

日本におけるマクロ・プルーデンス政策

戸 井 佳 奈 子

The Macroprudential Policy in Japan

Kanako Toi

はじめに

サブプライムローンに端を発した金融危機は、金融の仲介機能やリスク管理機能などの金融システムの機能に障害を生じさせ、実体経済にまで影響を与えるものであった。IMF「World Economic Outlook April 2010」によれば、金融危機が世界的な経済危機の段階にまで広がった2009年の先進国における実質 GDP の成長率は、軒並みマイナスの成長率となっている。金融危機の震源地である米国では-2.4%、サブプライムローン問題が飛び火した欧州においては、ユーロ諸国で-4.1%、英国では-4.9%となった。日本は-5.2%であった。また、この金融危機においては、Too big to fail の問題が生じ、大規模な金融機関を救済するために多額の資金が投入され、国民から大きな批判が金融機関の経営者や政府に浴びせられた。

金融危機は、これまでもいろいろな国々で起き、それに対する対策も、その都度取られてきた。しかし、2007年に生じた金融危機、及び、それに伴う経済危機は、欧米諸国の政策担当者や研究者に、これまでの監督・規制体系では、金融システムの安定性を維持すること、及び、実体経済への波及を止めること、さらに、Too big to fail の問題を解決することは不可能であることを知らしめるものであった。

こうした中で、欧米諸国等においては、マクロ・プルーデンス政策の重要性が強調され、その取組みが進められている。マクロ・プルーデンスの概念は、新しい概念ではない。にもかかわらず、先般の世界的な金融危機以後、マクロ・プルーデンス政策の重要性が強調されるのは、これまでのプルーデンス政策は、個々の金融機関の健全性を維持することにより、金融システムの安定性の維持や預金者保護の目的を達しようとしてきたが、そうしたミクロの視点だけでは、金融システムの安定性は維持できず、また、金融危機をもたらすシステムック・リスクを適切に把握することもできなかったとの問題意識を反映したものと理解されている（杵渕他 [2012]、小立 [2011]）。

マクロ・プルーデンス政策は、これまでのミクロ・プルーデンス政策とどのように異なるのか。また、マクロ・プルーデンス政策が強調される背景を、金融危機とその対応策という点から見た場合、マクロ・プルーデンス政策はどのように位置づけられるのか。そして実際、日本や欧米諸国では、マクロ・プルーデンス政策がどのように進められているのか。日本におけるマクロ・プルーデンス政策は十分なものなのか。これらを本稿では見てみたい。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、I章では、マクロ・プルーデンス政策とは何かを整

理する。Ⅱ章では、米国、英国、欧州におけるマクロ・プルーデンス政策を概観する。Ⅲ章では、日本におけるマクロ・プルーデンス体制について見るとともに、日本のマクロ・プルーデンス体制の問題点を取り上げる。Ⅳ章では、本稿の簡単なまとめを行う。

I. マクロ・プルーデンス政策とは

本章では、まず、マクロ・プルーデンスの視点とは何か、それはマイクロ・プルーデンスの視点とどのように異なるのかをみる。次に、マクロ・プルーデンス政策の対象である実体経済に波及する金融危機の特徴を整理するとともに、現在考えられているシステミック・リスク軽減策について述べる。

(1) マクロ・プルーデンスの視点

Borio [2003], [2010] は、マクロ・プルーデンスを、監督規制体系の将来の展望と位置付けており、それは、預金者や投資家を保護するために個々の金融機関の破綻を防止するというよりもむしろ、実体経済において大きな損失を伴う金融危機のリスクを制限するものと定義している。言い換えれば、システミック・リスクの軽減と個々の金融機関の破綻防止策を区別し、システミック・リスク軽減の重要性をプルーデンス政策の目標に位置づけた監督規制体系と言える。

具体的には、表1に示すように、マクロ・プルーデンス政策では、金融機関の相関や共通のエクスポージャーを重要とする。Borio [2003] によれば、より大きく長く続く実体経済へのコストをもたらすような金融の混乱は、最初に、いくつかの金融機関にわたるマクロ経済のリスク要因への共通のエクスポージャーを通じてシステミック・リスクが生じたケースに見られるという。そして、このタイプの金融危機の特徴は、金融危機の最初のフェーズにおいて、好景気で緩いリスク評価、信用拡大、資産価格の上昇が見受けられ、これが実物経済の蓄積と金融との不均衡を促進するとする。そうした状況下で、予測なしで引金がひかれ、その場合、システムが十分なバッファをもっていなければ、危機が起こると分析している。

また、マクロ・プルーデンスの視点では、リスクは、金融機関の集団的行動によって内生的に発生するものであり、外生的に発生するとは見なさない。Gianni, *et al.* (2012) は、こうした金融機関の集団的行動を、戦略的な相関性という言葉で表現している。つまり、同じ戦略をとってい

表1 マクロ・プルーデンスとマイクロ・プルーデンスにおける視点の比較

	マクロ・プルーデンス政策	マイクロ・プルーデンス政策
短期目標	金融システムの広範囲に及ぶ危機を防止	個々の金融機関の破綻防止
最終目標	経済へのコストを回避	消費者（投資家／預金者）の保護
リスクの特性	(部分的に) 内生的	外生的
金融機関間の相関や共通のエクスポージャー	重要	無関係
プルーデンシャルなコントロール方法	システム全体のリスクの観点から。トップダウン	個々の金融機関のリスクの観点から。ボトムアップ

資料：Borio [2003], Borio [2010] より引用

れば、損失を出した時にも寛大に見てもらえるということで、金融機関の行動は他の金融機関の貸付戦略に影響されるとする。そして、これは評判やマネージャーのインセンティブ構造と関連するという。

(2) 金融危機の特徴とシステミック・リスク

2007年の金融危機では、金融危機の最初のフェーズにおいて、上記に挙げられている特徴が確かに見られた（FSF [2008], 戸井 [2011]）。また、近年の過去の金融危機の特徴を整理してみると、日本において生じた1990年代の金融危機や東アジア通貨危機においても、同じような特徴が見出せる（表2）。いわゆるバブルとの関係で発生した金融危機である。そして、このタイプの金融危機は実体経済に波及している。他方、過去に起きた他の特徴を有する金融危機は、これまでの政策ツールを使えば、その混乱を抑え、経済への波及を防ぐことができる金融危機である。すなわち、これまでに生じた金融危機から見れば、現代の金融システムにおいて、実体経済へ波及する金融危機はバブルに関連する危機のみであると言える。

では、実体経済において大きな損失を伴う金融危機のリスク、すなわちシステミック・リスクとは、バブルに関連する金融危機のケースのみと言えるのであろうか。システミック・リスクに関する議論は、1980年代から行われている。1984年、Brimmer [1984] は、金融システムの不安定性をシステミック・リスクという言葉で表現している。その後、システミック・リスクを定義する試みも行われている。Bartholomew, *et al.* [1995] は、システミック・リスクを、「実体経済

表2 近年における過去の金融危機の特徴

金融危機発生時期	金融危機	対象金融機関の規模・数	実体経済への波及	危機の特徴・特異性	対応策
1980年代	S&L (米国)	小規模, S&L 複数	なし	預金金利上昇と大口の市場性資金による調達コストの上昇により逆鞘。商業用不動産融資により資産内容の悪化	預金保護, 破綻処理制度の構築
1984年	コンチネンタルイリノイ銀行 (米国)	大規模, 単独	なし	流動性危機, オイル・ガスなどのエネルギー部門に特化・州法により単一銀行制度下にあったため市場からの資金調達に依存 (固有の戦略)	信用供与, 預金保護, Too big to fail 政策の始まり
1990年代	日本のバブル崩壊	小規模多数, 及び, 大規模複数	あり	好景気, 土地価格・株価の上昇, 信用拡大, 金融機関の集团的行動	総量規制, 金融引締め, 信用供与, 預金保護, 破綻処理制度の構築
1997年～1998年	東アジア通貨危機	多数	あり	不動産バブル, 為替レートの暴落により, 企業の経営破綻, 金融機関の資産内容悪化	信用供与, IMF による対応, 資本規制
2007年～	サブプライム問題を契機に生じた金融危機	大規模複数,	あり	好景気, 住宅価格の上昇, 信用拡大, 証券化商品によるリスクのグローバルな拡大 資本市場での危機	信用供与, 保険会社や証券会社などへの Too big to fail 政策

資料：筆者作成

に大きな影響を与える可能性をもった、銀行システムや金融システムの重要な部分における、突然で、通常予期できない信認の崩壊」であると定義した。バブルに関連する金融危機は、その一つのケースである。したがって、バブルに関連する金融危機のみがシステムミック・リスクを顕現化するとは言いきれない。実際、決済システムの崩壊によるシステムミック・リスクの顕現化の可能性は、よく言われることであるが、以下では、バブルに関連する金融危機が実体経済へ波及するのをいかに防ぐかという点からマクロ・プルーデンス政策を検討することにする。

(3) システムミック・リスクの軽減策

バブル崩壊によって発生する金融危機は、これまでの金融危機を見てもわかるように、実体経済に大きな悪影響を及ぼす。先進諸国における現代の金融・経済システム危機では、バブルに関連して発生する金融危機が最も脅威であることは間違いない。では、どうすればバブルに関連して発生するシステムミック・リスクを軽減できるのか。

Borio [2003], [2010] は、マクロ・プルーデンス政策の視点から、時間とクロス・セクターから見るアプローチを提唱している。

前者は、システムミック・リスクが生じるのは金融システム内や金融システムとマクロ経済の間で発生する金融サイクルや金融システムのプロシクリカリティが原因であるとの考え方による。すなわち、好況時には、自己資本比率が上昇することにより、銀行などの金融機関がリスクテイクを積極的に行う。このため、資金も企業に流れることから、さらに景気を過熱させる。逆に、不況時には、自己資本比率が低下することから、金融機関がリスクテイクを行わず、このため企業への資金が円滑に流れないことにより、景気をさらに悪化させる。こうした景気変動に対応した銀行などの金融機関の行動がさらに景気変動を増幅させてしまうというプロシクリカリティの問題である。こうした問題への具体的な策としては、実質 GDP に対する信用の増大などの指標の導入や、後述のようにバーゼル銀行監督委員会が提案するカウンターシクリカル・バッファを導入し、バブル発生時に、バブル崩壊に備えて自己資本を積み上げておくことなどが具体的な手段として挙げられている。

後者は、システムミック・リスクが生じるのは、金融システム内における共通のエクスポージャーやつながりが原因であるとする。共通のリスクの原因に対して脆弱になることから同時に金融機関の失敗が生じるとされる。これに対しては、各金融機関のポートフォリオの相関や共通のエクスポージャーを見ることの重要性が挙げられている。

もちろん、こうしたマクロ・プルーデンス政策をどこが責任をもって行うのか。どのように情報を集めるのかなど、マクロ・プルーデンス政策の実施体制を整えることが重要であることは、言うまでもない。

II. 欧米諸国におけるマクロ・プルーデンス政策の推進

2007年の金融危機以後、欧米諸国においてマクロ・プルーデンス政策の推進の動きが高まっている。以下では、欧米諸国におけるマクロ・プルーデンス政策がどのように推進されているかを実施体制、及び、具体的な政策手段の点から見る。

(1) 米国のマクロ・プルーデンス政策¹⁾

米国では、2010年7月にドッド=フランク法が成立したことにより、マクロ・プルーデンスに責任を有する機関として、「金融安定監督評議会 (Financial Stability Oversight Council; FSOC)」が設置されるとともに、FSOCをサポートする機関として、米国財務省の中に「金融調査局 (Office of Financial Research; OFR)」が設置されることになった。FSOCがシステムミック・リスクを特定し、それに対処する。OFRは、FSOCのためのデータの収集・分析などを行う機関となる。

この他、SIFIs (Systemically Important Financial Institutions) に対しては、リスク・ベースの自己資本規制、レバレッジ制限、流動性規制、全体的リスク管理規制、破たん処理計画、信用エクスポージャー報告など、より厳格なプルーデンス基準を課している。また、ボルガー・ルールでは、銀行、銀行持ち株会社、及びその子会社が自己トレーディングを行うことを禁止した。

以上のようなマクロ・プルーデンス規制・監督は、現在規則策定の作業が行われているところであるが、実践的な動きとしては、FRBの内部に「大規模機関監督調整委員会 (Large Institution Supervision Coordinating Committee; LISCC)」を設置し、大規模な金融機関の監督を行っている。また、FRBの部局として「金融安定政策調査局 (Office of Financial Stability Policy and Research)」も2010年に設置した。なお、2009年には救済プログラムの対象となった大規模な銀行持ち株会社にストレス・テストも実施している。

(2) 英国のマクロ・プルーデンス政策²⁾

英国は、2013年から新たな規制システムをスタートさせる。この新体制の下では、BOEの中に「金融安定委員会 (Financial Policy Committee; FPC)」を設立する。FPCは、BOEに課せられた金融システムの安定を保護・強化するという目的のために、実際にシステムミック・リスクを除去・軽減するための措置を実施し、金融システムの安定性に事実上の責任を負う。現在は、暫定FPCがその機能を担っている。また、FPCは、マイクロ・プルーデンス規制に責任を持つ「プルーデンス規制機構 (Prudential Regulation Authority; PRA)」に、システムミック・リスクに対する勧告・支持する権限を有する。

財務省の報告書によれば、マクロ・プルーデンスのツールの候補としては、資本規制、流動性ツール、フォワード・ルッキングな損失引当、担保要件、ディスクロージャー、ストレス・テストが挙げられている (HM Treasury [2011])。

(3) EUのマクロ・プルーデンス

EUでは、マクロ・プルーデンスに責任を持つ「欧州システムミック・リスク理事会 (European Systemic Risk Board; ESRB)」が、2010年に設置された。一方、マイクロ・プルーデンスに責任を持つ機関として、翌年、欧州銀行監督機構 (European Banking Authority; EBA)、欧州証券市場監督機構 (European Securities and Markets Authority; ESMA)、欧州保険年金監督機構 (European Insurance and Occupational Pensions Authority; EIOPA) が設置された。

マクロ・プルーデンスツールとしては、ストレス・テストなどが実施されている。

1) Bernanke [2011], 小立 [2011] を参考にしている。

2) HM Treasury [2011], 小立 [2011] を参考にしている。

以上のように、米国、英国、EUにおいては、マクロ・プルーデンス政策の責任を有する機関が、新たに設立されることになった。

(4) バーゼルⅢ

このような各国の動きの一方で、バーゼルⅢでは、プロシクリカリティに対応する措置として、カウンターシクリカル・バッファー、資本保全バッファー、レバレッジ比率、新たな流動性規制が導入される。中でも、カウンターシクリカル・バッファーは、過度の信用拡大が行われている時期に、リスクアセット・ベースの自己資本規制の最低水準に積み上げ、リスクが顕在化した場合に、カウンターシクリカル・バッファーの取り崩しを認めるものである。

Ⅲ. 日本におけるマクロ・プルーデンス政策の現状と課題

日本において金融システムの安定性という面からマクロ・プルーデンス体制の整備が行われたのは、1990年代後半のバブル崩壊後である。1990年代の日本の金融危機は、日本経済の「失われた10年」と言われるように、実体経済に大きな損失を与えるものであった。その金融危機は、2007年の先般の金融危機と同様にバブルとの関連で発生した金融危機であり、それは、1980年代における金融自由化の進展や金融緩和局面を背景にほとんどの金融機関が不動産関連融資や財テク融資に偏り、共通のエクスポージャーを抱えたという特徴を有するものであった。鹿野〔2006〕によれば、金融機関の土地関連融資の伸びが総貸出のそれを上回るという事態が生じたという。金融危機を拡大させた背景には、金融機関が共通のエクスポージャーを抱えた他に、不良債権の情報開示のあり方、破綻処理の不整備、金融当局の対応の悪さなどが挙げられるが、以下では、マクロ・プルーデンス政策の視点から、どのような整備が行われたのか、また、現在どのように金融システムの安定性が維持されているのかをみる。その上で、日本におけるマクロ・プルーデンス体制の問題点を挙げる。

(1) 日本におけるマクロ・プルーデンス体制

1997年6月、新日本銀行法が公布され、1998年4月から施行された。新たな日本銀行法では、日本銀行の目的として、物価の安定とならび金融システムの安定が法文上で明確化された。日本銀行法第1条第2項では、「日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」とあり、決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じて、金融システムの安定に寄与するとされている。

現在、日本銀行は、個々の金融機関の健全性を維持するために把握する考査やオフサイト・モニタリング、日々の金融調節、決済システムの運営等を通じて得るマイクロ情報も活用しながら金融システムを全体としてみた場合のリスク分析・評価を行い、その成果は各種政策の運営に活用されるとともに金融システムレポートとして对外公表している（日本銀行金融研究所〔2011〕）。金融システムレポートでは、金融システムにおけるリスク、マクロ経済ショック・金融資本市場の変化・外貨流動性リスクに対する金融システムのリスク耐性、金融機関の経営課題などの調査分析結果による金融システムの安定性評価と金融機関の経営課題が報告されている。

また、こうした対策が行われたにもかかわらず、システムック・リスクが顕在化する可能性が

高まった場合には、最後の貸し手機能を発揮することになっている。日本銀行法に基づき特融を実施するか否かは、システミック・リスクが顕現化するおそれがあること以外に、日本銀行に資金供与が必要不可欠であること、モラル・ハザードの防止の観点から、関係者の責任の明確化が図られるなど適切な対応が講じられること、日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮することの4つの原則が満たされることが前提とされる。

経済・物価情勢の点検を行うにあたっては、資産価格や信用量などによって中長期的な経済・物価情勢の点検に加え、マクロ・プルーデンスの観点から、リスク要因の点検も行っている。この他、危機管理計画（コンティンジェンシー・プラン）の策定ができていないかなどについても検証している。また、金融システムに及ぼす影響の大きさやリスクの状況などの経営実態等によって、考査の頻度、調査範囲、要因数等も決定しているという（日本銀行金融研究所 [2011]）。

他方、金融庁は、行政上の規制・監督当局として、民間金融機関等に対する検査・監督を行う他、金融制度・民間金融機関等の国際業務・破綻処理制度・金融危機管理に関する企画・立案等を行っており、個別金融機関の健全性確保、金融システムの安定確保に努めるとされる。財務省は、金融機関の破綻処理制度や金融危機管理に関する企画・立案を担当している。

(2) 日本のマクロ・プルーデンス体制の問題

日本では、欧米よりも早くにバブル崩壊による金融経済危機を経験したことから、日本銀行法には既に金融システムの安定性維持が謳われているなど、欧米諸国よりは、その対応が進んでいる。また、日本銀行は、欧米の中央銀行と異なり、金融監督機能や考査機能を有しているため、マクロ・プルーデンス政策で求められる個別の金融機関の情報へのアクセスも可能となっている。しかし、実際に、マクロ・プルーデンス政策を所管するのがどこかは、明らかになっていない。金融システムの安定性確保に責任を負っているのは、日本銀行のみならず、金融庁も負っている。財務省も財政の健全性確保という面から金融危機管理に関する責任を負っている。マクロ・プルーデンス政策の責任を持つのはどこなのかを明確にする必要がある。欧米諸国では、マクロ・プルーデンス政策の責任を負う機関を新たに設置しており、米国では、そのメンバーは関連する各規制当局の長10名で構成されている。他方、日本においては、マクロ・プルーデンス政策をどこが責任を持って行っていくべきかの議論自体、筆者が知る限り行われていないように思われる。日本銀行が責任機関となるのか、それとも日本銀行、金融庁、財務省が協動的に行っていくのか、その場合の責任の所在はどうするのかを明確にしておくことが求められる。

また、マクロ・プルーデンス政策については、より具体的な計画が求められる。バブルは、日本や米国の経験からもわかるように、バブルの膨張期に、バブルを抑制するために金融政策の引締めを発動することは難しい。それは、伊藤・黄 [2010] によれば、バブルの発生を判定することの難しさや、仮に中央銀行がバブル発生を認知したとしても、政府関係者の引締めに対する反対があること、また、物価安定時に引締めを行うなど他の政策目標とのトレードオフ関係に関わる困難さや、実施のタイミングの難しさとかかわるものとする。これらを踏まえて、どのような形でマクロ・プルーデンス政策を発動するのか、そのあたりのさらなる検討が必要と思われる。

さらに、最後の貸し手機能や預金保険制度などは、確かに構造的にシステミック・リスクを減らすものであるが、マクロ・プルーデンシャルにおける最終目的である、金融システムの安定を維持するために納税者のお金を使わないという目的に合うものではない。銀行のみならず他の金融機関も含め、大規模な金融機関、すなわち SIFIs (Systemically Important financial Institutions)

への対応をより一層行っていく必要がある。

IV. お わ り に

バブルに関連して起きる金融危機は、金融システム不安、ひいては経済システムの混乱を生じさせるものである。その金融危機の原因となるバブルをいかに防ぐかが、現在問われている。欧米諸国よりもバブルを早くに経験した日本などの東アジアの国々においては、その対策が取られているとはいえ、それで十分かどうかは疑問である。中央銀行が、金融政策とマクロ・ブレードンス政策を併せて行えば利益相反が起きる可能性がある。しかし、先般の2007年の金融危機以降、マクロ・ブレードンス政策については、金融政策との関連性も強いいため、金融システム全体のリスクを管理する必要がある中では、2つの政策運営を組み合わせることが、求められるという指摘も多い(White [2009])。金融政策とマクロ・ブレードンス政策の2つの政策運営を組み合わせるのならば、利益相反の問題をどのように解決していくのか、実施のタイミングをどのように決めていくのか等、さらなる研究が必要である。このことは、ガバナンスとの問題とも関係する。その意味においても、マクロ・ブレードンス政策の責任を負う主体はどこかを明確にすべきであろう。現在、事実上、中央銀行がマクロ・ブレードンス政策を主に担っている形になっているが、欧米諸国のように、マクロ・ブレードンス政策を担う機関を設けるのがよいのか否か、金融政策とマクロ・ブレードンス政策の両方の責任を中央銀行が担うことの問題の検証等も含め、今後、検討することが必要である。

さらに、2007年の金融危機は、資本市場を通じて、瞬く間に欧米諸国に波及しており、この点は、日本のバブル崩壊による金融危機の波及の仕方とは異なるものであった。情報通信技術が高まり、情報が瞬時に流れる社会。他方、金融の商品開発は、日々行われている。次に起こる金融危機がどのような形で波及していくのか予想がつかない。バブルの発生を抑えるとともに、仮にバブルが発生し崩壊した場合に、どのような対策を取るべきか、あらゆる経路を想定し、その対策を練っておくことが必要であろう。

なお、先般の金融危機は、公的資金の導入を通じて、各国に財政危機を引き起こすものであった。システムック・リスクを軽減することと同時に、財政健全化への努力を行うことは、言うまでもない。

参 考 文 献

- 1) 伊藤 修・黄 月華 [2010], 「バブル発生の認知と膨張の抑止」伊藤 修 埼玉大学金融研究室編『バブルと金融危機の論点』日本経済評論社。
- 2) 杵淵 輝, 柳澤みずき, 菊田直也, 今久保圭 [2012], 「マクロブレードンス政策手段を巡る最近の議論」日銀レビュー, 2012年8月。
(<http://www.boj.or.jp/research/wps-rev/rev-2012/data/rev12j13.pdf>)
- 3) 小立 敬 [2011], 「マクロブレードンス体制の構築に向けた取組み」FSA Institute Discussion Paper Series 2011-1. 金融庁金融研究センター。
(<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2011/01.pdf>)
- 4) 鹿野嘉昭 [2006], 『日本の金融制度 第2版』東洋経済。
- 5) 戸井佳奈子 [2011], 「金融危機とその再発防止策の一考察」『安田女子大学紀要 第39号』安田女子大学, pp209-221.

- 6) 日本銀行金融研究所 [2011], 『日本銀行の機能と業務』有斐閣.
- 7) Bartholomew, Philip F., Larry R. Mote, and Gary Whalen [1995], “The Definition of systemic Risk” paper presented at the 70th annual Western Economic Association Conference, San Diego, California, July 8, 1995.
- 8) Bernanke, Ben [2011], “Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation” Remarks at Federal Reserve Bank of Chicago, May 5.
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.pdf>)
- 9) Borio, C. [2003], “Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?” CESifo Economic Studies, Vo149, no2/2003 : 181–216.
- 10) Borio, C. [2010], “Implementing a Macroprudential Framework : Blending Boldness and Realism” Bank for International Settlements.
- 11) Brimmer, Andrew F. [1984], “The Federal Reserve as Lender of Last Resort: The Containment of Systemic Risks,” paper presented before a joint session of the American Economic Association and the Eastern Economic Association, Dallas, Texas, December 29, 1984.
- 12) Financial Stability Forum [2008], “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”, 7 April 2008.
- 13) Gianni De Nisco, Giovanni Favara and Lev Ratnovski [2012], “EXTERNALITIES AND MACROPRUDENTIAL POLICY” IMF STAFF DISCUSSION NOTE, June 7, 2012 SDN/12/05.
- 14) HM Treasury [2011], “A New Approach to Financial Regulation: Building a Stronger System,” February 17.
(http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf)
- 15) White, W. R. [2009], “Should Monetary Policy ‘Lean of Clean’?” Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 34.

[2012. 9. 27 受理]