

Хадгаламжийн нөөцийн бодлого ба санхүүгийн зуучлал

Хуан Жиган*

Товч агуулга: Төлбөрийн балансын алдагдлын дарамт тасралтгүй үргэлжиж буй нөхцөлд ЗБН-ийн хэмжээг өсгөх зэрэг аргаар гадаад валютыг худалдан авч үндэсний мөнгөн тэмдэгтийг нийлүүлэн санхүүгийн зуучлалыг хурдасган, статистикийн чанартай мөнгөний бодлогын үр ашгийг бууруулж, бодлогын тодорхой байдлыг алдагдуулснаар санхүүгийн шинэ хямралд хүргэж болзошгүй юм. Энэхүү өгүүлэлд санхүүгийн зах зээлийн бүтцийн загвар хэрэглэн, микро түвшинд санхүүгийн бус аж ахуйн санхүүжилтийн бүтцийн загвар дээр ЗБН-ийн бодлогын нийтлэг арга хэрэгсэлийн үзүүлэх нөлөөлөлд дүн шинжилгээ хийсэн болно. ЗБН-ийн хэмжээг нэмэгдүүлдэг мөнгөний хатуу бодлого нь банк санхүүгийн зуучлалын үйл явцыг хурдасган, шууд санхүүжилтийн эзлэх хувийн жинг нэмэгдүүлдэг. Эдийн засгийн мөчлөг болон мөнгөний нийлүүлэлт гэх мэт бусад нөлөөлөх хүчин зүйлс нь ЗБН-г 1%-иар, санхүүгийн бус аж ахуйн шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээг 0.7%-иар өсгөдөг гэдгийг онолын болон империк түвшиний дүн шинжилгээ харуулж байна.

Түлхүүр үг: Зааавал байх нөөц /ЗБН/, хадгаламжийн нөөцийн бодлого, санхүүгийн зуучлал, шууд санхүүжилт

Нэг. Удиртгал



2003 оноос хойш манай улсын худалдааны болон хөрөнгийн зүйлангид “давхар ашгийн зөрөө” үүсэн олон улсын хэмжээнд төлбөрийн балансын алдагдал бий болсноор юаний ханшны өсөлтийн дарамт ихсэв. Юаний ханшийг харьцангуй тогтвортой

* БНХАУ-ын Санхүү эдийн засгийн төв их сургууль, Банк санхүүгийн сургууль, эдийн ухааны доктор, дэд профессор

байлгах үүднээс төв банк гадаад валютыг худалдан авч, үндсэн валютын нөөцийг их хэмжээгээр гүйлгээнд оруулав. Энэ нь мөнгөний нийлүүлэлтийн тоо хэмжээ эдийн засгийн хөгжлийн хэрэгцээнээс давсныг харуулж байв. Энэ нөхцөлд үндсэн валютыг батлан хангах нь төв банкны нэгэн чухал үүрэг болов. 2002 оноос 2011 оны сүүл хүртэлх хугацаанд томоохон санхүүгийн байгууллагуудын заавал байлгах мөнгөний хэмжээ 6 хувиас 21 хувь хүртэл өсч, 12 тэрбум үндсэн хөрөнгийг татан авав. Татан авсан хөрөнгийн нөөц нь төв банкны үнэт цаасны 5 дахинтай тэнцэж байна. Мөнгөний бодлогын хамгийн чухал хэрэгслийн нэг болохын хувьд заавал байлгах нөөцийн /ЗБН/ бодлого хэзээ үр өгөөжтэй байх, түүний нөлөөллийн асуудал гадаад дотоодын эрдэм шинжилгээний болон практик хүрээнийхний анхаарлыг нэлээд татдаг юм.

Эдүгээ судлаачдын хадгаламжийн нөөцийн талаархи судалгаа доорх гурван чиглэлтэй байна. Нэгдүгээрт, Reversal дүн шинжилгээ нь дотоодын эдийн засгийг тогтвортой байлгах хүчин зүйл мөн (Calvo, 1991; Calvo, et al., 1993; Reison, 1993a,b,c; Mohantriy and Turner, 2005, 2006; Lavigne, 2008; 武剑, 2005; 何慧刚, 2007). Хятадын төв банкны Reversal бодлого нь богино хугацаанд үр дүнтэй ч урт хугацаанд бодлогын тасалданги шинжийг нэмэгдүүлэх, спот зах зээлийн гажуудал зэрэг маш олон асуудлыг дагуулна хэмээн олон судлаачид үзэж байна. Хоёрдугаарт, Reversal дүн шинжилгээ нь валютын ханшийн тогтвортой байдлыг хангах нөлөөтэй (Lewis, 1993; Vitale, 1999; Sarno and Taylor, 2001; Ito, 2003; Kim, 2003; Disyatat and Galati, 2007 зэрэг). Эдгээр судалгаа нь нэгдсэн хөрөнгийн арга зам болон индексн арга замаар голлосон хоёр янзын төлөв байдлыг гаргаж ирсэн ч үр дүн нь хоорондоо зөрчилдсөөр байна. Reversal нь богино хугацаанд валютын ханшийг тогтвортой байлгахад мэдэгдэхүйц нөлөөтэй өндөр өгөгдлийн судалгаанд суурилсан цоо шинэ хандлага юм. Гуравдугаарт, төв банкны балансаас гаргасан Reversal-ын зардал ба ашиг (唐文进、谢海林, 2011; 杨金梅, 2007) болон Reversal-ын тогтвортой байдал (熊奕、邹雨童, 2010) зэргийн тоо хэмжээний үзүүлэлтийн дүн шинжилгээ болно. Хятадын Reversal бодлогын үр ашиг, өртөг зардлын талаархи дүн шинжилгээ нь нэлээд хэмжээний зөрчил маргааныг дагуулсаар байгаа ч Reversal бодлогын

урт хугацааны өртөг зардлын талаар судлаачид аажимдаа нэгдсэн саналд хүрч болохыг үгүйсгэж болохгүй юм.

Дээрх судалгаанууд үндсэндээ “боломжгүй гурвалжны теорем”-ын дагуу хийгдэж, заавал байлгах нөөцийн хэмжээний зохицуулалтыг мөнгөний бодлогын бие даасан шинж, валютын ханшны тогтвортой байдалтай хамаатуулахад анхаарлаа хандуулжээ. Түүнчлэн дээрхи судлаачдын ихэнх нь, ЗБН нь богино хугацаанд хөрөнгийн зүйл анги тодорхой хяналттай нөхцөлд валютын ханшийг тогтворжуулах үүргийг гүйцэтгэж чадах ба дотоодын үндсэн валютын нийлүүлэлтийн тогтворжилтыг хамгаалах нөлөөтэй хэмээн үзжээ (Frankel, 1993; Sarno and Taylor, 2001). Гэтэл манай орны мөнгөний бодлогын тодорхой практикаас харахад, Reversal эрч өсөн нэмэгдэхийг дагалдаад (ЗБН хэмжээ өсөх) асар их хэмжээний хөрөнгө мөнгө банкны системээс гарч шууд санхүүжилтийн суваг руу эсвэл, иргэд хоорондын хууль бус санхүүгийн зах зээлийн эргэлт рүү орж байна. Ердийн тохиолдолд, тоон арга (өөрөөр хэлбэл ЗБН) эсвэл удирдлагын аргыг (Window guidance) банкны тогтолцооны системийн дотоодод хөрвөх чадвартай хэмээн харсаар байдаг (нөөц мөнгө болон шинэ зээлийн хэмжээнээс хэтрэх). Гэтэл санхүүгийн зуучлал хурдсахыг дагалдаад банкны системийн гадна мөнгөний хөрвөх чадвар нэмэгдэж, дээрх бодлогын үр ашиг ихээхэн буурах болно. Хүүний хувь хэмжээ болон валютын ханшны зах зээл үүсэх механизмын шинэчлэл байхгүй нөхцөлд индексн зохицуулалтын хэрэгслийн үр дүнг нэмэгдүүлэх шаардлагатай бөгөөд эс бөгөөс итгэмжит бус зээлийн санхүүжилтийн арга хэлбэрт зайлшгүй саад болж, банкны балансаас гадуурх бизнесийн зохицуулалтыг нэмэгдүүлнэ. Энэ байдал инновацид саад болох нь лавтай бөгөөд нөөцийн хувиарлалтын үр ашгийг золиослож, улмаар банкны балансаас гадуурх бизнесийг далд байдал оруулан ил тод бус байдлыг нэмэгдүүлж, нэгэн шинэ хямрал эрсдэлийг тэтгэсээр байх болно. Сүүлийн жилүүдийн далайн эргийн дагуух нутгийн иргэд хоорондын зээлийн хямрал нь үүнийг батлан харуулдаг юм. Энэхүү судалгаа нь санхүүгийн зуучлал ЗБН-ийн үр дүн болон санхүүгийн байгууллагын өөрчлөлт, хуваарилалт болон санхүүгийн тогтвортой байдлын хоорондох харилцаа хамаарлын мөн чанар зэргийг хөндөөгүй бөгөөд холбогдох үүрэг бүхий механизмд нарийвчилсан тодорхойлолт

хийгээгүй. Гэтэл энэ нь хятадын мөнгөний бодлогын практикийг ойлгох хийгээд түүнийг сайжруулахад чухал ач холбогдолтой билээ.

Энэхүү өгүүлэлд микро түвшинд тулгуурлан бий болгосон санхүүгийн зах зээлийн бүтцийн загвараар, санхүүгийн зуучлалыг ЗБН-ийн хэрэгслэлийн механизмд нийцүүлэн дүн шинжилгээ хийж, мөнгөний бодлогын тоон хэрэгсэл хийгээд санхүүгийн байгууллагын өөрчлөлт хувиралтын хоорондох гинжин дамжуулалтыг зураглан харууллаа. Энэ нь зарим талаар “боломжгүй гурвалжны теорем”-ын категорийн агуулгыг баяжуулсан буюу Reversal хэрэгслэлийн үр нөлөөтэй үед мөнгөний бодлогын бие даасан шинж хийгээд валютын ханшны харилцан хамаарлыг авч үзэх төдийгүй, үүнээс урган гарч ирэх санхүүгийн байгууллагын өөрчлөлт хувиралт ба түүний нөлөөллийг ч бас давхар харгалзан үзсэн юм. Хоёрдугаар хэсэгт, дөрвөн төрлийн эдийн засгийн цогцыг багтаасан бүтцийн загварыг бий болгон, ЗБН нь санхүүгийн зуучлалын микро механизмд ямархан нөлөө үзүүлдэгт дүн шинжилгээ хийв. Гуравдугаар хэсэгт, 2006-2011 оны хоорондох манай улсын бодит мэдээллийг ашиглан дээрх логик гаргалгаанд баталгаа хийхийг оролдов. Дөрөвдүгээр хэсэгт, онолын болон империк үр дүнд тулгуурлан санхүүгийн зуучлалын хурдасгуурын механизм ба түүний нөлөөлөлд өргөтгөсөн хэлэлцүүлэг хийлээ. Эцэст нь дүгнэлт хэсгийг оруулав.

Хоёр. Онолын загвар

Эдийн засагт дөрвөн оролцогч байдаг гэж үзвэл тэр нь өрх гэр, аж ахуйн нэгж, арилжааны банк хийгээд төв банк болох юм. Эдгээр дөрвөн оролцогч өөр өөрсдийн эдийн засгийн үйл ажиллагаагаараа дамжин харилцан холбогдож, эдийн засгийн ерөнхий тэнцвэрийг тогтоож байдаг. Өрх гэр бол хөрөнгө нийлүүлэгч. Аж ахуйн нэгж нь хөрөнгө хэрэглэгч. Эдийн засагт хоёр төрлийн санхүүжилтийн арга хэлбэр байдаг нь шууд болон шууд бус санхүүжилт юм. Өрх гэр нь баялгийг хадгаламжийн хэлбэрээр банкинд хадгалуулж болно. Мөн хөрөнгийн зах зээлээр дамжин аж ахуйн нэгжүүдийн гаргасан бондыг шууд худалдан авч болдог. Өрх гэр энэ хоёр төрлийн хөрөнгө төвлөрүүлэгчээс сонголт хийж, түүний баялгийг хамгаалах хийгээд үнэ цэнийг нэмэгдүүлэгч болгодог. Аж ахуйн нэгж банкаар дамжуулан

хөрөнгө босгож болдог. Мөн бонд хувьцаа гарган санхүүжилт хийж болдог. Арилжааны банк бол хадгаламжийг татаж зээл олгож шууд бус санхүүжилт хийдэг зуучлагч байгууллага юм. Төв банк нь мөнгөний бодлогыг хэрэгжүүлэгч бөгөөд энэ загвараар төв банк ЗБН мөнгөний хэмжээнд зохицуулалт хийх замаар эдийн засаг дахь зээлийн ерөнхий дүнд хяналт тавихыг гол болгоно. Загварын тодорхой бүтцийг доорх маягаар дүрлэв.

1. Өрх гэр

Өрх гэрийг t хугацаанд W_t баялагтай гэж үзвэл, эрсдэлтэй хөрөнгө нь өрийн хэлбэртэй, эрсдэлгүй хөрөнгө нь хадгаламжийн хэлбэртэй байна. Өр болоод хадгаламжийн аль нь ч зайлшгүй хүү дагуулна. Эрсдэлээс зайлсхийгч өрхийн зорилго нь хөрөнгийн зохин байгуулалтын байршуулалтаар дамжуулж баялгийн орлого ба эрсдлийн хамгийн сайн байршуулалтаар хэрэгжиж байдаг. t хугацаанд өрх гэрийн зорилго нь хөрөнгийн зохион байгуулалтын максимум $t+1$ хугацааны баялагийн хүлээлтийг сонгодог. Энэ нь

$$\max E_t \frac{W_{t+1}^{1-\gamma}}{1-\gamma} \quad (1.1)$$

$$s.t. W_{t+1} = R_{P,t+1} W_t \quad (1.2)$$

байна. Үүний γ параметр нь өрх гэрийн эрсдлээс зайлсхийх хэмжээг илэрхийлнэ. Баялгийн байршилт нь өр болон хадгаламж гэсэн хоёр зүйлээс бүрдэнэ.

$$W_t = B_t + D_t \quad (1.3)$$

хэлбэртэй байна. Үүний B_t нь өрийн хэмжээ, D_t нь хадгаламжийн хэмжээ. Өрх гэрийн баялгийг тооцоолоход өрийн байршуулалтын эзлэх хувийг x_t гэж үзье. Тэгвэл хөрөнгө зохин байгуулалтын ашгийн хувь хэмжээ нь хоёр төрлийн хөрөнгийн ашгийн хувь хэмжээний нийлбэрийн дундажтай тэнцүү байна.

$$R_{P,t+1} = x_t R_{B,t+1} + (1-x_t) R_{D,t+1} \quad (1.4)$$

Үүний $R_{B,t+1}$ ба $R_{D,t+1}$ нь тус бүр өрийн ашгийн хэмжээ ба хадгаламжийн хүүний хэмжээтэй байна. Өрх гэрийн оновчтой асуудал нь (1.2) болон (1.4)-ийн эцсийн байдалд хамгийн оновчтой хөрөнгө оруулалтын зохион байгуулалт χ_t -г сонгосноор хүсэн хүлээж байсан хөрөнгийн максимумыг хэрэгжүүлнэ. Энэ асуудлын шийдэл нь

$$\chi_t = \frac{E_t[\ln(R_{B,t+1})] - \ln(R_{D,t+1}) + \text{Var}_t[\ln(R_{B,t+1})] / 2}{\gamma \text{Var}_t[\ln(R_{B,t+1})]} \quad (1.5)$$

байна. (гаргалгааг хавсралтаас үзнэ үү)

Энэ тэгшитгэл нь өрх гэрийн хамгийн оновчтой хөрөнгийн байршуулалт харилцан адилгүй байх бөгөөд хөрөнгийн харьцангуй ашиг ба харьцангуй эрсдлийг тодорхойлон харуулж байна. Эрсдэлийн хөрөнгийн (өр) ашиг нь эрсдэлгүй хөрөнгө (хадгаламж)-ийн ашгаас илүү тул өрх гэр ашиг хайн эрсдэлтэй хөрөнгөтэй байхыг хүсдэг ч өрийн эрсдэл өндөр тул эрсдэлтэй хөрөнгөтэй байх сонирхол нь буурдаг. Нөгөө талаар, өрх гэрийн эрсдэл нь хөрөнгийн зохион байгуулалтыг сонгоход нөлөөлнө. Эрсдлээс зайлсхийх нөхцөлд (Ү нь нэлээд их) өрх гэрийн өрийн хувь хэмжээ харьцангуй бага байна. Эсрэгээрээ, эрсдэлийг үл харгалзах нөхцөлд (Ү нь нэлээд бага) өрх гэрийн өрийн хэмжээ харьцангуй өндөр байна.

2. Аж ахуйн нэгж

Эдийн засагт аж ахуйн нэгж нь санхүүжилтээр хөрөнгийн эх үүсвэрээ олж аван үйлдвэрлэл эрхэлж, ашиг хүртэн, улмаар үндсэн зээл болон хүүг эргүүлэн төлсний дараа үйл ажиллагааны ашгийг хүртэж байдаг. Эдийн засагт үйлдвэрлэлийн технологийн хоёр төрөл байдаг гэж үзвэл, нэгдүгээр үйлдвэрлэлийн технологи нь аливаа байгууллагын хөрөнгөнд R_1 ашгийг дагуулна. Хоёрдугаар үйлдвэрлэлийн технологи нь аливаа байгууллагын хөрөнгөнд R_2 ашгийг дагуулна. Энэ хоёр зүйлийн ашиг нь хоёул тодорхой бус шинжтэй, санамсаргүй хувьсагчууд бөгөөд тус бүр адил биш байрлалтай. Нэгдүгээрх технологийн тодорхой бус шинжийг хоёрдугаар технологийнхоос бага гэж үзвэл, түүний дундаж ашиг мөн л хоёрдугаар технологийнхоос бага

байх буюу $E(R_1) < E(R_2)$, $Var(R_1) < Var(R_2)$ байна. Аж ахуйн нэгж хоёр төрлийн үйлдвэрлэлийн технологоос чөлөөт сонголт хийж болно.

Аж ахуйн нэгж нь хоёр төрлийн санхүүгийн зах зээлээс санхүүжиж болдог. Нэг нь арилжааны банкнаас зээл авах буюу зээлийн зах зээл. Нөгөөх нь бонд гаргах замаар эх үүсвэрээ босгох буюу энэ нь хөрөнгийн зах зээл. Аж ахуйн нэгжийг суурь хөрөнгөгүй гэж үзвэл, аж ахуйн үйлдвэрлэлийн хөрөнгө K нь зээл L болон бонд гаргасны B нийлбэр болно.

$$K = B + L \quad (1.6)$$

Аж ахуйн нэгж банкнаас зээл авбал зайлшгүй барьцааны хөрөнгөтэй байх хэрэгтэй. Үйл ажиллагаагаа хамгаалах зарчмын дагуу банк нь эрсдэл багатай хөрөнгийг барьцаа болгоно. Аж ахуйн нэгж зээлийг бага эрсдэлтэй хөрөнгөөр барьцаа болгоно гэж үзвэл, аж ахуйн нэгжийн зээл нь дараах шаардлагыг хангах хэрэгтэй.

$$zKE(R_1) \geq R_L L \quad (1.7)$$

Үүний z нь аж ахуйн нэгжийн хөрөнгө оруулалтын нэгдүгээр технологийн хөрөнгө мөнгөнд эзлэх хувь хэмжээ юм. Аж ахуйн нэгж нь эрсдэлд саармаг гэж үзвэл, аж ахуйн нэгж нь үргэлж аль болохоор хөрөнгө мөнгөө хоёрдугаар технологийн үйлдвэрлэлд ашиглах болно. Иймээс, аж ахуйн нэгжид олгогдсон банкны зээл L нь аж ахуйн хөрөнгө оруулалтын нэгдүгээр технологийн хөрөнгө мөнгөнд эзлэх хувь хэмжээ нь

$$z = \frac{R_L L}{E(R_1)K} \quad (1.8)$$

болно. Аж ахуйн нэгж нь санхүүгийн зах зээл дээр төгс өрсөлдөөнтэй байдаг гэж үзвэл, аж ахуйн нэгж нь зээлийн болон бондын зах зээлд чөлөөтэй орж гарч болно. Тэгэхлээр, тэнцвэртэй үед аж ахуйн нэгжийн ашиг “тэг”-тэй тэнцүү байна. “Тэг” ашгийн нөхцөл байдал нь

$$[zR_1 + (1-z)R_2]K = R_L L + (R_B + \delta)B \quad (1.9)$$

байх буюу аж ахуйн нэгжийн орлогын нийлбэр дүн нь санхүүжилтийн өөрийн өртгийн нийлбэртэй тэнцэнэ.

Үүний δ нь байгууллагын бонд гаргасан өөрийн өртөг болно.

3. Арилжааны банк

Арилжааны банкны үндсэн чиг үүрэг нь өрх гэрийн хадгаламжийг татан авч, улмаар түүнийг зээлийн хэлбэрээр аж ахуйн нэгжийн үйлдвэрлэлд хөрөнгө оруулдаг. Эдийн засгийн чиглэлийн мөнгөний эрх бүхий байгууллага нөөц мөнгөний системийг хэрэгжүүлж, улмаар ЗБН-ийн тогтоосон хэмжээ нь α болно. Иймээс арилжааны банк нь хадгаламжийнхаа $(1-\alpha)$ хэсгийг л зээл болгон эргэлдүүлж болох юм. Бусад α хэсгийг хадгаламжийн нөөцийн хэлбэрээр Төв банкинд хадгалуулна.

$$L = (1 - \alpha)D \quad (1.10)$$

байна. Хялбарчлан харвал, арилжааны банкыг мөн төгс өрсөлдөөнт салбар гэж үзэж болно. Тэгэхлээр, өрсөлдөөнт нөхцөлд арилжааны банканд "тэг" ашгийн нөхцөл мөн тулгарна. Арилжааны банкны орлого нь зээлийн хүү болон хадгаламжийн нөөцийн хүүгийн орлогыг багтаана, түүний зардал нь харин хадгаламжийн хүү болно. Иймээс "тэг" ашгийн нөхцөл байдал нь

$$R_L L + R_0 \alpha D = R_D D \quad (1.11)$$

байна. Үүний R_0 нь төв банкны төлсөн арилжааны банкны хадгаламжийн нөөцийн хүүтэй (1.10) нийлээд

$$(1 - \alpha)R_L + \alpha R_0 = R_D \quad (1.12)$$

–ийг авч болно. Энэхүү тэгшитгэл, хадгаламжийн хүү нь зээлийн болон нөөцийн хүүний нийлбэртэй тэнцүү, нөлөө бүхий тоо нь ЗБН-ийн хувь хэмжээгээр тодорхойлогддог болохыг харуулж байна. Олгогдсон зээлийн хүү ба нөөцийн хүү нь ЗБХ-ээс өндөр, хадгаламжийн хүүнээс бага байна. Энэ нь, ЗБХ өрх гэрийн баялгийг хадгаламжинд байршуулах идэвхийг бууруулна гэдгийг илтгэн харуулж байна. Иймд мөнгөний энэ бодлого нь санхүүгийн бүтцийг өөрчлөх нөлөөтэй юм.

4. Санхүүгийн бүтэц дэх ЗБН-ийн бодлогын нөлөө

(1.12) томъёо нь ЗБН-ийн хэмжээний өөрчлөлт нь тэнцвэртэй хадгаламжийн хүүд нөлөөлөх буюу эрсдэлгүй хүүний түвшинд нөлөөлдөг гэдгийг харуулж байна. Энэ нь өрх гэрийн хөрөнгийн байршуулалт болон бүхэл бүтэн санхүүгийн бүтцийг өөрчлөх болно. Бид гаргалгаа хийн ЗБН-ийн хэмжээ, санхүүгийн бүтэц хоёрын тоон харилцааг харж болох юм. $V=\chi W$ ба $D=(1-\chi)W$ нь өрх гэрийн хөрөнгийн хувиарлалтыг илэрхийлнэ. (1.10-р томъёо)-той нийлээд

$$L=(1-\alpha)(1-\chi)W \text{ ба } K=[\chi+(1-\alpha)(1-\chi)]W$$

болно. (1.8-р томъёо)-гоор орлуулахад (1.13-р томъёо) болно.

$$z = \frac{(1-\alpha)(1-x)}{x+(1-\alpha)(1-x)} \frac{R_L}{E(R_1)} \quad (1.13)$$

(1.8-р томъёо)-г (1.9-р томъёо)-гоор орлуулахад бондын ашгийн хэмжээг шийдвэрлэх тэгшитгэл болон эмхлэгдэнэ.

$$R_B = R_2 - \delta + \frac{(1-\alpha)(1-x)}{x} \left[\frac{R_L}{E(R_1)} R_1 + \left(1 - \frac{R_L}{E(R_1)} \right) R_2 - R_L \right]$$

(1.14)

Энэхүү тэгшитгэл бондын ашгийн хэмжээ нь санамсаргүй хувьсагч бөгөөд аж ахуйн нэгжийн авч хэрэглэдэг хоёр төрлийн үйлдвэрлэлийн технологийн орлогын идэвхгүй нөлөөнд нэгэн зэрэг өртөж байдгийг харуулж байна. Энэ загварт бид зээл нь бондоос эргэн төлөгдөх давуу эрхтэй гэж үзвэл бонд эзэмшигч нь аж ахуйн нэгжээс үлдэгдэл нэхэмжлэх эрхтэй юм. Харин аж ахуйн нэгжийн үлдэгдэл хэр зэрэг байх нь хоёр төрлийн технологийн санамсаргүй эзэмшигчээр шийдвэрлэгдэнэ.

Хялбарчлан харвал, банкны нэхэмжлэх зээлийн хүү нь нэгдүгээр технологийн хүлээгдэж буй үр ашигтай тэнцүү буюу $RL=E(R_1)$ байна. Энэ таамаглалаар аж ахуйн нэгжийн нэгдүгээр технологт оруулсан

хөрөнгө оруулалтын эзлэх хувь нийт санхүүгийн хэмжээн дэх зээлийн тоо хэмжээний эзлэх хувьтай яг тэнцүү байна. Энэ нь банкны зээл нь зөвхөн нэгдүгээр технологийн үйлдвэрлэлд хөрөнгө оруулж болно гэдгийг харуулж байна. Тиймээс бонд гаргаж босгосон хөрөнгө мөнгө нь бүхлээрээ хоёрдугаар технологийн үйлдвэрлэлд хөрөнгө оруулалт болдог. Энэ таамаглалаар бондын ашгийн хэмжээний хялбарчилал нь

$$R_B = R_2 - \delta + \frac{(1-\alpha)(1-x)}{x} [R_1 - E(R_1)] \quad (1.15)$$

болно. Энэ үед бондын ашгийн хэмжээ нь хоёр төрлийн технологийн эмх замбараагүй нөлөөнд өртсөөр байх болно. Гэсэн хэдий ч хүлээгдэж байгаа бондын ашгийн хэмжээ нь зөвхөн хоёрдугаар технологийн хүлээгдэж байгаа үйлдвэрлэлийн хэмжээгээр тодорхойлогдоно. Энэхүү тэгшитгэл, ЗБН-ийн хэмжээ ба санхүүгийн зах зээлийн бүтэц нь бондын ашгийн хэмжээний идэвхгүй чанарт нөлөөлөх болно гэдгийг харуулж байна. ЗБН нь шууд санхүүжилтийн эзлэх хувиас өндөр, нэгдүгээр технологитой холидсоноор бондын ашгийн хэмжээний нөлөөг бага байлгана. Энэ нь бидний дэвшүүлсэн таамаглалтай нийцэж байна. ЗБН нь ч шууд санхүүжилтийн эзлэх хувийг дээшлүүлсэн тохиолдолд ч ялгаагүй аж ахуйн нэгжийн хөрөнгө мөнгөний эх үүсвэр болох зээлийг бууруулж, бондыг нэмэгдүүлдэг. Зээлийн бууралт нь нэгдүгээр үйлдвэрлэлийн технологийн хүрээ хэмжээг багасгана. Тиймээс хоёрдугаар үйлдвэрлэлийн технологийн эмх замбраагүй байдал нь аж ахуйн нэгжийн үр ашигт нөлөөлөх байдлыг сулруулдаг. Иймээс бондын ашгийн хэмжээ нэгдүгээр технологийн эмх замбраагүй нөлөөллийн бууралтыг шууд тусган авна.

(1.5-р томъёо), (1.12-р томъёо) ба (1.15-р томъёо) нь нэгэн битүү тогтолцоог бүрдүүлж, өрх гэрийн хөрөнгийн байршуулалт болох χ -ийн тэнцвэрийн шийдлийг тогтооно. Түүнчлэн χ нь нийгмийн нийт санхүүжилтийн эзлэх хувийг төлөөлж байдаг. (1.5-р томъёо)-ны доторх хэлбэлзэлийн улмаас $\text{Var}[\ln(RB)]$ нь мөн л χ -ийн функц болно. Иймээс энэ тогтолцооны дагуу тодорхой шийдлийг олох боломжгүй юм. Доор тоон илэрхийллийн туслалцаатайгаар өрх гэрийн хөрөнгийн зохион байгуулалт ба санхүүгийн бүтэц, мөнгөний бодлогын хоорондох

харилцааг судлах болно. Хоёр төрлийн үйлдвэрлэлийн технологийн хэмжээ нь логнормаль тархалтанд хамаарч байдаг гэж үзвэл түүний дундаж болон хэлбэлзлийг нэгдүгээр хүснэгтээр харуулав. Тогтоосон бондын санхүүжилтийн өртөг нь 1%, хадгаламжийн нөөцийн хүү нь 2%, өрх гэрийн эрсдлээс зайлсхийх коэффициент нь 6 байна.

Суурь параметрын байрлуулалтаар, ЗБН нь өрх гэрийн хөрөнгө оруулсан бондын хувь хэмжээтэй пропорциональ хамааралтай (нэгдүгээр зургаар үзүүлэв). Энэ нь төв банкны ЗБН-ийг өсгөх мөнгөний хагуу бодлого нь өрх гэрийг улам ихээр бондонд хөрөнгө оруулахад хүргэж, харин баялгийн хадгаламж эзэмшихийг нь бууруулна. Энэ дүгнэлт нь дараах логиктой. ЗБН-ийн өсөлт нь арилжааны банкны кредит хүчин чадлыг бууруулж, банкны зээлийн хөрөнгөний өртөгийг нэмэгдүүлнэ. Зээлийн хүү нь технологийн нөхцлийг сайжруулах аргагүй байдалд хүрсэн нөхцөлд банк нь хадгаламжийн хүүг бууруулж өөрийн орших нөхцөлөө хамгаална (олгогдсон нөөц хадгаламжийн хүү зээлийн хүүгээс доогуур нөхцөлд). Өрх гэрийн хувьд хадгаламжийн хүүний бууралт нь өрх гэрийн мөнгө хадгалуулах сонирхолыг бууруулж, бондын хөрөнгө оруулалтыг илүүд үзэхэд хүргэнэ. Иймээс, ЗБН нь өрх гэрийн бондын хөрөнгө оруулалтын хувь хэмжээтэй эерэг хамааралтай. Өрх гэрийн хөрөнгө оруулах шийдвэр нь санхүүгийн бүтцэд шууд нөлөөлдөг. Иймээс ЗБН нь шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээтэй эерэг хамааралтай.

Гурав. Нөөцийн бодлого, санхүүгийн зуучлалын харилцааны империк дүн шинжилгээ

1. Санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлтийн тооцоо ба хувьсах сонголт

Дээрх загварын дүн шинжилгээний хамгийн чухал дүгнэлт нь, ЗБН-ийн бодлого нь нийгмийн санхүүжилтийн бүтцэд нөлөөлдөг бөгөөд ЗБН-ийг тасралтгүйгээр өсгөх нь санхүүгийн зуучлалыг хурдасгадаг байна. Энэ хэсэгт Хятадын сүүлийн жилүүдийн нөхцөл байдлыг нэгтгэж дээрх гаргалгааг батлахыг оролдох болно. ЗБН-ийн хувь хэмжээний мэдээллийг хятадын төв банкнаас шууд авч болно. Харин санхүүгийн зуучлалын өгөгдөл мэдээллийг нэгтгэсэн

хэмжилтийн арга хараахан үгүй юм. Энэхүү өгүүлэлд Roldos (2006), Сүн Ван [宋旺], Жун Жэншэн [钟正生] (2010) нарын санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлтүүдийг голлон хэрэглэлээ. Санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлтүүд нь санхүүгийн бус аж ахуйн нэгжийн гаргасан үнэт цаасны хэмжээ санхүүгийн бус аж ахуйн нэгжийн бизнесийн зээлийн хэмжээтэй харьцангуй тэнцүү байх. Энэ шалгуур үзүүлэлт нь хувьцааны тухай ойлголтонд хамаарагдана. Эргэлтэнд байгаа бондын хэмжээнээс тоо баримтыг нь олоход нэлээд хүндрэлтэй учраас тус шалгуур үзүүлэлтийг тооцоолоход хэцүү юм. Ялангуяа энэхүү өгүүлэлд ашиглаж байгаа сар тутмын тоо баримтыг ашиглах үед энэ нь бүр ч бэрхшээлтэй. Нөгөөтэйгүүр хятадын аж ахуйн нэгж байгууллагуудын санхүүжилтийн бүтцийг хувьцаанаас харах учраас, банкны зээлийн хүрээ хэмжээ нь маш өргөн, ашиглагдаж байгаа хувьцааны тоо баримтын тооцооны санхүүгийн зуучлалын өөрчлөлт хувиралт нь тодорхой бус юм. Санхүүгийн зуучлалын хувиралтыг илүү сайн ажиглахын тулд энэхүү өгүүлэлд урсгал тоо баримтаар санхүүгийн зуучлалыг тооцоолох болно. Үүнийг дараах байдлаар тодорхойлов. (1.16-р томъёо) Үүний Δ Load нь шинээр нэмэгдсэн банкны зээл, хятадын Ардын банкнаас гаргасан “санхүүгийн байгууллагын юаны зээлийн гүйлгээний тэнцэл”-ийн “бүх төрлийн зээл”-ийн шалгуур үзүүлэлтийн тооцоог ашиглан, Δ load нь шууд бус санхүүжилтын нэмэгдсэн хэмжээг, ΔB нь олгогдсон хугацаан дахь бондын санхүүжилтын хэмжээ, $\Delta B + \Delta S$ нь шууд хөрөнгө оруулалтын нэмэгдсэн хэмжээг тус тус илэрхийлэв. Иймээс FSF шалгуур үзүүлэлт нь үнэндээ бүхий л гадаад санхүүжилтийн эх үүсвэрийн доторх шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээг заана. Энэхүү өгүүлэлд ашиглаж байгаа нь сар тутмын тоо баримт юм. Сар тутмын тоо баримтын хэт идэвхгүй байдлаас зайлсхийхийн тулд (ялангуяа жилийн эхний сарын шинээр нэмэгдсэн “бүх төрлийн зээл”-д цагаан сарын хүчин зүйлийн нөлөөлөл маш их) бид 12 сарын дундажаар тухайн сарын санхүүжилтийн хэмжээг илэрхийлж, улирлын чанартай хүчин зүйлсийн нөлөөллийг эс тооцон санамсаргүй хүчин зүйлсийн саадыг сулруулан үзнэ.

Дээрх онолын дүн шинжилгээг нэгтгэн, санхүүгийн зуучлалын нөлөөний хүчин зүйлс нь заавал байлгах хадгаламжийн нөөцийн хэмжээнээс гадна хадгаламжийн хүү, зээлийн хүү, хөрөнгийн зах

зээлийн санхүүжилтийн өртөг зэргийг өөртөө агуулна. Иймээс эдгээр хүчин зүйлд хяналт тавих шаардлагатай болно. Тус өгүүлэлд нэг жилийн хугацаан дахь хадгаламжийн хүү, нэг жилийн хугацаан дахь зээлийн хүү болон мөн хугацаан дахь үндэсний өрийн орлогоос хэрэглээний үнийн индексийг хассаны дараах байдалд хэмжилт хийхээр гурван хувьсагчийг ашиглалаа. FSF-ийн утгийг тогтоосон ижилсүүлсэн байдалтай, бид 12 сарын дундаж хувьсагчийг тухайн сарын хүүний түвшинд авч хэрэглэнэ. Нөгөөтэйгүүр, тухайн сарын ЗБН-ийн хэмжээг мөн ижил аргаар тооцоолно.

Онолын загварт холбогдох хувьсагчуудаас гадна өөр хэд хэдэн хувьсагч санхүүгийн зуучлалд нөлөөлж байдаг. Бид ч мөн эдгээр хүчин зүйлсийг хянаж байх хэрэгтэй. Энэхүү өгүүлэлд, аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн өмнөх жилийн мөн үеийнхээс өссөн хэмжээ болон мөнгөний нийлүүлэлтийн өмнөх жилийн мөн үеийнхээс өссөн хэмжээ хэмээн хоёр хувьсагчийн хяналтыг багтаан орууллаа⁶. Аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн өмнөх жилийн мөн үеийнхээс өссөн хэмжээ нь бодит эдийн засгийн идэвхгүй байдлыг илэрхийлнэ. Тэрбээр мөн адил бус төрлийн санхүүжилтийн харьцангуй орлого ба эрсдлийн байдлыг шууд бусаар тусгаж байдаг. Загварын төсөөллөөс үндэслэхэд, хөрөнгийн зах зээлийн санхүүжилтээр дамжсан төслийн хүлээгдэж буй орлого ба эрсдэл нь банкны санхүүжилтээр дамжсан төслийнхөөс өндөр байна. Харин шууд хэмжигчийн ашгийн зөрүү ба эрсдлийн зөрүү нь илүү төвөгтэй дүр зургийг харуулж байна⁷. Бодит эдийн засгийн идэвхгүй байдал нь хоёр төрлийн санхүүжилтийн аргын эрсдлийн зөрүүний харьцангуй өөрчлөлтийг хэсэгчлэн тодорхойлж болно хэмээн бид үзэж байна. Эрсдэл өндөртэй төслийн эрсдлийн хэмжээний мэдрэмтгий чанар нь эдийн засгийн идэвхгүй байдлынхаас ихэнхдээ илүү өндөр байна. Харин эрсдэл багатай төслийн эрсдлийн хэмжээний мэдрэмтгий чанар нь эдийн засгийн идэвхгүй байдлынхаас бага байна. Иймээс эдийн

⁶ Аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн өмнөх жилийн мөн үеийнхээс өссөн хэмжээ нь улирлын чанартай зохицуулагдаж байдаг. Мөнгөний нийлүүлэлтийн өмнөх жилийн мөн үеийнхээс өссөн хэмжээ нь мөнгөний M1 нийт дүнгийн улирлын чанартай зохицуулалтын суурин дээр тооцоологдсон өсөлт байдаг.

⁷ Хэдийгээр үндэсний өрийн орлогын хэмжээ хөрөнгийн зах зээлийн санхүүжилтийн өртгийг хэсэгчлэн тусгаж болох ч, харин эрсдлийн хүчин зүйлийг тооцоолоогүй байдаг. Арилжааны хүү ба үндэсний өрийн хүүний зөрүү нь энэхүү эрсдлийг тусгаж болдог. Эдгээрийг энэхүү өгүүлэлд сонгож хэрэглээгүй нь дараах хоёр шалтгаантай. Эхнийх нь цаг хугацааны үргэлжлэл нь харьцангуй богино (2007 оны эхний улирлаас эхэлсэн), нөгөөх нь энэхүү зөрүү үндсэндээ зэрэг мөчлөгийнх учир түгээмэл шинж чанаргүй.

засгийн өсөлт хурдтай байх үед үнэт цаасны орлогын хэмжээ нь нэлээд өндөр, эрсдэл бага байна. Харин эдийн засгийн өсөлт буурсан үед үнэт цаасны орлогын хэмжээ бага, эрсдэл нь нэлээд өндөр байна. Хөрөнгө оруулалтын сонголтын логигоос харахад өндөр өсөлтийн үед хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтыг илүүд үзэж, харин бага өсөлтийн үед банкны хадгаламжийг илүүд үздэг гэдгийг мэдэж болох байна. Иймээс санхүүгийн зуучлал нь эдийн засгийн эерэг мөчлөгийн шинжтэй юм.

Хоёрдугаарх хувьсагчийн хяналт нь мөнгөний нийлүүлэлтийн өмнөх оны мөн үеийнхээс өссөн хэмжээ юм. Санхүүгийн зуучлал дахь мөнгөний бодлогын нөлөөг голлон тусгаж байдаг. Ерөнхийдөө мөнгөний зөөлөн бодлого хэрэгжүүлэх үед банкны хөрвөх чадвар нь сайжирч зээлийн өртөг нь багассанаар аж ахуйн нэгжүүд зээл авахад хялбар болдог. Иймээс аж ахуйн нэгжүүд банкнаас зээл авах хандлагтай болно. Үүний эсрэгээр, мөнгөний хатуу бодлого нь зээлийн хүртээмжийг нэмэгдүүлэх шинжтэй. Энэ нь аж ахуйн нэгжүүдийг хүчээр өөр нэгэн санхүүжилтийн сувгийг хайхад хүргэдэг тул санхүүгийн зуучлалыг хурдасгадаг байна. Иймээс мөнгөний өсөлтийн хэмжээ нь санхүүгийн зуучлалтай сөрөг хамааралтай байдаг.

2006 оны 1 дүгээр сараас 2011 оны 12 дугаар сарын хоорондох хугацааг дээрхийн нотолгоо болгож болно. 2006 оны 1 дүгээр сарыг сонгож эхлэх цэг болгон 2006 оноос эхэлсэн ЗБН-ийн зохицуулалтын давтамжийг голлон авч үзнэ. Аливаа хувьсагчийн статистик үзүүлэлтийн шинжийг хоёрдугаар хүснэгтээр харуулав. Аливаа хувьсагч нь эрэмбэ дарааллын хувьд тогтворгүй бөгөөд 1 (1)-ийн явцад хамаарна гэдгийг ADF нэгжид нягтлал хийсэн байдал харуулж байна. Хувьсагчдын зарим нэг ялгаа нь дарааллын хувьд тогтвортой байна

анхаарах зүйлс:* энэ нь 10% -ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг, ** нь 5%-ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг, *** нь 1%-ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг тус тус илэрхийлнэ.

2. Регрессийн шинжилгээ

Бид юуны өмнө гранжер шалтгааны үр дүнг нягталж тайлбарлагч хувьсагч ба үл тайлбарлагч хувьсагчийн хоорондын харилцааг

шалгана. Аливаа хувьсагчид нэгжийн явцад хамаарах тул бид бүх хувьсагчийн зарим ялгаатай утганд гранжер шалтгааны нягтлалыг хийв. Үр дүн нь гуравдугаар хүснэгтэд үзүүлсэн байдалтай байна. Мөнгөний өсөлтийн хэмжээнээс гадна үлдэгдэл тайлбарлагч хувьсагчид цөм санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлт Δ FSF–ний гранжер шалтгааныг илэрхийлдэг гэдгийг үр дүн харуулж байна. Эдгээр тайлбарлагч хувьсагчид нь ЗБН(*rr*), аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн өсөлт (*dY*), үндэсний өрийн ашгийн хэмжээ (*rb*), зээлийн хүү (*rl*) болон хадгаламжийн хүү (*rd*) зэргийг багтаана. Ийм учраас бидний анхааралдаа авч байгаа нөөцийн хэмжээний санхүүгийн зуучлалтай харилцаа хамаарал нь загварын таамаглалтай нийцэж байна.

Санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлт Δ FSF нь мөнгөний өсөлтийн нормын гранжер шалтгаан байдгийг нягтлалтын үр дүн мөн харуулж байна. Мөнгөний өсөлт ба санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлт хоорондын гранжер харилцаа нь санхүүгийн зуучлалын хурдац мөнгөний өсөлтийг өөрчилдөгийг харуулж байна. Энгийн регрессийн шинжилгээ нь энэ төрлийн харилцаа нь сөрөг хамааралтай ба санхүүгийн зуучлалын хурдац мөнгөний өсөлтийг бууруулдаг болохыг харуулж байна. Ийм үр дүн гарсны шалтгаан нь санхүүжилтийн бүтцийн зохицуулалт нь мөнгөний хэмжээнд шууд нөлөөлөлтэй байдагтай холбоотой. Мөнгөний статистик шууд ирэлт нь арилжааны банкны баланс байдаг бөгөөд хөрөнгийн зах зээл дээрх хөрвөх чадварын статистикийг оролцуулдаггүй гэдгийг бид мэднэ. Олон тооны санхүүжилтийн үйл ажиллагаа арилжааны банкнаас хөрөнгийн зах зээлд шилжих үед мөнгөний хэмжээг мэдэгдэхүйц бууруулна. 2007 он ба 2010 оны дараа энэ нь маш тодорхой харагдаж, “хадгаламжийн нүүдэл” гэгч үзэгдэл болсон билээ. Үүнтэй төстэй явдал АНУ-д 70-д оны үед болж байлаа. (энд гуравдугаар хүснэгт орно) анхаарах зүйл: * энэ нь 10% -ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг, ** нь 5%-ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг, *** нь 1%-ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг тус тус илэрхийлнэ.

Гранжер шалтгаан, үр дагаварын энэхүү нягтлал нь санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлт ба ЗБН, эдийн засгийн суурь зарчим ба хүүний хооронд чухал харилцаа оршиж байдаг гэдгийг харуулж байна.

Хамтын интеграцын хяналтаар эдгээр хувьсагчдын хоорондын урт хугацааны харилцан хамаарлыг доор нягтлан үзье. Чингэхдээ голчлон хамгийн бага квадратын регрессээр хамтын интеграцын нягтлал хийлээ. Хамтын интеграцын тэгшитгэлийн бүтэц доорх байдалтай байна.

$$FSF_t = \beta_0 + \beta_1 rrt_t + \beta_2 dY_t + \beta_3 dM2_t + \beta_4 r_{b,t} + \beta_5 r_{b,t} + \beta_6 r_{l,t} + \epsilon_t$$

Хэрэв эдгээр хувьсагчдын хооронд хамтын интергацын харилцаа байгаа бол регрессийн үлдэгдэл зүйл ϵ_t нь тогтвортой эмх цэгц болно. Иймээс ϵ_t нь тогтвортой хувьсагч мөн эсэхийг нягтлахдаа хамтын интеграцын харилцаа байгаа эсэхээр шалгана. Дөрөвдүгээр хүснэгтийн OLS(1) регрессийн үр дүнгийн үлдэгдэлийн нягтлал нь эмх замбараагүй зүйлийг 5%-ийн мэдэгдэхүйц түвшингийн ADF нягтлал нэгжийг “тэг” гэж авч үзэхийг үл зөвшөөрөх буюу эмх замбараагүй зүйл нь үнэн чанартаа тогтвортой эмх цэгцтэй болохыг харуулж байна. Иймээс OLS(1) регрессийн үр дүн нь хамтын интеграцын харилцааны нэг хэсэг болно. Гэвч, DW нягтлал нь энэхүү регресс мэдэгдэхүйц байгаа эмх цэгцтэй холбоотой асуудал болохыг харуулж байна. Эмх замбараагүй зүйлийг AR(1)-рүү татан оруулж OLS(2)-ийн тооцоог дахин регрессын байдлаар авч үзье. Үр дүн нь энэхүү цогц харилцаан дахь гурван хүүний хувьсагч мэдэгдэхүйц бус болохыг харуулж байна. Гурван хүүний дараах регресс үр дүнг эс тооцвол OLS(3) нь аливаа параметрууд цөм мэдэгдэхүйц болохыг харуулна. Эмх замбараагүй зүйлийн тогтвортой шинжийн нягтлал нь 5%-ийн мэдэгдэхүйц түвшинг зөвшөөрөгдөх нэгж мөн гэдгийг харуулж байна.

OLS(3) нь хувьсагчид хоорондын цогц регрессийн харилцааг илэрхийлж байна. Регрессийн коэффициентээс харахад заавал байлгах хадгаламжийн нөөц, аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн өсөлтийн хувь, мөнгөний өсөлтийн хэмжээ нь санхүүгийн зуучлалын шалгуур үзүүлэлттэй холбоотой онолын дүн шинжилгээтэй нийцэж байна. Үүний, заавал байлгах хадгаламжийн нөөцийн норм дээшлэх нь санхүүгийн зуучлалыг хурдасгах болно. Заавал байлгах хадгаламжийн норм бүр 1 пунктээр дээшлэх нь санхүүгийн зуучлалын индексийг 0.70 пунктээр дээшлүүлнэ. Аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн норм бүр 1 пунктээр дээшлэх нь санхүүгийн зуучлалын индексийг 0.82 пунктээр

ОЛОН УЛС СУДЛАЛ

дээшлүүлэхэд хүргэнэ. Харин мөнгөний өсөлтийн норм бүр 1 пунктээр дээшлэхэд санхүүгийн зуучлалын индекс 0.50 пунктээр бууруулдаг байна.

анхаарах зүйл: :* энэ нь 10% -ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг, ** нь 5%-ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг, *** нь 1%-ийн мэдэгдэхүйц шинжтэй түвшинг тус тус илэрхийлнэ.

Заавал байлгах хадгаламжийн нөөцийн норм санхүүгийн зуучлалд богино хугацаанд үзүүлэх нөлөөг задлан шинжлэхийн тулд бид алдаа засах загвар (ECM) -ыг ашиглаж судалгаа хийсэн болно. Загварын маяг нь:

$$\Delta F_{SF,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{rt} + \beta_2 \Delta dY_t + \beta_3 \Delta dM_{2t} + \beta_4 \Delta r_{b,t} + \beta_5 \Delta r_{b,t} + \beta_6 \Delta r_{l,t} + \gamma ECM_{t-1} + u_t$$
 байна.

Регрессийн үр дүнг дөрөвдүгээр хүснэгтэд үзүүлснээр хувьсагчдын дийлэнх нь мэдэгдэхүйц бус байна. Гурван хүүний дараах регресс үр дүнг үл тооцон ECM(5)-д үзүүлэв. Үг дүнг доор нэгтгэн харуулав.

$$\Delta F_{SF,t} = -0.03 + 0.65 \Delta r_{rt} + 0.73 \Delta dY_t - 0.57 \Delta dM_{2t} - 0.16 ECM_{t-1} + e$$

(0.19) (0.39) (0.21) (0.18) (0.16)

$$R^2 = 0.39, N = 71$$

$$ECM_t = F_{SF,t} - 9.55 - 0.70 r_{rt} - 0.82 dY_t + 0.50 dM_{2t}$$

(5.69) (0.23) (0.21) (0.16)

$$R^2 = 0.95, N = 72$$

Энэхүү үр дүн, богино хугацаан дахь ЗБН-ийн норм, аж үйлдвэрийн нэмүү өртгийн өсөлтийн норм, мөнгөний өсөлтийн норм нь санхүүгийн зуучлалд мэдэгдэхүйц нөлөө үзүүлдэг гэдгийг харуулж байна. Энэ гурван тайлбарлагч хувьсагч урт, богино хугацаанд санхүүгийн зуучлалд үзүүлэх нөлөөг тавдугаар хүснэгтээр үзүүлэв. Тухайн хугацаанд ЗБН 1 пунктээр, шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээ 0.65 пунктээр, урт хугацаан дахь шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээ 0.70 пунктээр дээшлэж байна. Түүнчлэн, аж үйлдвэрийн нэмүү өртөгийн

өсөлтийн норм бүр 1 пунктээр дээшилж, тухайн хугацаанд дээшилсэн шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээ 0.73 пункт, урт хугацаанд дээшилсэн шууд хөрөнгө оруулалтын хувь хэмжээ 0.82 пункт байна. Харин М2 өсөлтийн норм бүр 1 пунктээр багасч, тухайн хугацаанд дахь шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээ 0.57 пунктээр дээшилж, урт хугацаанд 0.50 пунктээр дээшилсэн байна. ЗБН, эдийн засгийн өсөлтийн нормын дээшлэлт хоёрын санхүүгийн зуучлалын урт хугацаанд үзүүлэх нөлөө нь богино хугацаанд үзүүлэх нөлөөнөөс их гэдэг нь санхүүжилтийн бүтцийн хамтын интеграцийн гистерезиси шинжийг тусган харуулж байна. ЗБН-ийн нормын өсөлтийн зээлийн зах зээлд үзүүлэх нөлөө нь ихэнхдээ арилжааны банкнаар дамжин хамтын интеграцийн хөрөнгө болон өр төлбөрийг аажмаар илрүүлж, энэ төрлийн хамтын интеграци нь зайлшгүй цаг хугацаа шаардах болно.

Гэвч санхүүгийн зуучлал дахь мөнгөний өсөлтийн нормын үзүүлэх нөлөө нь харин ч хамтын онцлогоос давж гарна гэдгийг харуулж байна. Богино хугацаанд дахь санхүүгийн зуучлалын мөнгөний өсөлтийн өөрчлөлтөд хариу үйлдэл нь огцом байдаг бол урт хугацаанд хариу үйлдэл нь сулардаг. Үүний гол учир нь мөнгөний нийлүүлэлтийн өөрчлөлт нь юуны өмнө зээлийн огцом өөрчлөлтөд хүргэхэд оршино. Жишээлбэл, мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлт буурахад богино хугацаанд шууд бус санхүүжилтийн хэмжээг огцом бууруулахад хүргэнэ. Харин энэ үед шууд санхүүжилтийн өөрчлөлтийн хэмжээ төдий л их биш байна. Иймээс санхүүгийн зуучлал хурдасна. Гэлээ ч мөнгөний хатуу бодлого нь ямар нэгэн хэмжээгээр шууд санхүүжилтийн хүрээ хэмжээг багасгаж, удаандаа санхүүгийн зуучлалыг муутгана. Гэхдээ мөнгөний хатуу бодлогын улмаас зээлийн зах зээлийн санхүүгийн өртөг сайжирч, ерөнхий үр нөлөө нь аж ахуйн нэгжийг улам ихээр шууд санхүүжилтийн зах зээлээс хөрөнгө олоход хүргэдэг. Иймээс санхүүгийн зуучлалын мөнгөний өсөлтийн нормын хэвийн бус хариу үйлдэл нь үнэн чанартаа хоёр төрлийн санхүүжилтийн арга замын мөнгөний өөрчлөлтөнд үзүүлэх нөлөөг хурдцын хувьд харилцан ялгаатай байдлыг үүсгэдэг явдал юм.

Тавдугаар хүснэгт: ЗБН-ийн норм, аж үйлдвэрийн нэмүү өртгийн өсөлтийн норм, үндэсний өрийн ашгийн нормын санхүүгийн зуучлалд урт, богино хугацаанд үзүүлэх нөлөө

ОЛОН УЛС СУДЛАЛ

	Rr-ийн 1%-ийн өсөлт FSF-д үзүүлэх нөлөө	dY-ийн 1%-ийн өсөлт FSF-д үзүүлэх нөлөө	dM2-ийн 1%-ийн бууралт FSF-д үзүүлэх нөлөө
Урт хугацааны нөлөө	0.65%	0.73%	0.57%
Богино хугацааны нөлөө	0.70%	0.82%	0.50%

Дээрх дүн шинжилгээгээр онолын загвар дахь гурван дүгнэлтийг нягталлаа. Юуны өмнө ЗБН-ийн норм нь шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээтэй эерэг харьцуулалттай. ЗБН-ийн өсөлт нь арилжааны банкны зээл тавих хүчин чадлыг сулруулна. Бизнесээ өргөжүүлэхийн тулд арилжааны банк нь баланст бизнесээ балансны гадуурх бизнес болгох үйл ажиллагааг идэвхтэй өрнүүлнэ. Аж ахуйн нэгжийн өнцгөөс харахад, ЗБН-ийн нормын өсөлт нь аж ахуйн нэгжийн зээлийн өртөгийг нэмэгдүүлж, аж ахуйн нэгжийн шууд санхүүжилтийн мотивацийг дээшлүүлдэг. Харин иргэдийн өнцөгөөс харахад, ЗБН-ийн нормын өсөлт хөрөнгө оруулсан бондын хадгаламжийн ашгийг харьцангуй сайжруулж, хөрөнгийн зах зээлд хөрөнгө оруулах хүслийг нь дээшлүүлж байдаг. Дээрх гурван төрлийн хүч хамтран ЗБН-ийн норм нь санхүүгийн зуучлалттай эерэг харилцаанд оршиж байдаг.

Түүнчлэн шууд хөрөнгө оруулалт нь шууд бус хөрөнгө оруулалтын ашиг ба эрсдлийг нь тодорхойлсон санхүүгийн бүтэцэд дүйж очих юм. Үнэт цаасны ашгийн норм харьцангуй өндөр, эрсдэл нь харьцангуй бага үед үнэт цаасны хөрөнгө оруулалт нь улам илүү үнэлэгдсэнээр санхүүгийн зуучлалд дэмжлэг үзүүлдэг байна. Ерөнхийдөө, эдийн засгийн өсөлтийн норм дахь үнэт цаасны ашгийн норм ба эрсдлийн хэмжээний мэдрэмтгий шинж нь банкны зээлийнхээс илүү өндөр байдаг. Иймээс эдийн засгийн хөгжил цэцэглэлт нь санхүүгийн зуучлалыг хурдасгадаг байна. Дээрх нягтлал нь энэ харилцааг баталж байна.

Эцэст нь тэмдэглэхэд мөнгөний нийлүүлэлтийн нийт хэмжээ нь санхүүжилтийн бүтэцэд мэдэгдэхүйц нөлөөтэй байна. Мөнгөний

хатуу бодлого (мөнгөний нийлүүлэлтийн хэмжээг бууруулах) нь санхүүгийн зуучлалын явцыг хурдасгадаг гэдгийг дээрх тооцоо харууллаа. Мөнгөний хатуу бодлогын орчинд зээлийн зах зээлээс олж авах аж ахуйн нэгжийн хөрөнгө мөнгө нь харьцангуй хүндрэлтэй болдогоос аж ахуйн нэгжүүд хөрөнгийн зах зээлээс санхүүжилт олох замыг сонгодог. Үүнд санхүүгийн бүтэц дэх бидний олж хараагүй хүүний үзүүлэх нөлөө бий. Үүний шалтгаан нь манай улсын хүүний хувь хэмжээ харьцангуй ихээр зохицуулагддаг ба бидний ажиглаж байгаагаар хүүний хэмжээ нь бодит хөрөнгийн өртөгийг хараахан бүрэн дүүрэн үр ашигтайгаар тусгаж чадахгүйд байна.

Дөрөв. Дэлгэрэнгүй хэлэлцүүлэг

Дээрх онолын болон өгөгдлийн дүн шинжилгээ нь ЗБН-ийн бодлого ба санхүүгийн бүтцийн өөрчлөлт нь мэдэгдэхүйц хамааралтай оршдог болохыг харууллаа. Ийм төрлийн харилцаа нь мөнгөний бодлогын практикад сорилт бэрхшээлийг учруулсаар байна. 2003-2011 оны хооронд мөнгөний эрх бүхий байгууллагууд ЗБН-ийн бодлогыг зохицуулах замаар мөнгөний нийт хэмжээг хянаж, улмаар үүнийг үндэслэн үнийн тогтвортой байдал ба өсөлтийн дэмжих зорилгоо хэрэгжүүлсэн юм. Гэвч оршин буй хөрөнгийн зах зээлийн нөхцөлд энэ бодлого нь санхүүгийн зуучлалд бэрхшээл сорилтыг дагуулан авчирч болох юм. Учир нь ЗБН-ийн зохицуулалтыг хадгаламж санхүүгийн байгууллагын зээлийн хүрээнд хэрэгжүүлж зөвхөн мөнгөний хэмжээнд хянан зохицуулахаас биш хөрөнгийн зах зээлийн санхүүжилтийн хүрээнд зохицуулалт хийх боломжгүй юм. Аж ахуйн нэгжийн хөрөнгийн зах зээл болон банкнаас олж авсан хөрөнгө мөнгө нь аль аль нь ялгаагүй нийт эрэлт хэрэгцээнд нөлөөлөхөд хүргэдэг. Инфляцийн үед Төв банк ЗБН-ийг нэмэгдүүлэх замаар зээлийн нийт хэмжээг хянан зохицуулна. Тэгэхдээ хөрөнгийн өртөг нэмэгдэх, арилжааны банкууд зээлийн хүүгээ өсгөх (эсвэл хадгаламжийн хүүгээ бууруулах), банкнаас авах аж ахуйн нэгжүүдийн хөрөнгө мөнгөний өртөг нэмэгдэх болон банкны хөрвөх чадвар буурах, аж ахуйн нэгжүүдийн банкнаас авах хөрөнгө мөнгөний хүндрэл бэрхшээл нэмэгдэх зэргийг бодолхийлж үзнэ. Ийм нөхцөлд аж ахуйн нэгжүүд хөрөнгийн зах зээлээс санхүүжилт олохыг илүүд үзэх болно.

Нөгөөтэйгүүр хөрөнгийн илүүдэлтэй хэсэг банкнаас хөрөнгөө татан санхүүгийн зах зээлд оруулж маш их хэмжээний ашиг олох болно. Иймээс мөнгөний хатуу бодлогын үед нийгмийн санхүүжилтийн бүтэц хариу үйлдэл хийснээр шууд бус санхүүжилтийн хувь хэмжээ буурч, шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээ нэмэгдэнэ. Тоон үзүүлэлтэнд анхаарал хандуулсан арга хэрэгсэл бүхий мөнгөний бодлогын хувьд, хэрэв шууд санхүүжилтийн хөрөнгө оруулалтад зохистой хяналт тавихгүй л бол тэр нь мөнгөний бодлогын үйлдэлд нөлөө үзүүлэх нь гарцаагүй юм. Мөн ЗБН-ийн нормыг өсгөн мөнгөний нийлүүлэлтийг тоо хэмжээг хянах бодлого нь санхүүгийн зуучлалыг хурдасгах учир үр дүн багатай байдаг.

Дээрх логикоос харахад, нэлээд өндөр хэмжээний санхүүгийн зуучлал нь мөнгөний бодлогын тоон үзүүлэлтэд сөрөг нөлөө үзүүлдэг байна. Энэ нь хөгжингүй санхүүгийн зах зээлтэй бүхий л улс орнууд санхүүгийн инновацийн давалгаанд тоон үзүүлэлтийн хойноос хөөцөлдсөн мөнгөний бодлогын арга хэрэгслээс дараа дараалан татгалздагийн гол шалтгааны нэг юм. АНУ-ын жишээнээс харахад, 1970-аад оны үед АНУ нь холбооны нөөцийн сан мөнгөний агрегатыг зохицуулах зорилт болгосон ч 1980-аад он болж ирэхэд тэрхүү зорилгоосоо татгалзсан билээ. Үүний гол учир нь мөнгөний хэмжээ хийгээд эдийн засгийн үйл ажиллагааны хоорондох тогтвортой харилцаа үгүй болсонд оршино. Энэ харилцаа үгүй болсон шалтгаан нь санхүүгийн инноваци ба санхүүгийн зах зээлийн хөгжилд арилжааны банкуудаар дамжсан хадгаламжийн зориулалттай мөнгөний агрегатыг хэрэглэх нь нийгмийн нийт эрэлт хэрэгцээнд зохистой арга хэрэгслүүр болгодоггүйтэй холбоотой.

Санхүүгийн зуучлалын хурдцыг дагалдаад гагцхүү арилжааны банкны зээлийн нийт хэмжээнд анхаарал хандуулах нь үр дүнтэй хэрэгжүүлэх бодлого байж чадахгүй гэдэг нь хятадын мөнгөний бодлогын практикаас улам тод харагдаж байна. 2007-2008 оны эхэн дэх инфляцийн асуудал нь ийм нөхцөлд гарсан билээ. Үнийн өсөлтийн эсрэг Хятадын ардын банк 2006 оны 7 дугаар сараас эхлэн ЗБН-ийн нормыг тогтмол өсгөн арилжааны банкуудын зээлийн тоо хэмжээнд шахалт үзүүлж байв. 2006 онд 7.5%-аас 9% болтол гурван удаа, 2007

онд 14.5% хүртэл 10 удаа, 2008 оны эхний хагаст 14.5% хүртэл 6 удаа тус тус нэмэгдүүлж байв. Энэхүү мөнгөний хатуу бодлогын үр дүн нь тэр дороо гараагүй юм. Нэг талаар төлбөрийн балансын илүүдлийн нөлөө нь илэрхий их хэмжээний хеджинг шаардах, нөгөө талаар санхүүгийн зуучлалын богино хугацаан дахь хурдац нь мөн гол хүчин зүйл нь болдог. Өгөгдлийн илэрхийлэл доорх мэт байна. Аж ахуйн нэгжүүдийн 2006, 2007 онд хөрөнгийн зах зээлийн санхүүжилтийн замаар олсон хөрөнгө мөнгөний хэмжээ нь тус бүр 629.400.000.000 юань ба 1.296.700.000.000 юаньд хүрч, өсөлт нь өмнөх оныхоосоо 160% ба 106%-иар тус тус нэмэгджээ. Хэрэв энэхүү шууд санхүүжилтийг мөнгөний бодлогын асуудалд оруулаагүй бол гагцхүү зээлийн хувь хэмжээнд л анхаарал хандуулах байв. Тэгэхээр нийгмийн нийт эрэлт дэх мөнгөний бодлогын хяналт нь хэсэгчилсэн, үр ашиг багатай болжээ.

Хятадын ардын банк энэ асуудлыг аажим аажмаар ойлгосон билээ. 2010 оны эхээр ардын банкнаас нийтэлсэн “2010 оны дөрөвдүгээр улирлын мөнгөний бодлогын гүйцэтгэлийн тайлан”-д “нийгмийн нийт санхүүжилт”-ийн үзэл баримтлалыг тусгайлан дэвшүүлж улмаар үүндээ уламжлалт арилжааны банкуудын зээлээс гадна хөрөнгийн зах зээлийн санхүүжилтийн хүрээг ч мөн багтаажээ. Онолын хувьд энэхүү үзэл баримтлал нь мөнгөний нийлүүлэлтийн харьцуулалтын хувьд илүү оновчтой завсрын зорилт гэдэг нь ойлгомжтой бөгөөд тэр нь нийгмийн нийт эрэлтийн харьцаатай илүү нягт холбоотой байна. Гэсэн хэдий ч нийгмийн нийт санхүүжилтийн хяналт шинжилгээ нь статистикийн шинж чанартай мөнгөний бодлогын талаар баримтлах шаардлагатай үзэл баримтлалын хувилбар юм. Аж үйлдвэржсэн ихэнх орнуудын мөнгөний бодлогын туршлага нь хөрөнгийн зах зээлийн хүрээ хэмжээ нь харьцангуй том нөхцөлд мөнгөний хэмжээ (M1, M2 мөн M3 болон илүү том статистик)–ний хяналт нь мөнгөний бодлогын зорилтыг хэрэгжүүлэхэд үр дүнтэй биш гэдгийг харуулж байна. Нэг талаар мөнгөний (нийгмийн нийт санхүүжилтийг багтаасан) хэмжүүр нь онолын болон технологийн асуудлыг багтаасан бөгөөд нөгөө талаар бүх төрлийн өргөн нэгжийн валютын хэмжээ ба нийт эрэлтийн хооронд тогтвортой харилцааг үүсгэхгүй юм.

Хятадын өнөөгийн байдлын хувьд ярих юм бол бас нэг өөр төрлийн санхүүгийн зуучлалын хэлбэр байгаа бөгөөд энэ нь иргэд хоорондын санхүүжилт юм. Зээл олгох нөхцөл чангарахад зарим нэгэн аж ахуйн нэгж зээл авч чадахгүй, мөн хөрөнгийн зах зээлээс хөрөнгө босгох боломжгүй болсноор зээлийн зах зээл иргэд хоорондын хэлбэр лүү шилжин ороход хүргэж байна. Ийм нөхцөлд иргэд хоорондын зээлийн зах зээл хурдацтай хөгжиж, иргэд хоорондын харьцангуй өндөр хүүтэй зээлийг бий болгосон нь хадгаламж эзэмшигчдийг хөрөнгөө татан иргэд хоорондын зах зээл рүү шилжүүлэн ашиг олгоход хүргэж байна. Иргэд хоорондын зээлийн зах зээл нь хэдийгээр шууд болон шууд бус санхүүжилтийн хос арга хэрэгслийг агуулдаг ч тэдгээр нь албан ёсны хадгаламж, санхүүгийн бүтцээс гадуурх байдалтай байна. Хэрвээ бид “зууч”-ийг албан ёсны хадгаламж санхүүгийн бүтэц болгон ойлговол иргэд хоорондын санхүүгийн харилцааны тэлэлт нь нэгэн төрлийн санхүүгийн зуучлал юм. Энэ төрлийн санхүүгийн зуучлал нь аж ахуйн нэгжийн хөрөнгийн зах зээл рүү шилжин санхүүжихийн адилаар мөнгөний бодлогод бас нэгэн сорилтыг дагуулах болно. Хятадын олон улсын санхүүгийн корпорацийн нэгэн судалгааны тайланг үндэслэхэд, хятадын иргэд хоорондын зээлийн зах зээлийн хүрээ хэмжээ 2011 оны дунд үед 3.800.000.000.000 –д хүрсэн нь, өмнөх оны мөн үеийнхээс 38%-иар, 2010 онд иргэд хоорондын санхүүжилтийн хэмжээ 3.200.000.000.000-д хүрч байсан нь өмнөх оны мөн үеийнхээсээ 51%-иар тус тус өссөн байна. Ойрын хоёр жилд явагдсан иргэд хоорондын санхүүжилтийн хурдцын өсөлт нь ЗБН-ийн нормыг сүүлийн жилүүдэд тогтмол хэрэгжүүлсэн мөнгөний хатуу бодлогын шууд хариу үйлдэл болох юм.

Тав. Дүгнэлт

Хятадын хурдацтай эдийн засгийн өсөлтийн явцад санхүүгийн зах зээл нь байнга сайжирч, санхүүгийн зуучлалын өсөлт бодит шинжтэй байгаа бөгөөд энэ нь мөн тогтолцооны шинж бүхий гүн гүнзгий учир шалтгаантай юм. Хүүгийн хэмжээ ба валютын ханшийг төлөвшүүлэх механизм уян хатан бус нөхцөлд, ЗБН зэрэг арга хэрэгслэлийг ашиглах нь гадаад шалтгааны улмаас үүдэлтэй тэнцвэрийн алдагдлыг үгүй болгож хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэн богино хугацаанд ханшийг тогтворжуулах ба дотоодын макро эдийн засгийн тогтвортой байдлыг

хангахад үр дүнтэй боловч, санхүүгийн зуучлал хэмээх нэн хүндрэлтэй сорилтыг бий болгодог. ЗБН-ийн хэмжээг байнга дээшлүүлэх нь арилжааны банк, аж ахуйн нэгж, иргэд хоорондын эдийн засгийн нөхцөл байдлыг өөрчилж, санхүүгийн зуучлалын явцыг хурдасгадаг болохыг санхүүгийн зуучлал ба ЗБН-ийн бодлогод хийсэн дээрх онолын дүн шинжилгээ харуулж байна. Харьцангуй өндөр нөөц нь арилжааны банкны хадгаламжийн хүүний зөрүүг өсгөдөг хийгээд харин харьцангуй өндөр хадгаламжийн болон зээлийн хүүний зөрөө нь шууд санхүүжилтийн зах зээлийн хөгжлийг дэмждэг гэсэн үндсэн логикод захирагдана. Шууд санхүүжилт нь хөрөнгө оруулагчдыг хадгаламжийн ашгаас илүү өндөр байхуйц, харин санхүүжигчийг зээл нь улам бага өртөгтэй байхуйц санхүүгийн бүтээгдэхүүнээр тус тус хангадаг байна. Иймээс хөрөнгийн зуучлалын үйл ажиллагаа нь арилжааны банкнаас аажмаар хөрөнгийн зах зээл рүү шилждэг ажээ. Эдийн засгийн мөчлөг болон мөнгөний нийлүүлт зэрэг хүчин зүйлсийн нөлөөг тооцолон гаргасан үр дүнгээс харахад ЗБН нь 1%-иар өсөхөд санхүүгийн бус аж ахуйн нэгжийн шууд санхүүжилтийн хувь хэмжээ урт хугацаанд 0.70%-иар өсдөг гэдгийг империк үр дүн харуулж байна.

Цаашилбал, ЗБН-ийн бодлого, санхүүгийн зуучлалын хоорондох харилцааны мөн чанар нь тоон хяналтын аргад хэт их түшиглэсэн мөнгөний бодлогод сорилт бэрхшээлийг авчирдаг байна. Нэг талаар, банкны системээс гадагшлах хөрөнгө мөнгөний хурдацтай урсгал нь хөрөнгийн зах зээл ба хууль бус иргэд хоорондын санхүүгийн зуучлалын зах зээл рүү урсан орж, мөнгөний тоо хэмжээ ба нийт эрэлтийн хоорондох харилцааг өөрчлөн тогтворгүй болгож, зөвхөн мөнгөний тоо хэмжээнд хяналт тогтоож үнийн тогтвортой байдал ба эдийн засгийн тогтвортой өсөлтийг хангах зорилтыг үр дүнтэй хэрэгжүүлэхэд хүндрэл дагуулдаг. Манай улсын ойрын жилүүдэд хэрэгжүүлсэн мөнгөний бодлогын практикаас энэ асуудал тов тодорхой харагдаж байна. Нөгөө талаар, тоон агуулгатай хяналтыг үр дүнтэй үргэлжлүүлэхийн тулд санхүүгийн хяналтыг зайлшгүй нэмэгдүүлэх шаардлагатай. Чингэснээр хэвийн санхүүгийн инновацийг саатуулж, ашгийн хойноос хөөцөлдсөн хөрөнгө мөнгийг хууль бус зам руу оруулж санхүүд болзошгүй эрсдлийг дэвэргэх магадлалтай юм.

Орчуулсан: Д.Базардорж