрөгтэй харьцах ханш, ББСБ болон банкны ханшийн зөрүү

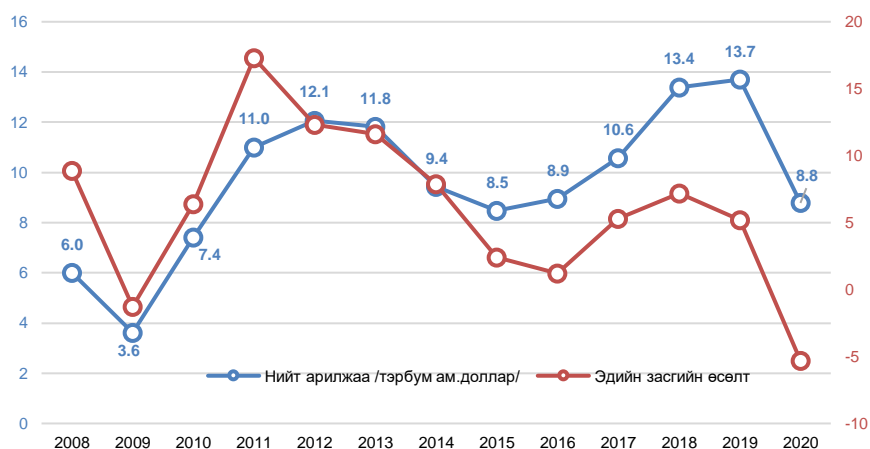


Эх сурвалж: Монголбанк

Монголбанкны зарласан ханш, банк болон ББСБ-ын ам.доллолын төгрөгтэй харьцах ханшийн зөрүүний мэдээллээс харахад төгрөгийн ханш америк долларын эсрэг суларсаар ирсэн. Харин банк болон ББСБ-уудын ханшийн хувьд зөрүү нь 2009 онд хамгийн өндөр буюу 8.9 байсан бол бусад хугацаанд ББСБ-ууд нэг ам.долларт дунджаар 3 төгрөгийн илүү ханштай байжээ (Зураг 4). С.Дэмбэрэл (2018) төгрөгийн ам.доллартэй харьцах ханш нийт хугацааны 68 хувьд нь суларсан бөгөөд ханшийн хэлбэлзэл их үед Монголбанкны интервенцийн хэмжээ, давтамж нэмэгдэж байсан гэж дүгнэжээ.

Ерөнхийдөө манай улс валютын хөвөгч ханшийн дэглэмд шилжсэнээс хойш төгрөг ба ам.доллолын ханшийн хэлбэлзэл мэдэгдэхүйц нэмэгдэж, төгрөгийн ханш нэлээд их суларсан бөгөөд Монголбанк валютын ханшийг тогтвортой байлгахын тулд гадаад валютын зах зээлд идэвхтэй оролцож иржээ.

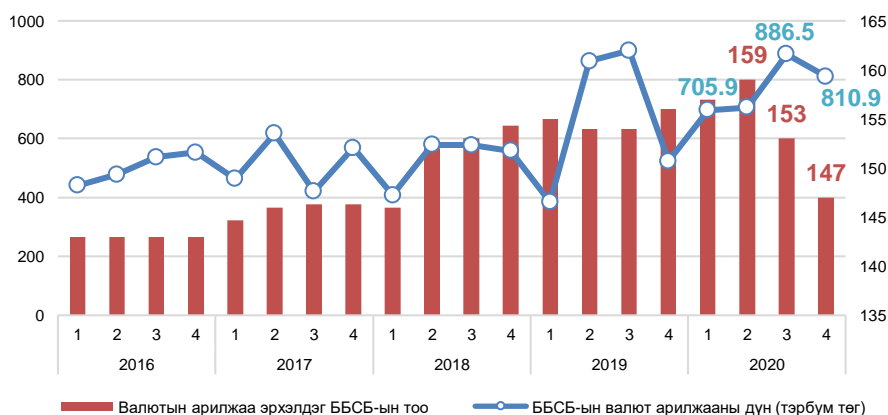
Зураг 5. Банкны валют арилжаа, тэрбум ам.доллор, эдийн засгийн өсөлт, %



Эх сурвалж: Монголбанк, ҮСХ

Монгол улсын гадаад валютын зах зээл хөгжиж эдийн засгийн үйл ажиллагаа ялангуяа гадаад худалдаа болон хөрөнгө оруулалтын урсгалыг дэмжин ажиллаж ирсэн. Гадаад валютын захын арилжааны хэмжээ жилээс жилд өсөн идэвхжиж байгаа бөгөөд энэхүү валют арилжааны хэмжээ нь эдийн засгийн идэвхжилийг даган өсч, буурч байв. Банкуудын нийт валют арилжааны хэмжээ 2018 онд 13.4 тэрбум ам.доллар, өдрийн дундаж арилжааны эргэлт 61.6 сая ам.доллар² байсан бол 2020 онд жилийн нийт арилжаа 8.8 тэрбум ам.доллар болж буурчээ(Зураг 4). Гэхдээ энэхүү өсөлт нь зөвхөн спот зах зээлд ажиглагдав.

Зураг 6. ББСБ-ын нийт валют арилжаа, тэрбум төгрөг, 2016-2020

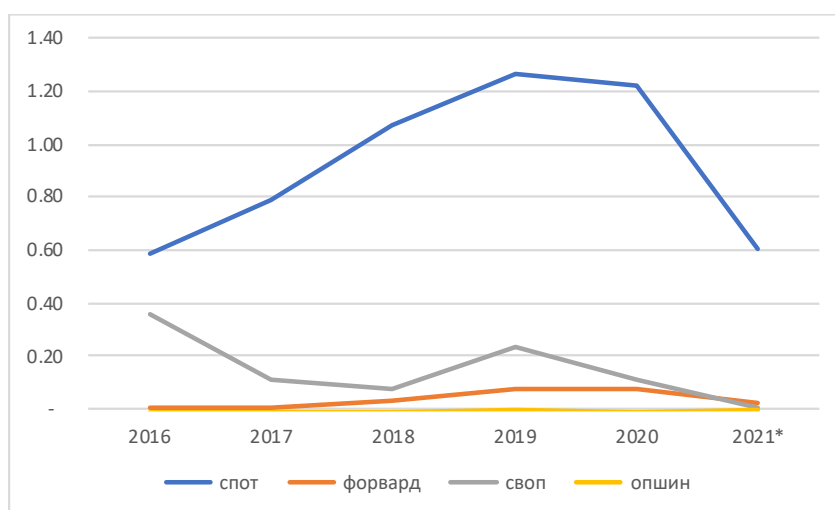


Эх сурвалж: Санхүүгийн зохицуулах хороо

² А.Энхжин, 2018

Манай улсын санхүүгийн зах зээлд нийт хөрөнгийн 95 хувийг банкны салбар харин ББСБ нийт хөрөнгийн 3 хувийг эзэлдэг. 2018 оны хувьд ББСБ нийт валют арилжааны 5 хувийг гүйцэтгэжээ (А.Энхжин, 2018). ББСБ-уудын арилжааны дүн нь банкуудтай харьцуулахад маш бага байна. Тухайлбал 2019 онд банкуудын арилжсан нийт гадаад валютын гүйлгээний дүн нь 13.7 тэрбум ам.доллар байхад ББСБ-уудын арилжсан нийт гадаад валют гүйлгээ 2670 тэрбум төгрөг (1 тэрбум ам.доллор)³ даруй 13 дахин бага байна. Сүүлийн жилүүдэд ББСБ-уудын валют арилжааны дүн тогтмол өсч байсан хэдий ч КОВИД-19 цар тахалтай холбоотой эдийн засгийн идэвхжил суларснаас шалтгаалан 2020 онд буураад байна (Зураг 6).

Зураг 7. Валютын захын арилжаа, санхүүгийн хэрэгслийн төрлөөр, 2016-2021



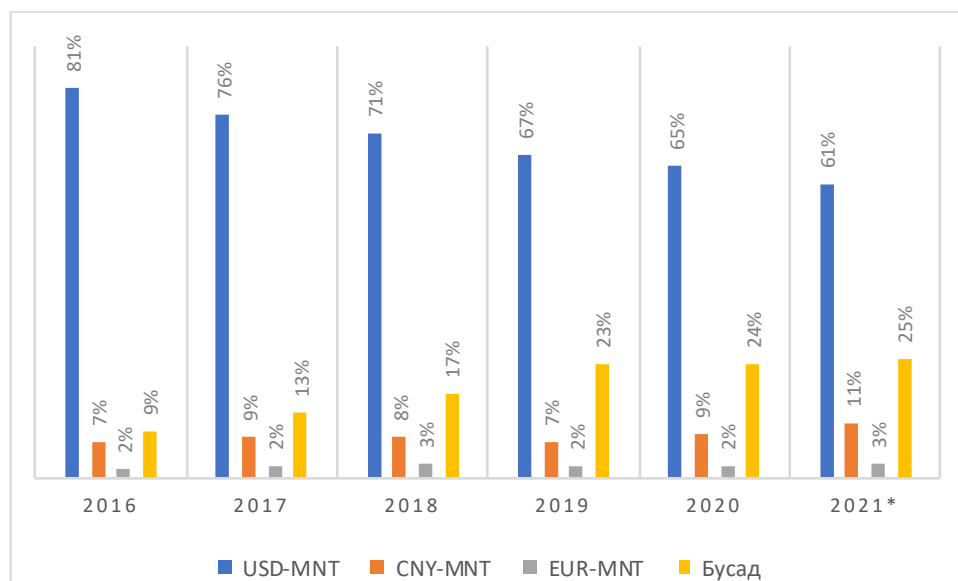
Эх сурвалж: Монголбанкны мэдээлэлд үндэслэсэн судлаачийн тооцоолол
Тайлбар: Арилжааны жилийн нийт эргэлтийг 2016 оны хэмжээг 100 гэж индексжүүлсэн, 2021* оны эхний 5 сарын байдлаар

Банкны салбарын валютын захын арилжааны ихэнх хувь нь бэлэн бус хэлбэрээр хэрэгждэг. Тухайлбал 2016 оны байдлаар банкны салбарын нийт валют арилжааны 95 хувь нь бэлэн бус гүйлгээ байсан бөгөөд бэлэн арилжааны хэмжээ тогтмол буурч 2020 оны байдлаар нийт эргэлтэд 3 хувь эзэлж байна. Валютын арилжааг санхүүгийн арга хэрэгсээр авч үзвэл спот захын арилжааны хэмжээ харьцангуй нэмэгдэж байгаа бол форворд арилжаа 2018 оноос хөгжиж эхэлсэн бөгөөд харьцангуй тогтвортой байна. Харин своп хэлцлийн хэмжээ буурах

³ ҮСХ-ны мэдээллийн нэгдсэн сангийн мэдээллээр 2019 онд төгрөгийн ам.доллортой харьцах ханш 2663.94 байсан.

хандлагатай бөгөөд нэлээд хэлбэлзэлтэй байна. Жишээлбэл 2016 онд нийт арилжаанд 36 хувь байсан бол 2018 онд 6 хувь болж буурч байв (Зураг 7). Банкны салбарын валютын захын хувьд Ковид-19 цах тахлын нөлөө ажиглагдаж байна.

Зураг 8. Спот захын нийт эргэлт, валютын төрлөөр, 2016-2021



Эх сурвалж: Монголбанкны мэдээлэлд үндэслэсэн судлаачийн тооцоолол

Тайлбар: Арилжааны жилийн нийт эргэлтийг 2016 оны хэмжээг 100 гэж индексжүүлсэн, 2021* оны эхний 5 сарын байдлаар

2016-2021 онд хийгдсэн нийт валют арилжааны бүтцийг валютын төрлөөр авч үзвэл нэлээд тэнцвэргүй дүр зураг ажиглагдаж байна. Улсын хэмжээнд арилжигдсан нийт гадаад валютын бүтцийн 5 жилийн дундаж үзүүлэлтээр 84 хувь нь ам.доллар, 10 хувь нь БНХАУ-ын юань, 3 хувь нь Евро, 22 хувь нь бусад валют бүрдүүлж байна (Зураг 8). Сүүлийн 5 жилийн дундаж үзүүлэлтээр манай улсын гадаад худалдаанд экспортын 86 хувь нь Ази тивийн улсууд үүнээс БНХАУ 95-аас дээш хувь эзэлдэг бол импортын 40 хувь нь Европын улсууд харин 50 гаруй хувь нь Ази тивийн улсууд үүнээс БНХАУ 65 орчим хувь байна (Хавсралт Хүснэгт 4, 5). Мөн түүнчлэн гадаад өрийн ихэнх хувийг ам.доллар болон юань эзэлдэг. Тиймээс манай улсын гадаад валютын зах зээлд зонхилох валют нь ам.доллар болон юань байна.

ГВЗЗ-д оролцон тоглогчдын байдал

Гадаад валютын захад оролцогчдыг зах зээл бий болгогч болон зах зээлд оролцогч гэсэн хоёр бүлэгт ангилдаг. Манай судалгааны хүрээнд арилжааны банк

болон ББСБ нь гадаад валютын зах зээл бий болгогчид бөгөөд валют худалдан авах болон худалдах үйл ажиллагаа явуулснаар зах зээлд эрэлт, нийлүүлэлтийг хуваарилдаг. Харин зах зээлд оролцогчид нь аж ахуйн нэгж, байгууллага болон хувь хүмүүс байна.

2020 оны байдлаар 11 арилжааны банк, 159 ББСБ валют арилжааны үйл ажиллагаа эрхэлж байгаа бөгөөд ББСБ-ийн нийт хөрөнгө банкны салбартай харьцуулахад 5 хувь байна (СЗХ, 2021, I ул). Манай улсын санхүүгийн зах зээлд банк давамгайлдаг, жишээлбэл 2020 оны байдлаар санхүүгийн нийт салбарт арилжааны банк 93.3 хувь, ББСБ 5.1% хувь, даатгал болон хадгаламж зээлийн хоршоо (ХЗХ) нийлээд 1.6 хувь эзэлж байна (Монголбанк, 2020). Сүүлийн таван жилийн дундаж үзүүлэлтээр банкны салбарын валют арилжааны нийт эргэлтийн 4 хувь нь бэлэн арилжаа, 96 хувь нь бэлэн бус арилжаа байв.

2018 оны байдлаар нийт валют эргэлтийн 11 хувь нь бэлэн арилжаа, 89 хувь нь бэлэн бус хэлбэрийн арилжаа байснаас бэлэн арилжааны 5 хувийг ББСБ гүйцэтгэсэн бөгөөд тухайн оны нийт бэлэн бус арилжааны 73 хувийг гурван том банк гүйцэтгэжээ⁴ (А.Энхжин, 2018). Валютын зах зээлийн бүтцийн үзүүлэлтээс харахад манай улсын валютын зах зээлд цөөн тооны тоглогчид давамгайл байр суурь эзэлдэг ажээ. Зах зээл бий болгогчдын талаас авч үзвэл нийт валют арилжааны 69 хувийг гүйцэтгэж буй 3 том банк валютын зах зээлд чухал нөлөөтэй байна. Өөрөөр хэлбэл арилжааны хэмжээ маш их байгаа цөөн тоглогчид валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтэд улмаар валют солилцооны ханшийн хүлээлтэд нөлөөлснөөр уг зах зээлийн бусад оролцогчдын арилжаанд нөлөөлдөг байх магадлал өндөр байна.

Гадаад валютын зах зээлд оролцогчид нь зан төлөв болон гүйцэтгэх үүргийн хувьд ялгаатай байдаг. Зах зээлд оролцогчдын ялгааг тодорхойлох хүчин зүйл бол тэдгээрийн валютын арилжаа хийх сэдэл юм. Зах зээлд оролцогчдын ихэнх нь бизнесийн үйл ажиллагаатай холбоотойгоор валютын арилжаа хийдэг. Тухайлбал, экспортлогчид нь экспортын үйл ажиллагааны орлогоос бий болсон валютыг байнга

⁴ Гадаад валютын эргэлтийн хэмжээ нь “Төрийн болон албаны нууцын тухай хууль”-ийн 5.1.2-т заасны дагуу албаны нууцад хамаарах мэдээлэл тул А.Энхжингийн илтгэлээс авсан 2018 оны мэдээллийг ашигласан бөгөөд нийт арилжааны мэдээллийг индексжүүлсэн хэлбэрээр ашигласан.

худалддаг, импортлогчид импортоор авсан барааны төлбөрөө гүйцэтгэхийн тулд валют худалдаж авдаг, валютын өртэй зээлдэгчид зээлээ төлөхийн тулд валют худалдан авдаг бол гадаадын хөрөнгө оруулалтай компаниуд толгой компаниас орж ирдэг үйл ажиллагааны зардлын сангаас валют худалддаг. Иймэрхүү эдийн засгийн сэдэл бүхий арилжааг *жинхэнэ эрэлт* эсвэл *жинхэнэ нийлүүлэлт* гэнэ. Энэхүү жинхэнэ арилжаа нь голдуу нэг чиглэлтэй (худалдах эсвэл худалдан авах) байдаг.

Нөгөө талдаа зарим оролцогчид ашиг олох зорилгоор валют худалдах болон худалдан авах гэсэн хоёр чиглэлтэй арилжаа хийдэг. Энэ арилжаа нь нэн богино хугацаанд тухайлбал нэг өдөрт хэрэгждэг онцлогтой бөгөөд маш их спекуляцын шинж чанартай байдгаас гадна арилжааны хэмжээ болон худалдах ба худалдан авах давтамж өндөр байдаг. Уг арилжаа нь эдийн засгийн сэдэл агуулаагүй харин ашиг олох зорилготой тул оролцогчийн зах зээлд гүйцэтгэх үүрэг нь нэн уян хатан бөгөөд валют нийлүүлэгчээс валют худалдан авагч эсрэгээрээ валют худалдан авагчаас нийлүүлэгчид хурдан хувирч байдаг.

Монгол улсын валютын зах зээлд оролцогчдын хувьд ББСБ болон зарим банк ашиг олох зорилгоор валют арилжаанд оролцдог. Ерөнхийдөө аж ахуйн нэгжийн хувьд бодит салбарт үйл ажиллагаа эрхэлдэг аж ахуйн нэгжүүд жинхэнэ эрэлт болон нийлүүлэлтийн арилжаа хийдэг харин санхүүгийн салбарт үйл ажиллагаа эрхэлж буй аж ахуйн нэгжүүд ашиг олох зорилгоор валют арилжаанд оролцдог. Хэрэв гадаад валютын зах зээлд ашиг олох зорилго бүхий арилжаа давамгайлж байвал нэг талдаа зах зээлийн хөрвөх чадвар сайжрах боловч нөгөө талдаа ханшийн хэлбэлзлийг нэмэгдүүлнэ. Ашиг олох зорилготой арилжаанд оролцогчдын хувьд нийт худалдан авалтын нийт арилжаанд эзлэх хувь хэмжээ бараг тэг байдаг. Гэхдээ энэ талын мэдээлэл хязгаарлагдал байгаа тул тодорхой дүгнэлт хийх боломжгүй юм⁵. Тиймээс Монголбанк зохицуулалтын үйл ажиллагаандаа энэ талын судалгаа мэдээллийг бүрдүүлж ашиглах нь зүйтэй юм.

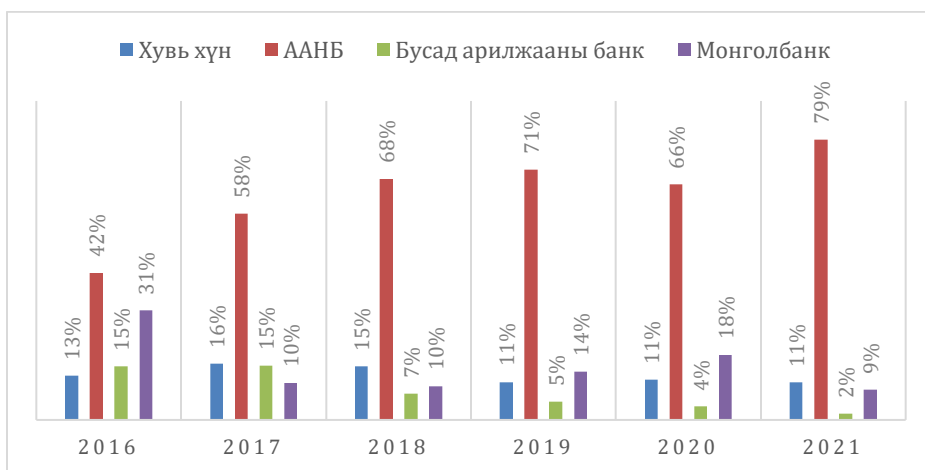
⁵ Монголбанкны НУС33Г- аас анхааруулснаар гадаад валютын эргэлт болон түүний бүтэцтэй холбоотой мэдээлэл нь “Төрийн болон албаны нууцын тухай хууль”-ийн 5.1.2-т заасны дагуу төрийн хамгаалалтад байх мэдээлэл буюу албаны нууцад хамаарах мэдээлэл юм байна.

4. Валютын захын эрэлт, нийлүүлэлтийн шинжилгээ

4.1. Гадаад валютын эрэлт, нийлүүлэлтийн бүтэц

Гадаад валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийг зах зээлд оролцогчдын бүлгээр тодорхойлон судлах боломжтой юм. Сүүлийн 5 жилийн дундажаар валют арилжааны нийт эргэлтийн 61 хувь нь аж ахуйн нэгж байгууллага харин 13 хувь нь хувь хүмүүс байна (Зураг 9). Тиймээс валютын эрэлт, нийлүүлэлтэд аж ахуйн нэгжийн бүлгийн үзүүлэх нөлөө харьцангуй их байна.

Зураг 9. Валют арилжааны эргэлт, оролцогчдын төрлөөр, 2016-2021



Эх сурвалж: Монголбанкны мэдээлэлд үндэслэсэн судлаачийн тооцоолол
Тайлбар: Арилжааны жилийн нийт эргэлтийг 2016 оны хэмжээг 100 гэж индексжүүлсэн, 2021*оны эхний 5 сарын байдлаар

Манай орны хувьд валютын зах зээлд оролцогчдын бүлгээр арилжааны тоо мэдээлэл нууцын зэрэглэлд байдаг тул төлбөрийн тэнцлийн мэдээлэлд тулгуурлан валютын захын эрэлт, нийлүүлэлтийг судалсан.

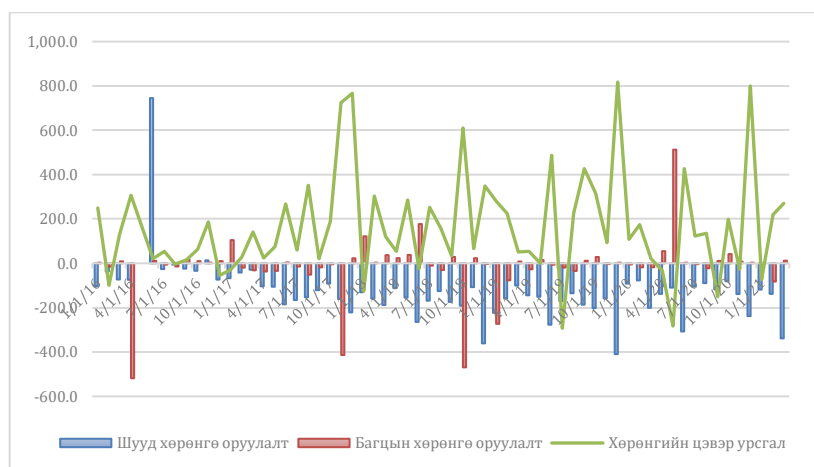
Зураг 10. Валютын эрэлт, нийлүүлэлт оролцогчдын төрлөөр



Эх сурвалж: Төлбөрийн тэнцлийн мэдээлэлд үндэслэсэн судлаачийн тооцоолол
Тайлбар: 2021 оны хувьд оны эхний 3 сарын байдлаарх мэдээлэл.

Зураг 10-т дотоодын валютын зах зээлд оролцогчдын цэвэр эрэлт болон нийлүүлэлтийг 2016-2021 оны байдлаар харууллаа. Аж ахуйн нэгж, байгууллагын (ААНБ) бүлэг нь ихэнх тохиолдолд валютын цэвэр эрэлт буюу илүүдэл эрэлт бий болгодог. Энэхүү эрэлтийн илүүдэл нь зарим компани импортоо санхүүжүүлэх, гадаад өр төлбөрөө төлөх зэрэг бизнесийн үйл ажиллагаагаа дэмжихэд чиглэсэн валютын хэрэгцээ өндөр байдгаас үүдэлтэй. Гадаад валютын энэхүү хэрэгцээ тогтвортой байх тул илүүдэл эрэлт үүсэх нь мөн удаан хадгалагдаж байна. Гэхдээ зарим тохиолдолд ААНБ-ын бүлэг цэвэр нийлүүлэлт бий болгож өөрчлөгдөж байна. Харин хувь хүмүүсийн бүлэг нь гол төлөв цэвэр эрэлтийг бий болгож байгаа бөгөөд харьцангуй тогтвортой байна.

Зураг 11. Хөрөнгийн цэвэр урсгал болон бусад хөрөнгө оруулалт, сая ам.доллор



Эх сурвалж: Төлбөрийн тэнцлийн мэдээлэлд үндэслэсэн судлаачийн тооцоолол
Тайлбар: 2016 оны 5 сарын мэдээллийг хассанаар.

Валютын зах зээлд дотоодын оролцогчдоос гадна цэвэр нийлүүлэлт бий болгодог гадаадын оролцогчид нь валютын ханшийн хөдөлгөөнд эерэг нөлөө үзүүлдэг. Валютын зах зээл бүхэлдээ илүүдэл эрэлттэй байгаа боловч нийлүүлэлтийн талаас төгрөгийн ханш чангарах нөлөө үзүүлж болно. Гадаад валютын нийлүүлэлийн эерэг нөлөөнөөс гадна гадаадын хөрөнгийн урсгалын шинж байдлаас үүдэн тогтворгүй байх асуудал үүсдэг. Гадаадаас орох хөрөнгийн урсгал нь гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт, багцын хөрөнгө оруулалт болон бусад хөрөнгө оруулалтаас бүрдэнэ. Багцын хөрөнгө оруулалт нь хувьцаа болон Засгийн газрын өрийн бичиг зэрэг хөрвөх чадвар өндөртэй хөрөнгөөс бүрдэнэ. Манай орны хувьд хөрөнгийн цэвэр урсгалд багцын хөрөнгө оруулалт нь шууд хөрөнгө оруулалт болон бусад хөрөнгө оруулалтаас илүү нөлөө үзүүлдэг⁶.

Багцын хөрөнгө оруулалт нь харьцангуй богино хугацаатай тул эрсдэл өндөр байна. Хөрөнгө гадагш гарахад төгрөгийн ханш сулардаг бол гаднаа хөрөнгө нийлүүлэхэд төгрөгийн ханш чангардаг. Валютын ханшийн түүхэн өгөгдлөөс харахад нэрлэсэн болон бодит ханшийн хөдөлгөөнд гадаад хүчин зүйлийн нөлөөлөл өндөр бөгөөд эерэг болон сөрөг ассиметрик шинжтэй гажилтууд ажиглагдсан (С.Дэмбэрэл, 2018). Энэ нь хөрөнгийн дотогш болон гадагш урсгалын ханшид үзүүлэх нөлөө нь харилцан адилгүй үр дүн үзүүлж байна гэсэн үг. Энэхүү

⁶ Хөрөнгийн цэвэр урсгал болон шууд хөрөнгө оруулалт, багцын хөрөнгө оруулалтын хамаарлын шинжилгээний үр дүнд үндэслэв.

асимметрик үр нөлөө гарах нэг шалтгаан бол дотоодын эрэлт, нийлүүлэлтийн нөхцөл нь илүүдэл эрэлттэй байгаа явдал юм. Гадаадаас орох валютын нийлүүлэлт нь төгрөгийн ханшид эерэг нөлөө үзүүлэхийн өмнө илүүдэл эрэлтийг хангахад чиглэж байна.

4.2. Валютын эрэлт, нийлүүлэлт болон ханшийн харилцан нөлөөлөл

Микро хүчин зүйлийн шинжилгээ

Өмнөх хэсэгт дурдсанчлан судалгаанд микро эдийн засгийн эрэлт, нийлүүлэлтийн арга зүйг ашиглах бөгөөд валютын зах зээл нь үр ашиг бүхий өрсөлдөөнт зах зээл гэж үзнэ. Ингээд валют солилцооны ханшийг тодорхойлж буй валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийн хүчин зүйлсийг ашиглан математик тооцооллын тэгшитгэлийг байгуулсан. Төлбөрийн тэнцлийн кредит талыг валютын нийлүүлэлт, дебит талыг валютын эрэлт гэж авсан. Тиймээс гадаад валютын нийлүүлэлт өсөхөд валютын ханш доош шилжих буюу валютын үнэ буурна. Үүний эсрэгээр гадаад валютын эрэлт нэмэгдэхэд валютын ханш дээш шилжих буюу валютын үнэ өснө. Энэ хүрээнд төлбөрийн тэнцлийн хүчин зүйлсийн нөлөөллийг авч үзэх бөгөөд валютын захын талаарх мэдээллийн хязгаарлагдмал байдал, хүчин зүйлсийн харилцан хамаарлыг тогтооход үүсэх бэрхшээл зэргээс үүдэн зарим хүчин зүйлсийг авч үзээгүй болно.

$$e_{t+1}=f(\text{Эрэлт (+эерэг хамаарал)}, \text{Нийлүүлэлт (-сөрөг хамаарал)})$$

$$e_{t+1}= e_t + (r_{ed} \times \text{Эрэлт}_i) - (r_{es} \times \text{Нийлүүлэлт}_i)$$

e_{t+1} – дараагийн сарын валютын ханш

e_t – тухайн сарын валютын ханш

r_{ed} – валютын ханш ба эрэлтийн хүчин зүйлийн корреляцын коэффициент

r_{es} - валютын ханш ба нийлүүлэлтийн хүчин зүйлийн корреляцын коэффициент

Судалгаанд төлбөрийн тэнцлийн үзүүлэлтээс импортын төлбөр, үйлчилгээний төлбөр, орлогын гадагш урсгал (эрэлтийн хүчин зүйл), экспортын орлого, үйлчилгээний орлого, орлогын дотогш урсгал, цэвэр шилжүүлэг, хөрөнгийн цэвэр шилжүүлэг, шууд хөрөнгө оруулалт, багцын хөрөнгө оруулалт, бусад хөрөнгө оруулалт (нийлүүлэлтийн хүчин зүйл) зэрэг нь валютын ханшид нөлөөлөх гол хүчин зүйлс гэж үзэв.

Хүснэгт 2. Валютын ханш болон эрэлт, нийлүүлэлтийн хүчин зүйлсийн корелляц

		Эрэлтийн хүчин зүйл			Нийлүүлэлтийн хүчин зүйл							
		Импорт	Үйлчилгээний төлбөр	Орлогын гадагш урсгал	Экспорт	Үйлчилгээний орлого	Орлогын дотогш урсгал	Цэвэр шилжүүлэг	Капиталын цэвэр шилжүүлэг	Шууд хөрөнгө оруулалт	Багцын хөрөнгө оруулалт	Бусад хөрөнгө оруулалт
Валют солилцооны ханш	Pearson Correlation	.617**	.396**	.485**	.592**	.124	.786**	.192	.118	-.310**	.148	.181
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.285	.000	.096	.310	.006	.201	.118
	N	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76

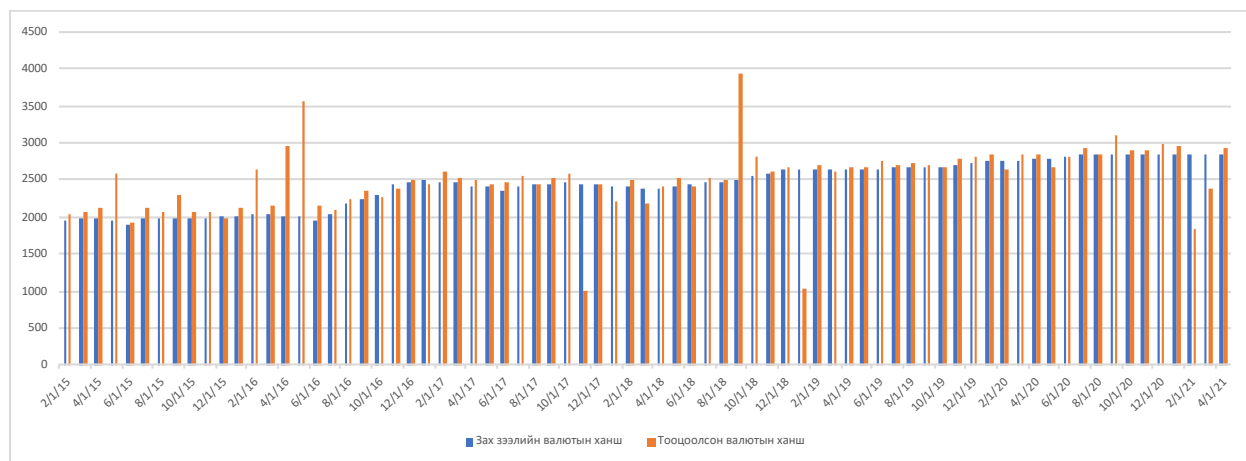
Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Корелляц болон регрессийн олон хүчин зүйлийн шинжилгээ хийхэд валютын ханш болон эрэлт, нийлүүлэлт нягт хамааралтай ($R=0.684$) бөгөөд валютын ханшийн өөрчлөлтийн 46,8 хувийг эрэлт болон нийлүүлэлтийн хүчин зүйлээр харин үлдсэн 53,2 хувийг бусад хүчин зүйлээр тайлбарлаж болохоор байна. Загвар нь бүхэлдээ статистикийн ач холбогдол бүхий хамааралтай бөгөөд алдааны магадлал маш бага гарсан. Импорт, үйлчилгээний төлбөр, орлогын гадагш урсгал, экспорт, орлогын дотогш урсгал болон шууд хөрөнгө оруулалт гэсэн зургаан хувьсагч нь валютын ханштай болон өөр хоорондоо ач холбогдол бүхий хамааралтай байна.

Зураг 12. Валютын ханшийн хэлбэлзэл



Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Шинжилгээ хийсэн нийт хугацааны (2015-2021.03) 71 хувьд тооцоолсон ханш нь тухайн үеийн зах зээлийн бодит ханшаас өндөр байгаа нь гадаад валют зах зээлд дутуу үнэлэгдэж буйг илтгэнэ. Энэ хугацаанд 7 удаа тооцоолсон ханш огцом өндөр гарсан. Үүний шалтгаан нь эдгээр сард эрэлтийн хүчин зүйлс харьцангуй тогтвортой

байсан бол багцын хөрөнгө оруулалт огцом буурснаас нийлүүлэлтийн нийт өөрчлөлт огцом буурсан байна. Тооцоолсон ханш зах зээлийн бодит ханшаас өндөр байгаа нь инфляцын дарамтыг бууруулах үүднээс импортлогчдын ашиг сонирхолыг хамгаалах бодлого хэрэгжүүлж байгааг илтгэнэ.

Харин судалсан хугацааны 29 хувьд тооцоолсон ханш нь зах зээлийн ханшаас бага буюу гадаад валют зах зээлд илүү үнэлэгдсэн байна. Тооцоолсон ханш 4 тохиолдолд бодит ханшаас хэт бага байгаа бөгөөд эдгээр тохиолдолд эрэлтийн хүчин зүйлс харьцангуй тогтвортой харин багцын хөрөнгө оруулалтын огцом өсөлтөөс үүдэн нийлүүлэлтийн хүчин зүйлийн нийт өөрчлөлт огцом өссөнөөр тайлбарлагдана (Хавсралт хүснэгт 1-3). Шинжилгээний энэхүү үр дүн нь өмнөх хэсэгт хийсэн зах зээлийн бүтцийн шинжилгээний дүгнэлтийг баталж байна.

Ерөнхийдөө шинжилгээ хийсэн хугацааны ихэнх үед тооцоолсон ханш нь зах зээлийн бодит ханшаас өндөр байгаагийн шалтгаан тодорхой хэмжээнд нийлүүлэлтийн хүчин зүйлээр тайлбарлагдах боловч албан бус хүчин зүйл буюу ямар нэг өөр зүйлсийн нөлөө өндөр байна. Гэхдээ ОУВС-ийн зөвлөмжийн дагуу төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийг сулруулах буюу гадаад валютын орох урсгалыг нэмэгдүүлэх бодлого хэрэгжүүлж байгааг тэмдэглэх хэрэгтэй. Мөн түүнчлэн сүүлийн 10 жилд үйлчилгээний алдагдлын улмаас урсгал данс байнга алдагдалтай байна.

Тиймээс манай улсын валютын зах зээл болон валютын ханш нь гадаадын хөрөнгө оруулалт түүн дотроо багцын хөрөнгө оруулалтаас ихээхэн хамааралтай эрсдэл өндөртэй байна. Тоон шинжилгээнд зах зээлийн бодит ханш болон тооцоолсон ханшийн зөрүү их байгаа нь судалгаанд авч үзээгүй өөр хүчин зүйлийн нөлөө өндөр байгааг илэрхийлнэ. Тухайлбал, зах зээлийн нөхцөл байдал, улс төрийн орчин, интервенцийн зохицуулалт, эрх зүйн орчны өөрчлөлт зэргийг дурьдаж болно.

Макро хүчин зүйлийн шинжилгээ

Энэхүү хэсэгт гадаад валютын ханшид макро эдийн засгийн хувьсагчид хэрхэн нөлөөлдөг, тэр дундаа төлбөрийн тэнцэл ханшид хэрхэн нөлөөлдөг болохыг эконометрикийн аргачлал болох энгийн хугацааны хожимдолтой авторегрессив

загвар (ARDL), Pesaran, Shin ба Smith-PSS (2001) нарын хөгжүүлсэн ARDL хязгаарын тест (ARDL long run form and bound test) ашиглан шинжиллээ.

Загварын ерөнхий тавил:

$$\ln(\text{ханш})_t = \alpha + \sum_{j=1}^n \beta_j (\text{ханш})_{t-j} + \sum_{j=0}^n \gamma_j \ln(\text{ДНБ})_{t-j} + \sum_{j=0}^n \varphi_j \ln(\text{төлбөрийн тэнцэл})_{t-j} + \sum_{j=0}^n \omega_j \ln(\text{төсвийн зардал}) + \sum_{j=0}^n \delta_j \ln(\text{инфляц}) + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Энд: Ханш_t нь тухайн үеийн бодит үйлчилж буй ханш, Ханш_{t-j} нь өмнөх үеийн бодит үйлчилж буй ханш ДНБ нь 2010 оны сууриар илэрхийлэгдсэн бодит дотоодын нийт бүтээгдэхүүн, төсвийн зардал нь төсвийн зардлын хэмжээ, инфляц нь хэрэглээний үнийн индексийг илэрхийлнэ.

Хоёрдугаарт, ARDL хязгаарын тест-PSS нь хувьсагчдын урт хугацааны хамаарлыг шалгахад өргөнөөр хэрэглэгддэг судалгааны арга зүй юм.

$$\ln(\text{ханш})_t = \alpha + \beta_1 * \ln(\text{ДНБ})_{t-j} + \beta_2 * \ln(\text{төлбөрийн тэнцэл})_{t-j} + \beta_3 * \ln(\text{төсвийн зардал}) + \beta_4 * \ln(\text{инфляц}) + u_t \quad (2)$$

Энд u_t нь *iid* алдааны утга болно. PSS аргаар урт хугацааны хамаарлыг шалгахдаа (i) тайлбарлагч хувьсагч нь I(2) болон үүнээс доош процесс, (ii) тайлбарлагдагч хувьсагч нь I(1) процесс, (iii) тайлбарлагдагч хувьсагч нь тайлбарлагч хугацааны урт хугацааны хандлагыг дагах боловч эсрэг тохиолдол биелэхгүй хэмээн таамаглал дэвшүүлдэг. Бидний үнэлгээний хувьд ДНБ, төсвийн зардал болон инфляц нь I(1), тайлбарлагдагч хувьсагч бодит үйлчилж буй ханш нь I(0) процесс байгаа тул ARDL-PSS үнэлгээг хийсэн.

Өгөгдлийн хэсэг

Судалгаанд 2009-2020 оны сараарх нийт 144 сарын өгөгдлийг ашиглалаа. Загварт ханш буюу бодит үйлчилж буй ханш (REER) болон ханшид нөлөөлөгч хүчин зүйлс болох бодит ДНБ, төсвийн зардлын хэмжээ болон инфляц гэсэн 4 хувьсагчийг оруулсан. Хувьсагчдыг логарифмчилж, улирлын нөлөөг засварлан үнэлгээнд оруулав (Хүснэгт 3).

Хүснэгт 3. Өгөгдлийн тайлбар

№	Хувьсагч	Тайлбар	Эх сурвалж
1	Ханш	Бодит үйлчилж буй ханш	Монголбанк
2	Бодит ДНБ	2010 оны зэрэгцүүлэх үнээр илэрхийлсэн бодит ДНБ (Eviews програм ашиглан сарын давтамжид шилжүүлсэн) ⁷	Үндэсний статистикийн хороо
4	Төсвийн зардал	Төсвийн зардын хэмжээ	Үндэсний статистикийн хороо
2	Инфляц	Хэрэглээний үнийн индекс	Үндэсний статистикийн хороо

Үнэлгээний үр дүн

Ханшид нөлөөлөгч хүчин зүйлсийн тодорхойлохдоо eviews програмын тусламжтай энгийн ARDL загварыг үнэлж, ARDL хязгаарын тестийн үнэлгээг хийлээ. Тэгшитгэл (1) буюу Энгийн ARDL үнэлгээний үр дүнд⁸:

Хувьсагч	Кoeffициен Магадлал.*	
	t	
ln(ханш) (-1)	0.966326	0.0000
ln(төлбөрийн тэнцэл)	0.004518	0.0424
ln(төлбөрийн тэнцэл)(-1)	0.002374	0.2918
ln(төлбөрийн тэнцэл) (-3)	0.004955	0.0262
ln(ДНБ)	-0.069562	0.0351
ln(ХҮИ)	-1.521917	0.0000
ln(ХҮИ) (-1)	-1.260850	0.0024
ln(ХҮИ) (-7)	0.853281	0.0326
ln(ХҮИ) (-11)	0.655891	0.0577
ln(ХҮИ) (-12)	-0.573563	0.0058
ln(Төсвийн зардал) (-1)	-0.017807	0.0266
C	0.837761	0.0087
R-squared	0.965354	
Adjusted R-squared	0.958895	
S.E. of regression	0.016184	

⁷ Low to high frequency method нь quadratic байхаар сонгосон.

⁸ AIC, SIC болон бусад шалгуурыг харгалзан ARDL (2,0,3, 1,12) загвар нь ханш болон түүнд нөлөөлөгч хүчин зүйлсийн хоорондын хамаарлыг хамгийн сайн тайлбарлаж байв.

Sum squared resid	0.030906
Log likelihood	393.9320
F-statistic	149.4508
Prob(F-statistic)	0.000000

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоо

Ханш нь өөрийн өмнөх сарын утгаас ихээхэн хамаарах бөгөөд өмнөх сарын утгын 96% нь хадгалагддаг байна. Дотоодын нийт бүтээгдэхүүний буюу манай улсын нийт орлогын хэмжээ нэмэгдэх нь төгрөгийн ханшийг сулруулж байна. Энэ нь манай улсын иргэд орлого нэмэгдэхэд экспортоос илүүтэйгээр импортын хэмжээгээ нэмэгдүүлдэг, дотоодын үйлдвэрлэлд импортын тоног төхөөрөмж, түүхий эд дийлэнх хувийг бүрдүүлдэг гэх зэрэг орлого дагаж валютын ханшийн эрэлтийг өсгөдөг хандлагатай холбоотой байж болох юм. Мөн түүнчлэн инфляц нь ханшид тухайн сараас эхлэн жилийн дараа хүртэл нөлөөлдөг буюу инфляц өсөх буурах шокийн нөлөө нь ханшид жил хүртэлх хугацаанд нөлөөлдөг. Харин төсвийн зардлын өсөлт нь ханшид сөрөг нөлөөтэй буюу төсвийн зардал 10%-иар өсөх нь ханшийг сарын дараа 1.78%-иар сулруулах нөлөөтэй байна.

Төлбөрийн тэнцэл ашигтай гарах нь ханшид эерэг нөлөөтэй буюу төлбөрийн тэнцлийн ашиг 10%-иар нэмэгдэх нь төгрөгийн ханшийг тухайн сардаа болон 1, 3 сарын дараа 0.05%, 0.02%, 0.05%-иар тус тус чангаруулдаг байна.

Харин ARDL хязгаарын тестийн үнэлгээний үр дүнд гадаад валютын ханш болон импортын хэмжээ нь урт хугацааны хамааралтай бөгөөд дараах үр дүн гарлаа.

$$\ln(\text{ханш})_t = 29.3439 - 2.4365 * \ln(\text{ДНБ})_{t-j} + 0.3783 * \ln(\text{төлбөрийн тэнцэл})_{t-j} - 0.8854 * \ln(\text{төсвийн зардал}) - 4.0502 * \ln(\text{инфляц})$$

Дээрх энгийн ARDL загварын үр дүн нь тухайн хувьсагчийн тухайн сард үзүүлэх нөлөөг харуулдаг бол ARDL хязгаарын тест нь тухайн хувьсагчийн урт хугацааны нийт нөлөөг хэмжиж харуулдаг. Өөрөөр хэлбэл манай улсын Дотоодын нийт бүтээгдэхүүн 1%-иар өсөх нь урт хугацааны туршид ханшийг 2.4%-иар сулруулах, төлбөрийн тэнцэл 1%-иар илүү ашигтай гарах нь урт хугацаанд ханшийг 0.38%-иар чангаруулах, төсвийн зардлыг 1%-иар тэлэх нь урт хугацаанд ханшийг

0.89%-иар сулруулах, инфляц 1%-иар нэмэгдэх нь ханшийг 4%-иар чангаруулах тус тус нөлөөтэй байдаг байна.

5. Дүгнэлт

Монгол улсад 1996 оноос валютын хөвөгч ханшийн дэглэм бүрэн үйлчилж эхэлснээр төрийн бодлого нь богино хугацааны ханшийн хэт хэлбэлзлийг бууруулах замаар валютын захын тогтворжилтыг хангахад гол анхаарлаа хандуулж байгаа тул валютын ханш нь бодлогын хувьсагч гэхээсээ илүү мэдээллийн үүрэг гүйцэтгэж байна. 1994 онд батлагдсан Валют зохицуулалтын хуулинд тодорхойлсноор “Эрх бүхий банк, бирж, брокерийн компаниас эрэлт, нийлүүлэлтийн үндсэн дээр хийж байгаа валютын худалдаа арилжааны үйл ажиллагааг Монгол улсын валютын зах” гэнэ.

Монголбанк үндэсний мөнгөн тэмдэгт төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах үүднээс валютын гүйлгээг зохицуулах, хэрэгжүүлэх, хянахаас гадна ГВУН-ийг удирддаг бол СЗХ гадаад валютын арилжаа эрхлэх тусгай зөвшөөрөл олгох, тусгай зөвшөөрөлтэй ББСБ-ын үйл ажиллагаанд хяналт тавьдаг. Харин засгийн газар гадаад валютын эх үүсвэрийг нэмэгдүүлэх, төлбөрийн тэнцлийг сайжруулах арга хэмжээ авдаг. Манай улсын гадаад валютын зах зээлд валют арилжих хэрэгцээтэй хувь хүн, аж ахуйн нэгж, арилжааны банк, банк бус санхүүгийн байгууллага болон гадаад валютын диллерүүд гадаад валютын гүйлгээ хийх бөгөөд валютын ханш нь валютын захын эрэлт хэрэгцээнд үндэслэн тогтоно.

Монголбанк валютын ханшийн тодорхой түвшинг хадгалахад чиглэх бус харин богино хугацааны ханшийн хэлбэлзлийг бууруулах, валютын зах зээлийг тогтворжуулах, спекулятив дайралтаас хамгаалах, гадаад валютын албан нөөцийг бүрдүүлэх зорилгоор валют арилжааны спот захад дуудлага худалдаа зохион байгуулах, цахим талбар болон дуудлага худалдааны бус хэлбэрээр оролцдог. Монголбанкны интервенц нь дүрэмд суурилсан бус дискрет интервенцийн төрөлд хамаарах бөгөөд 2019 болон 2020 онд оролцоо маш их нэмэгджээ.

Гадаад валютын захын үйл ажиллагаа жилээс жилд өсөн идэвхжиж байгаа бөгөөд валют арилжааны хэмжээ нь эдийн засгийн идэвхжилийг даган өсч, буурдаг байна. Манай улс валютын хөвөгч ханшийн дэглэмд шилжсэнээс хойш төгрөгийн ханш сулрахаас гадна хэлбэлзэл нэлээд нэмэгдсэн. Валютын арилжааг санхүүгийн

арга хэрэгсээр авч үзвэл спот захын арилжааны хэмжээ харьцангуй нэмэгдэж байгаа бөгөөд форворд, своп зэрэг бусад арга хэрэгслийг хөгжүүлэхэд бодлогоор анхаардаг. Харин гадаад валютын зах зээлд зонхилох валют нь ам.доллар болон юань байна.

Гадаад валютын зах зээлд арилжааны банк болон ББСБ нь гадаад валютын зах зээл бий болгогчид бөгөөд аж ахуйн нэгж, байгууллага болон хувь хүмүүс нь зах зээлд оролцогчид юм. Валютын зах зээлийн бүтцийн үзүүлэлтээс харахад манай улсын валютын зах зээлд цөөн тооны тоглогчид давамгайл байр суурь эзэлдэг. Зах зээл бий болгогчдын талаас авч үзвэл нийт валют арилжааны 69 хувийг гүйцэтгэж буй 3 том банк валютын зах зээлд чухал нөлөөтэй байна. Харин ББСБ нь нийт арилжааны 5 хувийг зөвхөн бэлэн бус хэлбэрээр гүйцэтгэдэг. Тиймээс арилжааны хэмжээ маш их байгаа цөөн тоглогчид валютын зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтэд улмаар валют солилцооны ханшийн хүлээлтэд нөлөөлснөөр уг зах зээлийн бусад оролцогчдын арилжаанд нөлөөлдөг байх магадлал өндөр байна.

Аж ахуйн нэгжийн хувьд бодит салбарт үйл ажиллагаа эрхэлдэг аж ахуйн нэгжүүд эдийн засгийн үйл ажиллагаагаа дэмжих зорилгоор арилжаа хийдэг бол санхүүгийн салбарт үйл ажиллагаа эрхэлж буй аж ахуйн нэгжүүд ашиг олох зорилгоор валют арилжаанд оролцдог. Хэрэв гадаад валютын зах зээлд ашиг олох зорилго бүхий арилжаа давамгайлж байвал нэг талдаа зах зээлийн хөрвөх чадвар сайжрах боловч нөгөө талдаа ханшийн хэлбэлзлийг нэмэгдүүлнэ. Тиймээс Монголбанк зохицуулалтын үйл ажиллагаандаа энэ талын судалгаа мэдээллийг бүрдүүлж ашиглах нь зүйтэй юм.

Валютын зах зээлийн бүтцийн шинжилгээнээс харахад аж ахуйн нэгж, байгууллагын бүлэг нь ихэнх тохиолдолд валютын цэвэр эрэлтийг бий болгодог боловч заримдаа цэвэр нийлүүлэлт бий болгож өөрчлөгдөж байна. Харин хувь хүмүүсийн бүлэг нь гол төлөв цэвэр эрэлтийг бий болгодог бөгөөд харьцангуй тогтвортой байна.

Валютын зах зээлд дотоодын оролцогчдоос гадна цэвэр нийлүүлэлт бий болгодог гадаадын оролцогчид нь валютын ханшийн хөдөлгөөнд эерэг нөлөө үзүүлдэг боловч тогтворгүй байх асуудал үүсдэг. Гадаадаас орох хөрөнгийн урсгал

нь гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт, багцын хөрөнгө оруулалт болон бусад хөрөнгө оруулалтаас бүрдэнх бөгөөд багцын хөрөнгө оруулалт нь хөрөнгийн цэвэр урсгалд нь шууд хөрөнгө оруулалт болон бусад хөрөнгө оруулалтаас илүү нөлөө үзүүлдэг. Багцын хөрөнгө оруулалт нь харьцангуй богино хугацаатай тул хөрөнгийн дотогш болон гадагш урсгалын ханшид үзүүлэх нөлөө нь харилцан адилгүй үр дүн үзүүлдэг байна. Энэхүү асимметрик үр нөлөө гарах нэг шалтгаан бол дотоодын эрэлт, нийлүүлэлтийн нөхцөл нь илүүдэл эрэлттэй байгаа явдал юм. Гадаадаас орох валютын нийлүүлэлт нь төгрөгийн ханшид эерэг нөлөө үзүүлэхийн өмнө илүүдэл эрэлтийг хангахад чиглэж байна.

Валютын бодит ханшид нөлөөлөх макро хүчин зүйлийн хувьд ДНБ болон төсвийн зардал сөрөг нөлөөтэй бол төлбөрийн тэнцэл ашигтай гарахад эерэг нөлөө үзүүлдэг харин инфляц өсөх буурах шокийн нөлөө нь ханшид жил хүртэлх хугацаанд нөлөөлдөг. Манай улсын хувьд орлого нэмэгдэхэд экспортоос илүүтэйгээр үйлдвэрлэлийн тоног төхөөрөмж, түүхий эдийн импортын хэмжээ нэмэгддэг тул ДНБ өсөлтийг дагаж валютын ханшийн эрэлт нэмэгддэг хандлагатай байна. Валютын эрэлт, нийлүүлэлтийн микро болон макро хүчин зүйлсийн шинжилгээнд валютын ханш өмнөх сарын утгаас өндөр хамааралтай гарсан

Микро хүчин зүйлийн шинжилгээ хийсэн нийт хугацааны ихэнх тохиолдолд тооцоолсон ханш нь тухайн үеийн зах зээлийн бодит ханшаас өндөр байгаа тул гадаад валют зах зээлд гол төлөв дутуу үнэлэгдэж байна. Мөн цөөн тохиолдолд тооцоолсон ханшийн огцом өндөр гарсан нь багцын хөрөнгө оруулалтын огцом бууралтаас үүдсэн нийлүүлэлтийн хүчин зүйлийн нийт өөрчлөлтийн огцом бууралтаар тайлбарлагдаж байна. Тооцоолсон ханш зах зээлийн бодит ханшаас өндөр байгаа нь инфляцын дарамтыг бууруулах үүднээс импортлогчдын ашиг сонирхолыг хамгаалах бодлого хэрэгжүүлж байгааг илтгэнэ.

Ерөнхийдөө шинжилгээ хийсэн хугацааны ихэнх үед тооцоолсон ханш нь зах зээлийн бодит ханшаас өндөр байгаагийн шалтгаан тодорхой хэмжээнд нийлүүлэлтийн хүчин зүйлээр тайлбарлагдах боловч албан бус хүчин зүйл буюу ямар нэг өөр зүйлсийн нөлөө өндөр байна. Тухайлбал, зах зээлийн нөхцөл байдал,арилжаанд оролцогчдын үйл хөдлөл, улс төрийн орчин, зохицуулалтын эрх зүйн орчны өөрчлөлт зэргийг дурьдаж болно. Гэхдээ ОУВС-ийн зөвлөмжийн дагуу

төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийг сулруулах буюу гадаад валютын орох урсгалыг нэмэгдүүлэх бодлого хэрэгжүүлж байгааг тэмдэглэх хэрэгтэй.

Валютын ханш, валютын зах зээл илүү тогтвортой байх үндэс нь зах зээлийн бус оролцоогүй, аль болох эрэлт нийлүүлэлтээрээ зохицуулагдаж байх нь чухал болно. Жишээлбэл, төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш буурах нь эцсийн дүндээ экспортын болон валютын орлогыг нэмэгдүүлж, импортыг хязгаарлаж, төлбөрийн тэнцлийг хангах нөлөө үзүүлдэг байна. Монгол Улсын хувьд валютын ханш болон валютын зах зээл бол амин чухал бөгөөд төгрөгийн тогтвортой байдлыг хангах үндэс юм.

Гадаад валютын зах зээлийн эрэлт нийлүүлэлтийг аж ахуйн нэгж, арилжааны банк, ББСБ-ууд, хувь хүмүүс валютын ажрилжаанд оролцоход нь хөндлөнгөөс нөлөөлөх, аливаа заавар чиглэл өгөхөөс татгалзвал таарна. Ашиг орлогоо нуух, татвараас зугтах, хил, гаалийн мэдүүлгийг дутуу хийх, валютын орлого, бүртгэл төлбөр тооцоог будлиантуулах зэргээр илэрдэг мөнгө угаах ажиллагаатай тэмцэхэд хамралт ихтэй, ил тод валютын нэгдсэн зах зээлийг төлөвшүүлэх тэргүүн зэргийн зорилт мөн. Монгол Улсын гадаад валютын нөөц нь төгрөгийн худалдан авах чадварын баталгаа бөгөөд Монголбанк боломж гарвал гадаад валютыг худалдан авч байх нь төрийн мөнгөний бодлогын стратеги зорилт болохыг судалгаа харуулж байна. Төрийн эдийн засаг мөнгө, сангийн бодлого юуны өмнө экспортын үйлдвэрлэл, тэргүүний технологийг урамшуулж, валютын орлого нэмэгдүүлэх, зардал хэмнэх тээвэр ложистикийн зэрэг хүчин зүйлсийг дэмжин ажилласнаар гадаад валютын зах зээл тогтворжино гэсэн дүгнэлт хийж байна.

Ашигласан эх сурвалж

1. Donbusch, R. (1973). *Exchange Rate and Inflation*. Cambridge: MIT Press.
2. Clements, K. W. (1980). Exchange Rates, Money and Relative Prices: The Dollar-Pound in the 1920s. *Journal of International Economics* , 10, 249-262.
3. De-Gregorio, J. a. (1994). *Terms of Trade, Productivity, and the Real Exchange Rate*. Working Paper 94-19. New York: New York University.
4. Martin D.D. Evans., R. K. (2007). *Exchange Rate Fundamentals and Order Flow*. NBER, Working Paper 13151, Cambridge.
5. Д.Ган-Очир, Т.Оюунбаатар (2010). Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн тэнцвэрт түвшиний судалгаа.
6. Ч.Баттүвшин, Б.Чимэд-Осор, Р. Энхбат (2013). Валютын ханшид нөлөөлөгч макро эдийн засгийн хүчин зүйлүүдийг тодорхойлох нь .
7. Б.Цэнгүүнжав, С.Мөнхчимэг (2014). Төгрөгийн бодит ханшийн гажилт: BEER загвар.
8. Л.Даваажаргал. (2014). Тэнцвэрт ханш.
9. Ц.Бямбацогт, Б.Цэнгүүнжав (2016). *Валютын ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө*. УБ: Монголбанк.
10. А.Энхжин. (2018). Валютын зах зээлийн нөхцөл байдал: Төв банкны оролцоо. УБ.
11. Д.Баянзул, П.Мөнхбаяр О.Одгэрэл, Б.Мөнхзул, Х.Саруул (2018). Валютын ханш, түүнд нөлөөлөгч хүчин зүйлс.
12. Б.Мөнхзул, Л.Мижиддорж, Г.Амартүвшин (2018). Төгрөгийн тэнцвэрт ханшийн түвшин.
13. С.Дэмбэрэл. (2018). Төгрөг ба америк долларын солилцооны ханшийн тухай.
14. Монголбанк. (2020). *Монголбанкны жилийн тайлан*. УБ:
15. СЗХ. (2021, I ул). *ББСБ-уудын санхүүгийн тайлангийн нэгтгэлийн танилцуулга*. УБ.

Хавсралт

Хавсралт Хүснэгт 1. Эрэлтийн хүчин зүйлийн өөрчлөлт

Хугацаа	Импорт	Үйлчилгээний төлбөр	Орлогын гадагш урсгал	Нийт өөрчлөлт
	1	2	3	4=1+2+3
2/1/15	-8.31	-14.11	13.48	-8.94
3/1/15	6.39	-4.13	45.48	47.74
4/1/15	24.04	27.93	42.40	94.37
5/1/15	14.16	-11.66	53.09	55.58
6/1/15	-2.65	4.83	64.28	66.47
7/1/15	-4.00	-0.86	53.31	48.45
8/1/15	-3.82	-10.64	36.45	21.99
9/1/15	-4.58	2.40	39.70	37.52
10/1/15	-1.75	8.22	29.47	35.94
11/1/15	4.74	-5.62	31.63	30.75
12/1/15	-5.38	25.61	34.37	54.60
1/1/16	-19.61	5.95	31.55	17.90
2/1/16	-15.89	-16.85	40.00	7.26
3/1/16	37.26	17.14	58.26	112.66
4/1/16	5.98	3.99	32.45	42.41
5/1/16	9.09	23.62	46.01	78.72
6/1/16	4.99	-7.56	37.81	35.23
7/1/16	-0.45	-7.61	31.26	23.20
8/1/16	3.40	-0.62	28.75	31.53
9/1/16	-12.58	0.91	32.87	21.21
10/1/16	9.09	-0.24	26.84	35.69
11/1/16	-1.70	3.52	24.71	26.52
12/1/16	-6.15	-1.94	84.58	76.49
1/1/17	-0.23	-4.69	46.38	41.45
2/1/17	-14.29	-0.36	41.27	26.62
3/1/17	17.12	6.98	56.88	80.99
4/1/17	13.90	-6.44	51.91	59.38
5/1/17	6.73	3.26	55.06	65.05
6/1/17	7.75	4.77	111.29	123.81
7/1/17	-3.35	-3.35	53.79	47.09
8/1/17	2.67	4.85	68.88	76.40
9/1/17	-6.66	-3.73	70.73	60.34
10/1/17	3.55	7.39	63.94	74.88
11/1/17	-3.77	2.28	73.59	72.10

12/1/17	8.67	-0.64	125.44	133.47
1/1/18	-8.97	3.88	43.82	38.73
2/1/18	-0.56	2.65	45.90	47.99
3/1/18	7.63	-0.51	52.68	59.80
4/1/18	6.44	-2.25	54.17	58.36
5/1/18	20.77	-1.00	61.27	81.04
6/1/18	-2.23	5.25	105.35	108.37
7/1/18	-7.93	0.51	56.36	48.94
8/1/18	5.09	-2.77	72.42	74.74
9/1/18	0.40	4.21	56.94	61.56
10/1/18	-2.71	4.39	40.78	42.46
11/1/18	-3.26	-8.97	44.06	31.84
12/1/18	0.80	16.54	129.18	146.52
1/1/19	-3.68	-7.29	58.92	47.95
2/1/19	-21.39	1.94	58.74	39.29
3/1/19	28.00	0.82	67.53	96.35
4/1/19	4.39	-3.63	63.01	63.76
5/1/19	5.09	-2.19	60.25	63.14
6/1/19	4.50	1.77	128.10	134.36
7/1/19	5.48	-2.89	72.20	74.79
8/1/19	-2.20	1.73	106.92	106.44
9/1/19	-8.44	5.91	66.84	64.32
10/1/19	-5.07	2.25	71.62	68.81
11/1/19	7.16	-6.61	67.88	68.43
12/1/19	2.63	7.68	130.18	140.50
1/1/20	-7.55	-10.51	34.34	16.28
2/1/20	-26.32	-7.60	36.98	3.06
3/1/20	29.56	-6.40	35.80	58.96
4/1/20	2.18	-1.66	46.92	47.44
5/1/20	-2.50	12.45	45.18	55.13
6/1/20	9.21	-6.34	100.88	103.75
7/1/20	1.91	-2.98	58.98	57.92
8/1/20	4.12	-0.31	88.68	92.49
9/1/20	-4.51	17.63	48.67	61.79
10/1/20	4.29	-3.49	66.91	67.71
11/1/20	-6.70	-3.53	87.01	76.77
12/1/20	-5.40	6.26	123.09	123.95
1/1/21	7.50	-12.82	82.58	77.26
2/1/21	0.86	3.88	69.63	74.38
3/1/21	17.73	-1.40	73.01	89.34
4/1/21	-16.21	-12.84	72.24	43.19

Хавсралт Хүснэгт 2. Нийлүүлэлтийн хүчин зүйлийн өөрчлөлт

	Экспорт	Үйлчилгээний орлого	Орлогын дотогш урсгал	Цэвэр шилжүүлэг	Капиталын цэвэр шилжүүлэг	Шууд хөрөнгө оруулалт	Багцын хөрөнгө оруулалт	Бусад хөрөнгө оруулалт	Нийт өөрчлөлт
Хугацаа	5	6	7	8	9	10	11	12	13=5+6+7+8+9+10+11+12
2/1/15	-3.71	-4.24	-0.20	-0.14	-3.51	13.09	-49.36	-28.44	-76.50
3/1/15	-0.16	2.71	18.38	3.55	-2.76	-11.00	-44.47	10.03	-23.72
4/1/15	2.75	6.34	-20.13	-18.65	7.90	-3.20	-4.34	-13.23	-42.57
5/1/15	-8.39	-0.76	15.76	-15.78	1.24	12.14	-506.87	-78.43	-581.08
6/1/15	27.03	1.59	24.48	2.12	2.03	8.70	-9.94	-12.22	43.80
7/1/15	-9.50	2.16	-8.79	3.06	2.53	-2.00	-15.61	-82.91	-111.06
8/1/15	5.71	3.39	6.70	1.24	-4.38	5.63	-45.86	-13.12	-40.69
9/1/15	-15.89	-1.15	2.95	-1.70	5.78	-12.42	-278.60	29.50	-271.54
10/1/15	4.28	-2.27	-19.75	-2.08	-2.45	10.52	-15.61	-10.65	-38.00
11/1/15	-13.88	-2.23	0.90	-4.12	-3.31	19.85	-61.45	23.70	-40.53
12/1/15	38.42	-0.02	39.12	5.99	7.77	21.64	-11.05	-26.70	75.18
1/1/16	-17.99	-3.48	-29.70	-3.40	-7.53	32.09	-14.38	-58.28	-102.68
2/1/16	2.03	-2.07	-8.24	0.60	-0.78	11.53	-566.47	-36.78	-600.19
3/1/16	14.70	2.81	26.34	-6.62	5.44	22.59	-23.80	-26.48	14.97
4/1/16	-0.08	5.87	8.50	-0.22	3.46	23.01	-860.44	-92.32	-912.21
5/1/16	-2.21	1.09	-2.46	0.00	-1.99	-1197.50	-14.89	-262.29	-1480.26
6/1/16	9.02	4.36	33.47	-0.32	3.68	-231.02	39.00	-14.44	-156.25
7/1/16	-13.04	2.30	-1.57	-0.68	11.65	8.12	-22.52	-17.56	-33.31
8/1/16	13.97	3.24	-5.67	2.42	-6.66	1.74	21.56	-35.32	-4.73
9/1/16	-9.04	-4.83	-15.21	-6.44	3.21	7.42	-34.42	-25.39	-84.70
10/1/16	0.18	-2.42	12.86	4.13	-4.83	10.50	-6.96	60.06	73.53
11/1/16	33.99	0.59	-25.91	4.56	6.97	-4.19	-9.84	77.27	83.44
12/1/16	9.36	-2.95	51.12	-5.44	-3.13	22.75	29.73	-28.69	72.76
1/1/17	-22.55	-0.81	-20.32	-3.28	2.18	20.84	138.09	-19.10	95.06
2/1/17	0.50	-0.64	3.44	2.81	-5.72	12.93	-17.57	-111.32	-115.56
3/1/17	2.88	8.21	24.53	0.04	9.14	8.98	9.15	-61.25	1.68
4/1/17	17.11	-2.58	-13.66	0.31	-6.17	32.12	2.54	-44.83	-15.17
5/1/17	7.36	3.26	6.62	-1.57	7.69	32.74	-1.20	-8.31	46.58
6/1/17	-6.35	7.01	13.18	-1.54	-1.06	57.35	-16.50	-42.23	9.87
7/1/17	-17.97	2.20	-6.38	1.45	-1.83	51.26	-70.21	-43.90	-85.38
8/1/17	32.73	-0.71	1.25	-3.37	4.11	47.36	36.98	-40.06	78.29
9/1/17	-12.48	-3.54	-14.56	0.25	18.94	37.61	-9.53	-32.56	-15.87
10/1/17	14.82	-2.00	-30.23	-1.93	-3.82	28.35	-11.29	-32.73	-38.85
11/1/17	-12.91	-2.64	78.15	2.22	-5.49	49.95	1402.54	10.43	1522.25
12/1/17	5.79	0.41	15.34	0.34	0.89	68.67	-15.61	50.50	126.33

1/1/18	-8.22	-0.10	176.22	-3.01	1.22	40.49	64.55	-22.36	248.80
2/1/18	-13.22	-1.90	-3.84	-13.16	-4.23	49.45	-14.43	-37.86	-39.18
3/1/18	50.71	5.32	5.30	7.21	1.79	58.26	162.20	-21.98	268.82
4/1/18	0.80	1.28	-0.04	-11.76	10.35	34.78	-5.45	2.56	32.53
5/1/18	6.85	1.47	4.45	0.52	-2.88	47.88	9.27	-103.82	-36.26
6/1/18	-2.57	2.46	7.52	-0.73	8.44	81.97	54.21	-30.06	121.23
7/1/18	-14.80	4.90	-6.03	1.22	-6.56	52.24	-15.68	-30.10	-14.81
8/1/18	-0.20	-0.83	1.09	-4.77	6.05	38.79	27.91	-17.74	50.30
9/1/18	10.75	-2.50	-2.58	-6.95	1.05	54.00	-28.80	1393.87	-1368.90
10/1/18	-1.51	-2.84	0.03	3.92	7.98	59.28	-257.48	-9.94	-200.57
11/1/18	-4.46	-4.84	-0.37	4.20	-8.12	33.27	-15.53	-11.15	-6.99
12/1/18	-0.81	6.28	3.42	-3.69	17.67	111.95	-16.72	-4.77	113.33
1/1/19	11.44	-3.24	2.22	2.51	-2.59	69.16	1333.90	253.52	1666.92
2/1/19	-17.35	-2.51	-2.87	-14.94	-0.53	49.18	-10.65	-17.22	-16.89
3/1/19	26.12	8.27	7.23	6.56	0.06	31.03	-16.38	51.63	114.53
4/1/19	6.78	0.42	-1.31	-3.41	3.51	44.75	-63.92	34.15	20.98
5/1/19	-1.44	2.04	-4.58	0.46	2.21	46.72	-22.83	3.03	25.61
6/1/19	-2.80	3.86	2.68	1.04	-2.78	85.89	-21.26	-45.36	21.27
7/1/19	-6.71	4.53	7.87	-1.61	-1.31	52.86	29.50	-60.87	24.26
8/1/19	18.83	1.06	5.52	2.55	-1.29	41.87	11.74	-20.15	60.12
9/1/19	-18.43	-4.82	-11.16	-27.47	3.56	57.83	-19.82	65.04	44.74
10/1/19	-1.53	-2.78	12.88	5.94	-1.21	62.77	21.23	-7.84	89.48
11/1/19	-2.05	-1.35	-13.63	1.54	1.52	49.03	-15.56	-26.72	-7.21
12/1/19	5.29	2.58	22.17	-1.34	57.52	127.00	-45.58	-127.71	39.93
1/1/20	-18.10	-1.02	-15.13	-0.76	-10.19	28.33	-40.58	-17.55	-75.00
2/1/20	-18.30	-6.26	-1.78	-16.19	0.29	23.93	35.89	94.83	112.41
3/1/20	-9.54	0.15	-2.32	6.78	1.01	62.19	-0.32	-63.40	-5.44
4/1/20	20.59	1.47	-6.89	-3.93	0.11	42.77	-60.48	-7.43	-13.80
5/1/20	63.95	0.03	0.30	-1.11	-0.77	33.98	122.92	-36.97	182.32
6/1/20	19.69	0.81	-0.57	0.46	0.50	95.32	-14.77	0.00	101.45
7/1/20	7.80	-0.90	-3.82	-0.68	-0.25	32.34	-68.12	-15.96	-49.60
8/1/20	-16.56	-0.69	-1.75	-0.27	-2.03	27.69	66.98	12.87	86.25
9/1/20	-6.91	4.11	33.09	-14.38	4.31	36.39	-22.02	-208.10	-173.50
10/1/20	15.44	-1.00	-23.55	5.45	-2.14	25.11	41.90	-29.30	31.91
11/1/20	8.14	-1.93	7.36	1.22	2.66	43.00	-11.99	-35.98	12.48
12/1/20	-12.44	4.99	6.30	-0.20	-1.14	73.83	-12.36	-83.33	-24.36
1/1/21	-4.70	-1.10	-8.88	2.16	0.98	36.77	-27.64	-24.26	-26.69
2/1/21	-1.27	-2.38	3.82	-2.51	-2.92	42.74	1061.05	-17.89	1080.66
3/1/21	7.92	6.14	-3.59	-3.13	11.88	104.98	-16.96	436.96	544.21
4/1/21	-23.95	-2.01	17.48	2.21	-3.24	42.60	26.84	-82.74	-22.81

Хавсралт Хүснэгт 3. Тооцоолсон ханш болон зах зээлийн бодит ханшийн зөрүү

Хугацаа	Эрэлтийн нийт өөрчлөлт	Нийлүүлэлтийн нийт өөрчлөлт	Зах зээлийн валютын ханш	Тооцоолсон валютын ханш	Ханшийн зөрүү	тайлбар
	14=4	15=13	16	17=16+14-15	18=17-16	
1/1/15						
2/1/15	0.000	0.000	1961.75	2029.31	67.56	өндөр
3/1/15	-8.942	-76.497	1986.22	2057.68	71.46	өндөр
4/1/15	47.741	-23.724	1975.83	2112.77	136.94	өндөр
5/1/15	94.372	-42.569	1939.28	2575.94	636.66	өндөр
6/1/15	55.583	-581.082	1903.29	1925.96	22.67	өндөр
7/1/15	66.467	43.797	1978.28	2137.79	159.51	өндөр
8/1/15	48.450	-111.056	1990.48	2053.16	62.68	өндөр
9/1/15	21.986	-40.690	1993.79	2302.85	309.06	өндөр
10/1/15	37.520	-271.535	1993.35	2067.29	73.94	өндөр
11/1/15	35.943	-37.998	1992.9	2064.18	71.28	өндөр
12/1/15	30.751	-40.533	1995.84	1975.26	-20.58	бага
1/1/16	54.598	75.176	2003.22	2123.80	120.58	өндөр
2/1/16	17.896	-102.682	2024.25	2631.70	607.45	өндөр
3/1/16	7.260	-600.193	2,046.35	2144.05	97.70	өндөр
4/1/16	112.665	14.968	2,011.99	2966.61	954.62	өндөр
5/1/16	42.411	-912.213	2,005.96	3564.94	1558.98	өндөр
6/1/16	78.720	-1480.258	1,964.93	2156.41	191.48	өндөр
7/1/16	35.234	-156.248	2031.9	2088.41	56.51	өндөр
8/1/16	23.204	-33.308	2189.05	2225.31	36.26	өндөр
9/1/16	31.529	-4.728	2243.98	2349.89	105.91	өндөр
10/1/16	21.210	-84.700	2307.8	2269.95	-37.85	бага
11/1/16	35.686	73.532	2434.32	2377.41	-56.91	бага
12/1/16	26.523	83.436	2482.57	2486.30	3.73	өндөр
1/1/17	76.492	72.759	2,488.38	2434.77	-53.61	бага
2/1/17	41.451	95.059	2,478.29	2620.47	142.18	өндөр
3/1/17	26.621	-115.564	2,459.55	2538.86	79.31	өндөр
4/1/17	80.989	1.679	2,421.85	2496.39	74.54	өндөр
5/1/17	59.378	-15.167	2,413.06	2431.53	18.47	өндөр
6/1/17	65.049	46.577	2,367.93	2481.87	113.94	өндөр
7/1/17	123.811	9.867	2,409.41	2541.88	132.47	өндөр
8/1/17	47.086	-85.384	2,443.53	2441.63	-1.90	бага
9/1/17	76.397	78.292	2,454.29	2530.49	76.20	өндөр
10/1/17	60.336	-15.868	2,458.69	2572.42	113.73	өндөр
11/1/17	74.879	-38.846	2,448.86	998.71	-1450.15	бага
12/1/17	72.101	1522.250	2,433.49	2440.64	7.15	өндөр

1/1/18	133.472	126.326	2,425.77	2215.70	-210.07	бага
2/1/18	38.727	248.800	2,402.90	2490.07	87.17	өндөр
3/1/18	47.988	-39.181	2,395.37	2186.35	-209.02	бага
4/1/18	59.801	268.822	2,394.65	2420.48	25.83	өндөр
5/1/18	58.359	32.531	2,405.19	2522.49	117.30	өндөр
6/1/18	81.035	-36.264	2,432.30	2419.44	-12.86	бага
7/1/18	108.369	121.228	2,462.83	2526.58	63.75	өндөр
8/1/18	48.937	-14.810	2,464.12	2488.56	24.44	өндөр
9/1/18	74.738	50.298	2,503.31	3933.76	1430.45	өндөр
10/1/18	61.556	-1368.898	2,564.14	2807.17	243.03	өндөр
11/1/18	42.465	-200.569	2,581.88	2620.71	38.83	өндөр
12/1/18	31.837	-6.994	2,637.35	2670.53	33.18	өндөр
1/1/19	146.516	113.333	2,649.68	1030.72	-1618.96	бага
2/1/19	47.954	1666.918	2,633.37	2689.55	56.18	өндөр
3/1/19	39.288	-16.889	2,632.51	2614.33	-18.18	бага
4/1/19	96.347	114.526	2,634.93	2677.72	42.79	өндөр
5/1/19	63.764	20.977	2,645.16	2682.70	37.54	өндөр
6/1/19	63.143	25.607	2,654.47	2767.56	113.09	өндөр
7/1/19	134.365	21.273	2,661.55	2712.08	50.53	өндөр
8/1/19	74.788	24.257	2,670.54	2716.86	46.32	өндөр
9/1/19	106.441	60.124	2,669.68	2689.26	19.58	өндөр
10/1/19	64.316	44.736	2,678.01	2657.34	-20.67	бага
11/1/19	68.806	89.476	2,705.26	2780.90	75.64	өндөр
12/1/19	68.427	-7.211	2,727.34	2827.91	100.57	өндөр
1/1/20	140.497	39.925	2,744.38	2835.65	91.27	өндөр
2/1/20	16.276	-74.996	2,756.52	2647.17	-109.35	бага
3/1/20	3.064	112.412	2,769.03	2833.43	64.40	өндөр
4/1/20	58.957	-5.442	2,783.16	2844.40	61.24	өндөр
5/1/20	47.435	-13.804	2,797.25	2670.06	-127.19	бага
6/1/20	55.131	182.322	2,816.26	2818.56	2.30	өндөр
7/1/20	103.754	101.452	2,836.41	2943.92	107.51	өндөр
8/1/20	57.917	-49.596	2,849.11	2855.35	6.24	өндөр
9/1/20	92.491	86.249	2,854.17	3089.46	235.29	өндөр
10/1/20	61.789	-173.498	2,853.60	2889.40	35.80	өндөр
11/1/20	67.714	31.914	2,850.04	2914.33	64.29	өндөр
12/1/20	76.770	12.477	2,849.55	2997.85	148.30	өндөр
1/1/21	123.947	-24.357	2,849.82	2953.77	103.95	өндөр
2/1/21	77.263	-26.688	2,849.73	1843.45	-1006.28	бага
3/1/21	74.377	1080.659	2,849.64	2394.77	-454.87	бага
4/1/21	89.341	544.207	2,849.89	2915.90	66.01	өндөр

Хавсралт Хүснэгт 4. Импорт, улсаар (мянган ам.доллар)

Улс орон	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Дүн	3,797,519.1	3,358,140.36	4,337,322.4	5,874,803.8	6,127,438.8	5,293,939.4
Европ	1,491,247.5	1,343,880.37	1,792,875.35	2,407,612.38	2,457,546.2	2,123,988.7
Ази	2,126,425.1	1,800,292.3	2,224,265.4	3,112,380.9	3,197,767.7	2,816,648.8
Зүүн Хойд Ази	1,924,104.5	1,590,054.22	1,989,031.15	2,818,917.1	2,913,718.2	2,552,742.1
БНАСАУ	824.1	383.32	342.	478.4	488.	52.
БНСУ	258,698.8	197,888.96	197,703.67	262,366.	266,965.2	235,769.1
БНХАУ	1,389,940.6	1,061,163.27	1,429,692.4	1,994,813.7	2,060,787.6	1,910,212.9
Тайвань	8,734.33	6,555.21	7,107.63	13,354.2	10,826.8	10,216.4
Япон	274,641.	330,618.67	363,150.69	561,042.3	585,477.3	406,708.2
Африк	5,676.6	3,768.88	6,362.06	12,142.1	9,428.8	5,517.8
Америк	153,401.7	179,611.1	269,883.74	285,515.5	393,700.7	289,839.1
Австрали	20,768.3	30,587.7	43,935.87	57,381.8	68,995.4	57,945.

Хавсралт Хүснэгт 5. Экспорт, улсаар (мянган ам.доллар)

Улс орон	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Дүн	4,669,280.5	4,916,335.4	6,200,593.	7,011,765.	7,619,753.9	7,576,319.5
Европ	590,689.4	934,272.3	798,920.25	344,940.	509,031.5	1,868,421.5
Европын холбоо	403,551.	645,568.	727,163.08	252,958.8	362,550.8	126,710.8
Ази	4,055,062.2	3,965,383.4	5,386,689.13	6,654,815.5	7,041,652.1	5,692,833.9
Зүүн Хойд Ази	3,997,699.6	3,925,846.8	5,335,910.6	6,591,539.3	6,836,288.5	5,524,818.7
БНАСАУ	691.8	1,725.1	1,977.5	1,046.8	3,191.2	130.
БНСУ	66,571.9	8,470.4	11,617.79	21,200.4	27,815.	21,421.4
БНХАУ	3,910,120.6	3,901,619.6	5,307,431.8	6,542,824.8	6,789,765.2	5,493,582.9
Тайвань			26,216.	25,471.5	10,320.	470.6
Япон	20,315.3	14,031.7	14,816.47	26,468.5	15,517.	9,684.4
Африк	26.	1,053.8	567.83	303.8	1,680.3	2,077.
Америк	20,415.7	14,361.9	11,000.68	10,407.3	27,725.2	11,506.
Австрали	3,087.3	1,263.9	3,482.13	1,298.4	39,664.8	1,481.

Хавсралт Хүснэгт 6. Экспорт, голлох ангиллаар (сая ам.доллар)

Төрөл	2015		2016		2017		2018		2019	
	Дүн	%	Дүн	%	Дүн	%	Дүн	%	Дүн	%
1.Ул уурхай	4,092	88%	4,238	86%	5,519	89%	6,200	88%	6,751	89%
1.1 Зэсийн үнэ	2,280	49%	1,606	33%	1,613	26%	2,012	29%	1,796	2400%
1.2 Чулуун нүүрс	555	12%	968	20%	2,256	36%	2,786	40%	3,074	40%
1.3 Боловсруулаагүй нефть	387	8%	336	7%	374	6%	392	6%	367	5%
1.4 Төмрийн хүдэр, баяжмал	227	5%	261	5%	310	5%	342	5%	576	8%
1.5 Мөнгөжөөгүй алт/алт/	421	9%	758	15%	595	10%	144	2%	418	5%
1.6 . Цайрын хүдэр, баяжмал	102	2%	144	3%	181	3%	198	3%	189	2%
1.7 Жонш, лейцит, нефелинт	65	1%	59	1%	84	2%	190	3%	206	3%
1.8 Молибдений хүдэр, баяжмал	29	1%	26	1%	37	2%	50	1%	49	1%
1.9 Гянтболдын хүдэр, баяжмал	14	0%	10	0%	8	0%	9	0%	7	0%
1.10 Мөнгө /тонн/	10	0%	39	1%	1	0%	1	0%		0%
1.11 Бусад	2	0%	31	1%	58	1%	75	1%	68	1%
2. Мал аж ахуй	329	7%	316	6%	379	6%	477	7%	481	6%
2.1 Амьд мал, малын мах	14	0%	19	0%	56	1%	87	1%	84	1%
2.2 Арьс, шир	33	1%	24	0%	23	0%	17	0%	13	0%
2.3 Малын өлөн гэдэс	9	0%	7	0%	6	0%	9	0%	9	0%
2.4 Ноолуур	252	5%	242	5%	262	4%	333	5%	344	5%
2.5 Ноос, бусад үс, хялгас	21	0%	22	0%	29	0%	28	0%	28	0%
2.6 Бусад	1	0%	2	0%	2	0%	3	0%	2	0%
3.Газар тариалан	27	1%	24	0%	14	0%	15	0%	16	0%
4. Аж үйлдвэрлэл	219	5%	337	7%	289	5%	319	5%	372	5%
4.1 Хүнс	26	1%	43	1%	77	1%	92	1%	59	1%
4.2 Ноолууран эдлэл	25	1%	26	1%	32	1%	35	0%	46	1%
4.3 Бусад хувцас, гутал, эдлэл	10	0%	20	0%	16	0%	25	0%	20	0%
4.4 Уул уурхай	78	2%	88	2%	108	2%	107	2%	121	2%
4.5 Цахилгаан, электрон бараа	4	0%	5	0%	1	0%	3	0%	1	0%
4.6 Машин механик, тоног төхөөрөмж, эд анги	70	1%	148	3%	47	1%	52	1%	118	2%
4.7 . Бусад	6	0%	8	0%	7	0%	5	0%	7	0%
5.Бусад	2	0%	1	0%	1	0%	1	0%	1	0%
Нийт дүн	4,669		4,916		6,201		7,012		7,620	

Хавсралт Хүснэгт 7. Импорт, голлох ангиллаар (сая ам.доллар)

Төрөл	2015		2016		2017		2018		2019	
	Дүн	%	Дүн	%	Дүн	%	Дүн	%	Дүн	%
Хэрэглээний бүтээгдэхүүн	1,101	29%	1,159	35%	1,285	30%	1,643	28%	2	27%
Түргэн эдэлгээтэй	643	17%	652	19%	733	17%	864	15%	859	14%
Хүнс	445	12%	453	13%	510	12%	596	10%	605	10%
Эм, тариа	75	2%	90	3%	95	2%	119	2%	109	2%
Бусад түргэн эдэлгээтэй бараа	123	3%	109	3%	128	3%	149	3%	145	2%
Удан эдэлгээтэй	459	12%	507	15%	553	13%	779	13%	772	13%
Гутал, хувцас, цүнх	49	1%	53	2%	64	1%	74	1%	68	1%
Гэр ахуйн цах, хэрэгсэл ба тавилга	94	2%	97	3%	94	2%	120	2%	109	2%
Авто машин, түүний сэдбэг хэрэгсэл	254	7%	294	9%	328	8%	499	9%	508	8%
Бусад удаан эдэлгээтэй бараа	62	2%	63	2%	66	2%	85	1%	86	1%
Хөрөнгө оруулалтын бүтээгдэхүүн	1,447	38%	1,152	34%	1,702	39%	2,396	41%	2,661	43%
Машин, механик тоног төхөөрмж, эд анги	757	20%	685	20%	1,077	25%	1,512	26%	1,801	29%
Барилгын материал	473	12%	283	8%	441	10%	648	11%	654	11%
Хөрөнгө оруулалтын бусад бүтээгдэхүүн	218	6%	185	6%	183	4%	236	4%	206	3%
Аж үйлдвэрийн орц	512	13%	508	15%	552	13%	717	12%	665	11%
Нефтийн бүтээгдэхүүн	707	19%	533	16%	789	18%	1,112	19%	1,166	19%
Дтзель түнш	377	10%	257	8%	428	10%	577	10%	669	11%
АИ-92, АИ-95	228	6%	165	5%	211	5%	264	4%	289	5%
А-80 болон бусад	103	3%	111	3%	150	3%	272	5%	207	3%
Бусад	29	1%	6	0%	7	0%	7	0%	5	0%
Нийт дүн	3,798		3,358		4,335		5,875		6,128	

Хавсралт Хүснэгт 8. Гадаад валютын зах зээлд оролцон тоглогчид

Зах зээлд оролцогчид	Хуулийн зохицуулалт	Үүрэг, үйл ажиллагаа
Төв банк	Төв банкууд нь улс орны гадаад валютын дотоод зах зээлийн хамгийн чухал зохицуулагч бөгөөд эдийн засаг, санхүүгийн тогтвортой байдлыг хариуцдаг. Төв банкны тухай хуулийн 22 дугаар зүйлийн 2 зааснаар “Монголбанк гадаад валюттай харьцах төгрөгийн ханшны бодлогыг тодорхойлж, хэрэгжүүлэхдээ ханш нь чөлөөтэй бөгөөд бодитой байх, төгрөгийн тогтвортой байдал болон үндэсний эдийн засгийн тэнцвэртэй хөгжлийг хангах зарчмыг баримтална”.	Төв банк нь шаардлагатай үед валют худалдан авах, борлуулах, валютын зах зээлийн субъектийн үүрэг гүйцэтгэдэг.
Арилжааны банк	Банкууд нь улс орны хүн амын санг төвлөрүүлдэг бөгөөд гадаад валютын гүйлгээний ихэнх хэсгийг муж улсын хэмжээнд хийдэг. Зах зээлийн олон оролцогчид арилжааны банкуудад өөрийн хувийн данстай байдаг бөгөөд үүгээр дамжуулан янз бүрийн валютын үнэт цаас худалдан авах, худалдах үйл ажиллагаа явуулдаг. Валютын зохицуулалтын тухай хуулийн 5 дугаар зүйлийн 4 зааснаар “Арилжааны банк нь валютын захын эрэлт хэрэгцээнд үндэслэн валют худалдах, худалдан авах өөрийн ханшийг тогтооно”.	Банкууд шууд, валют худалдаж авах, борлуулах, мөн дансаараа дамжуулан хувь хүн, хуулийн этгээдэд хамаарах валют худалдан авах, худалдах, солилцох үйл ажиллагаа явуулахад шууд валютын зах зээлийн субъект гэж хэлж болно.
Компаниуд	Бусад орны фирмүүдтэй хамтран ажилладаг олон улсын компаниуд юм. Бүтээгдэхүүн импортлогч, экспортлогч аль алинд нь компаниудтай нь хамтран ажилладаг тухайн улсын валют хэрэгтэй байдаг. Энэ нь валютын зах зээлд тодорхой эрэлт, нийлүүлэлтийг бий болгодог. Валютын зохицуулалтын тухай хуулийн 15 дугаар зүйлд зааснаар “Монгол Улс дахь аж ахуйн нэгж, байгууллагын валютын гүйлгээнд Засгийн газар, Монголбанк, Санхүүгийн зохицуулах хороо өөрсдийн бүрэн эрхийн дагуу хяналт тавина”.	Эдгээр байгууллагууд валютын зах зээлд шууд нэвтрэх эрхгүй бөгөөд хөрвүүлэх, хадгаламжийн үйл ажиллагааг арилжааны банкуудаар дамжуулан хийдэг.
Гадаад валютын брокерууд	Гол үүрэг бол худалдан авагч, худалдагчийн мэдээлэл, гэрээ байгуулах, гүйлгээ хийх явдал юм	Ийм ажилд зуучлагч нь гүйлгээний дүнгийн тодорхой хувийг авдаг
Хувь хүмүүс	Эдгээр нь валютын зах зээлийн хамгийн жижиг оролцогчид юм. Хүн бүр валют солилцох, худалдан авах, борлуулахдаа дэлхийн валютын зах зээлийн нэг хэсэг юм. Валютын зохицуулалтын тухай хуулийн 12 дугаар зүйлийн 5 зааснаар “Байнга болон түр оршин суугч нь арилжааны банкнаас гадаад валют худалдан авах, зээлдэх, банкинд худалдах, зээлдүүлэх гэрээ, зээлийн баталгааг бичгээр үйлдэнэ”.	Ажил гүйлгээний хэмжээ харьцангуй бага байг, гэхдээ нийт нийлбэр нь гадаад валютын дотоодын зах зээл дээр хийгдсэн бүх гүйлгээний маш том хэсгийг бүрдүүлдэг.
Импортлогчид, экспортлогч	<ul style="list-style-type: none"> · Валютыг худалдаж авах, борлуулах · Биржийн эрсдэлийн даатгалын гүйлгээ · Үндсийг олж авах, зээл олгох 	<ul style="list-style-type: none"> · Гадаад валютын төлбөр · Өртөг тооцох найдвартай бааз үүсгэх, валютын эрсдэлийг хасах
Валютын солилцоо	Нэлээд олон оронд үндэсний валютын биржүүд байдаг бөгөөд тэдгээрийн чиг үүрэгт хуулийн этгээдийн валютын солилцоо, зах зээлийн ханшийг бүрдүүлэх	Гүйлгээний комисс эсвэл гүйлгээний хувь хэлбэрээр ашиг, Үйлчлүүлэгчдэд зориулсан гүйлгээ

<p>Банк бус санхүүгийн байгууллага</p>	<p>Төлбөрийн баталгаа гаргах /тодорхой этгээдийн өмнөөс мөнгөн төлбөрийн үүргийг гүйцэтгэх/.</p> <p>Валютын зохицуулалтын тухай хуулийн 5 дугаар зүйлийн 6 зааснаар “Валютын арилжаа хийх тусгай зөвшөөрөлтэй банк бус санхүүгийн байгууллага нь валютын захын эрэлт хэрэгцээнд үндэслэн бэлэн валют худалдах, худалдан авах өөрийн ханшийг тогтооно”.</p>	<p>Факторингийн үйлчилгээ /Бусдын авлагыг худалдан авах/; Төлбөр тооцооны хэрэгсэл гаргах /төлбөрийн карт, цахим мөнгө зэрэг биет болон биет бус хэрэгсэл/; Мөнгөн гуйвуулгын үйлчилгээ /харилцагчийн нэр дээр данс нээхгүйгээр өөрийн харилцах дансаар дамжуулан гүйлгээ, шилжүүлэг хийх/; Гадаад валютын арилжаа /төгрөгөөс бусад валют, мөнгөн дэвсгэртийг солих, шилжүүлэх, худалдах/</p>
--	--	---

Хавсралт Хүснэгт 9. Судлагдсан байдлын тойм

Судалгааны ажил	Тоон мэдээлэл	Үр дүн
Гадаад валютын ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө		
Ц.Бямбацогт, О.Энхбаяр (2020) "Валютын ханшийн аж ахуйн нэгжийн тэнцэлд үзүүлэх нөлөө" Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Хувьсагч: гадаад өр, цэвэр экспорт, гадаад актив, нийт өрийн түвшин, мөнгөн хөрөнгө	ханш сулрахад гадаад өртэй аж ахуйн нэгжүүдийн хувьд бусад аж ахуйн нэгжүүдтэй харьцуулахад хөрөнгө оруулалтаа илүү өндөр хувиар бууруулдаг байна.
Б.Дуламзаяа, Г.Амартүвшин . (2020) "Ханшийн инфляцид үзүүлэх нөлөө: Цаг хугацааны хувьд хувьсах параметр, хувьсах ВАРИАЦ бүхий VAR загварын үнэлгээ". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Хувьсагч: 2007-2019 оны зэсийн үнэ, нэрлэсэн ханш, үйлдвэрлэлийн зөрүү, инфляц, бодлогын хүү	Ханшийн өөрчлөлт болон инфляцын харилцан хамаарал эерэг, бодлогын хүү болон үйлдвэрлэлийн зөрүүний харилцан хамаарлын постериорын дундаж утга нь сөрөг, бодлогын хүү болон инфляцын харилцан хамаарлын постериорын дундаж утга нь эерэг, харин инфляц болон үйлдвэрлэлийн зөрүүний харилцан хамаарлын постериорын дундаж утга нь сөрөг
Ц.Бямбацогт, Б.Цэнгүүнжав (2016) "Валютын ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол	Мөнгөний бодлогын {MD, MS CPI} гэсэн 3 хувьсагчийг сонгосон. Гадаад хувьсагч: Хятадын бодит ДНБ, дэлхийн зах зээл дэх зэсийн үнэ.	Манай улс нь жижиг, нээлттэй эдийн засаг тул дотоодын буюу Монгол Улсын хувьсагч Хятадын ДНБ-д нөлөөгүй.
Л.Даваажаргал. (2015) "Валютын ханшийн инфляцид үзүүлэх нөлөө" Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт	2013-2014 онуудад ханш хүчтэй нөлөөлж байсан бол 2007- 2012 онуудад сул байгаа бөгөөд 10% статистикийн ач холбогдолтой байна. гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт татарч эдийн засгийн идэвхжил буурсан нөхцөл буюу 2013-2014 онуудад ханшийн дамжих нөлөөлөл 2 дахин их буюу 0.3 хувьтай байна.
М.Лхагвадорж. (2015) "Валютын ханшийн хэлбэлзлийн банкинд үзүүлэх нөлөө EWMA, GARCH, EXPECTED SHORTFALL". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол	Нийт 14 валют, алт, мөнгө 2 метал нийт 16 хөрөнгийн ханш. Аргачлал: EWMA, GARCH. Тоон мэдээлэл: 2009.05.07-оос 2014.02.05-ны тоон мэдээлэл ашигласан.	Валютын ханш дээр хийсэн VAR тооцооллын EWMA аргачлал нь GARCH аргачлалтай харьцуулахад илүү ажиллаж байна.
Л.Дөлгөөн. (2014) "Валютын ханшийн инфляцид үзүүлэх шууд ба шууд бус нөлөө". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Зээл гэсэн хувьсагчийг авч үзсэн байна.	Зээлийн шок нь импортын болон дотоодын барааны үнийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөө төдийлөн хүчтэй биш ч урт хугацаанд тогтвортой үргэлжилж байна.
Б.Мөнхзул. (2014) "Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн импортод үзүүлэх нөлөөг тооцох нь". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Хэрэглээний бараа, барилгын материалын импортын эрэлт, нефтийн бүтээгдэхүүний эрэлт.	Валютын ханшийн өөрчлөлт хэрэглээний бараа болон барилгын материалын импортын эрэлтэд нөлөөлдөг бөгөөд бусад барааны хувьд валютын ханш өөрчлөгдөх нь эрэлтэд нөлөөгүй байна. Нефтийн бүтээгдэхүүний эрэлт нь эдийн засгийн идэвхжлийг даган өсч, буурдаг байна.

<p>Б.Мөнхзул. (2014) “Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах нэрлэсэн ханшийн инфляцид үзүүлэх нөлөө”. Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>Эгзоген хувьсагчид: мөнгөний бодлогын хүү, экспорт, импортын барааны хилийн үнэ. Эндоген хувьсагчид: төгрөгийн зээлийн хүү, мөнгөний нийлүүлэлт, ДНБ-ий алдагдал, төгрөгийн нэрлэсэн үйлчилж буй ханш, инфляци.</p>	<p>мөнгөний нийлүүлэлт нэмэгдэх нь төгрөгийн ханшийг сулруулах нөлөө үзүүлнэ, Валютын ханшид ДНБ-ий алдагдал, хүүгийн паритетээр дамжин төгрөгийн зээлийн хүү нөлөөлнө.</p>
<p>Б.Цэнгүүнжав, С.Мөнхчимэг (2014) “Төгрөгийн бодит ханшийн гажилт: BEER загвар” Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>гадаад өр, бүтээмжийн зөрүү, мөнгөний нийлүүлэлт. Валютын бодит ханш, Худалдааны нөхцөл, Гадаад цэвэр актив, Нээлттэй байдлын зэрэг, ГШХО, ЗГ-ын хэрэглээ, Дотоод, гадаад бодит хүүний зөрүү, Зээл. Хамрах хугацаа: 2005 оны 1 дүгээр улирлаас 2013 оны 3 дугаар улирлыг</p>	<p>Хувьсагч бүрийн улирлын нөлөөг CensusX12 тестээр шалгахад бодит ханш, дотоод, гадаадын хөдөлмөрийн бүтээмж, экспорт болон импортын үнийн индекс, мөнгөний нийлүүлэлт, зээлийн өрийн үлдэгдэл, бодит ДНБ гэсэн хувьсагчид улирлын нөлөөтэй, бусад хувьсагчид улирлын нөлөөгүй байна.</p>
<p>С.Батхүрэл. (2011) “Монгол улсын валютын албан нөөцийн хүрэлцээтэй ба оночтой түвшний судалгаа”. Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол</p>	<p>Нийт гадаад валютын хадгаламжийн ДНБ-д эзлэх хувь, Хувийн хэвшлийн богино хугацаат гадаад өрийн ДНБ-д эзлэх хувь</p>	<p>гадаад валютын албан нөөцийн оновчтой түвшин нь Монгол Улсын хувийн хэвшлийн гадаадаас авсан зээл бага гэж үзсэн 7 буюу хамгийн өөдрөг хандлагаар тооцоход 2009 оны эцсийн байдлаар хамгийн багадаа 1.90 тэрбум ам.доллар байна. Энэ нь ирээдүйд учрах эрсдлийг хохирол багатай даван туулахад хүрэлцээгүй байна.</p>
<p>Д.Ган-Очир (2011) “Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах нэрлэсэн ханш ба инфляцийн харилцах хамаарал”. Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>шатахууны үнийн индекс, отоодын нийт бүтээгдэхүүн, төгрөгийн ам.доллартай харьцах сарын дундаж ханш, хэрэглээний үнийн индекс, М1-бага мөнгө. 1998 оны 1 дүгээр сараас 2009 оны 7 дугаар сарын хоорондын тоон мэдээллийг хамруулав</p>	<p>хувьсагчдын хувьд улирлын зохицуулалт хийгээгүй бөгөөд бусад нэгж язгуурын ADF тестийн үр дүнгээс үзэхэд бүх үзүүлэлтүүд тогтворгүй гэсэн тэг таамаглалыг 5%-ийн ач холбогдлын түвшинд үл няцааж байна.</p>
<p>Ц. Мөнхбаяр, Б. Даваадалай. (2011) “Гадаад валютын дотоодын захын дарамтыг хэмжих нь: EMP индекс” Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>Дотоодын зээл, Хүүгийн зөрүү</p>	<p>Дотоодын зээл болон EMP индекс: ханшийн сулралт болон нөөцийн бууралт нь гадаад валютын дотоодын зах дээр дарамт (EMP индекс)-ыг өсгөх чиглэлд нөлөөлж байна. Хүүгийн зөрүү болон EMP индексийн хоорондох хамаарал: EMP индекс болон хүүгийн хоорондох онолын хамаарал нь мөнгөний эрэлт болон хүүгийн тэнцвэрт байдлаар тодорхойлогддог.</p>
<p>П.Авралт-Од Б.Даваадалай. (2010). Валютын ханшийн асимметр нөлөөг шалгах нь. Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>төгрөгийн зээлийн хүү, валютын зээлийн хүү, валютын ханш, шатахууны үнэ.</p>	<p>Төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийн өөрчлөлт нь эдгээр хувьсагчдад шууд нөлөөлөх ба эдгээр хувьсагчдаар дамжин систем дэх бусад хувьсагчдад шууд бус байдлаар нөлөөлж, улмаар инфляцид нөлөөлдөг.</p>
<p>Б.Лхагважав (2004) “Төгрөгийн ханш: суларч байна уу чангарч байна уу?” Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>Валютын ханш, төгрөгийн бодит ханш.</p>	<p>Төгрөгийн бодит ханшийг сулруулах нь Монгол Улсын гадаад худалдааны алдагдлыг багасгахад чухал нөлөө үзүүлж байна.</p>
<p>Б.Энххуяг (2004) “Төгрөгийн ханшийн талаар” Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.</p>	<p>1993-2003 оны Монгол улсын эдийн засаг, гадаад худалдаа мөнгөний секторын тоон мэдээлэлийг ашигласан. Ханшийн VAR загвар, Валютын ханш</p>	<p>Ханшийн VAR загварыг тооцохд ханшийн 3 болон 5 сарын өмнөх мөнгөний нийлүүлэлтэд гарсан өөрчлөлт нөлөөлдөг байна.</p>

Гадаад валютын ханшид нөлөөлж буй хүчин зүйл		
Д.Баянзул, П.Мөнхбаяр, О.Одгэрэл, Б.Мөнхзул, Х.Саруул (2018) "Валютын ханш, түүнд нөлөөлөгч хүчин зүйлс". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Валютын ханш, Арилжааны урсгал (Order flow). Хувьсагчид: "мөнгөний нийлүүлэлт", "төлбөрийн тэнцэл", "түүхий эдийн үнэ-зэсийн үнэ"	Ханшийн хөдөлгөөнийг 1993 оноос 2017 он хүртэлх түүхэн үйл явдлаар тайлбарласан. богино хугацааны ханшийн хэлбэлзэлд хүүний зөрүүний хувьсагч ач холбогдолгүй, харин арилжааны урсгал эерэг байна.
National Research and Consulting Center CO., LTD (2017) "Валютын ханшийг тодорхойлогч хүчин зүйлсийн суурь судалгаа"	ханшийн хэлбэлзэл, албан нөөцийн өөрчлөлт, нөөц мөнгөний өөрчлөлт болон нэрлэсэн хүүний өөрчлөлт. Тоон өгөгдлийн шинжилгээнд суурилсан de facto Энэхүү аргачлалаар Монголын тоон өгөгдлийг ашиглан 2006- 2016 оны дунджаар тооцсон.	микро бүтцийн хандлага нь валютын ханшийн богино хугацааны төсөөлөл гаргахад маш сайн үр дүн өгдөг бол валютын ханшийн макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд нь валютын ханшийн түүхэн өгөгдлийг тайлбарлах эсвэл түүний төсөөлөл гаргахад хангалттай сайн тусалдаггүй байна.
Б.Мөнхзул, Б.Цэнгүүнжав (2015) "Төлбөрийн тэнцлийн хямрал, түүнд нөлөөлөгч хүчин зүйлс" Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Макро эдийн засгийн төлвийг илэрхийлэх хувьсагчдаар ДНБ-ий өсөлт, гадаад худалдааны нөхцөл, хүүгийн төвшин, инфляци, валютын ханшийн сулралт, төсвийн алдагдал болон ДНБ-ий харьцаа.	үзүүлэлтүүд нь статистикийн хувьд ач холбогдолгүй, онолын таамаглалтай нийцтэй бус байсан тул үнэлгээнээс хассан болно.
Ч.Баттүвшин, Б.Чимэд-Очир, Р.Энхбат (2013) "Валютын ханшид нөлөөлөгч макро эдийн засгийн хүчин зүйлүүдийг тодорхойлох нь" МУИС, Хүмүүнлэгийн их сургууль. Улаанбаатар хот. Улаанбаатар хот	нүүрсний үнэ, зэсийн үнэ, гадаадын хүү ба гадаад улсын инфляц. SVAR загвараар шинжилгээ хийсэн.	SVAR загварын үр дүнг харахад мөнгөний нийлүүлэлт, ба дизелийн үнэд өгөх шок нь валютын ханшийг өсгөх нөлөөтэй байдаг бол ДНБ-д өгөх шок валютын ханшийг сулруулах нөлөөтэй байдаг байна.
Д.Ган-Очир, Т.Оюунбаатар. (2010) "Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн тэнцвэрт түвшний судалгаа.". Улаанбаатар хот: Монголбанк, Судалгааны товхимол.	Худалдааны нөхцөл, гадаад цэвэр актив, ГШХО, бодит зээлийн хүүгий зөрүү, засгийн газрын хэрэглээ, гадаад худалдаанаас хамаарах байдал.	гадаад худалдаанаас хамаарах байдал энэхүү хувьсагч нь улс орны эрсдэлтэй эерэг хамааралтай байна. ГШХО хувьсагч нь шилжилтийн эдийн засагтай орнуудын хувьд бодит ханшийн өөрчлөлтөд хүчтэй нөлөөтэй байна.