

《多德-弗兰克法案》影响了美国房地产金融市场吗？

彭建刚，许李欣

（湖南大学金融与统计学院，湖南省、长沙市，410006）

摘要：金融危机后，美国进行了以《多德-弗兰克法案》为标志的金融监管改革。特朗普却对该法案提出了质疑。本文从美国房地产金融市场存在的问题入手，通过研究《多德-弗兰克法案》在抵押贷款质量、资产支持证券、信用评级监管和“两房”共四个方面的改革条款，分析法案是否对美国房地产金融市场产生了积极的影响以及法案是否解决了美国房地产金融市场的风险问题。本文最后在借鉴美国经验教训的基础上，对我国房地产金融市场提出了提升监管制度效率、施行信用风险自留豁免、增强对住房抵押贷款审查和加强对信用评级机构监管等四点建议。

关键词：《多德-弗兰克法案》；房地产金融风险；金融监管改革；住房抵押贷款证券化

中图分类号：D93/97；F293.35 **文献标识码：**A

一、引言

2003年，美国贷款利率创历史新低，在政府的政策推动下，次级贷款泛滥。到了2007年，次级住房贷款与住房抵押贷款证券化成为了导致次贷危机的重要原因：崔善花（2007）^[1]提出放贷冲动、“猎杀”放贷（predatory lending）和监管缺位是导致次贷危机发生的三大原因。宜昌能和王信（2009）^[2]认为引发次贷危机最直接的原因是在“发起-配售”模式下的房地产贷款证券化，危机爆发的根源是次级房贷的泛滥；住房贷款的资产支持证券增加了金融风险。根据张健华和张雪春（2008）^[3]的研究，通过“发起-分销”打包出售资产的模式让银行更容易遭遇流动性风险，进一步引发系统性风险。易宪容和王国刚（2010）^[4]提出次贷危机的本质是流动性危机：房地产业在流动性泛滥的情况下成为了吸收流动性的载体。

2008年美国次贷危机演变成成为全球性的金融危机，尽管美国联邦储备委员会前委员爱德华·葛兰里奇（Edward Gramlich）在危机前曾作出警告：“次级房贷市场就像是狂野的美国西部”，但美国监管部门当时并未重视。危机后，世界各国开始重新审视系统性风险，对自身的金融监管体制进行深刻反思，尤其是针对房地产金融市场的风险防控体系。为防止危机的再次发生，美国开启了“大萧条”后最大规模的金融监管改革；2010年7月，美国时任总统奥巴马签署了《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（以下简称《多德-弗兰克法案》或法案）——一部对银行与储蓄协会控股公司及存款机构、保险业、证券业等金融行业的全面监管改革法案。

近年来，我国各城市房价不断上涨，房地产泡沫逐年增大，房地产金融市场风险也越来越高。2008年美国的次贷危机为住房抵押贷款及其证券化市场敲响了警钟；随着我国2012年重新恢复资产证券化并逐年扩大证券化规模，房地产抵押贷款证券化市场的风险成为越来越值得关注的一大焦点。

2017年7月，第五次全国金融工作会议上强调了“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”。在此之前，在中共中央政治局以“金融安全”为主题的第四十次集体学习会议上，习近平主席强调了金融安全对保障国家安全和保持经济健康发展的重要意义，金融风险控制被提升到了前所未有的高度。重视金融风险的防控，统筹推进金融监管改革是我国现阶段的重要任务。

《多德-弗兰克法案》是一部美国金融监管改革历史上具有里程碑意义的法案，但对于

该法案一直有反对声音存在。《多德-弗兰克法案》是否能真正解决美国房地产金融市场存在的问题并起到降低风险、防止危机重现的作用？我国在金融监管改革路上又能从法案中借鉴什么以更好地防控房地产金融市场风险？本文拟对这些问题作一定的思考。

二、国内外对法案的研究与负面评价

（一）文献综述

次贷危机把美国金融监管的问题暴露出来，使美国开始改革金融监管。美国财政部于2008年3月、2009年3月和2009年10月分别发布了《现代金融监管结构蓝皮书》（The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure）、《金融监管改革框架》（Treasury Outlines Framework for Regulatory Reform）和《金融监管改革：新的基础》（Financial Regulatory Reform: A New Foundation），力图弥补美国金融监管的漏洞。徐克恩和鄂志寰（2008）^[5]认为《现代金融监管结构蓝皮书》的核心目标是改变美国的功能性监管格局，继而采用一种目标监管方式，建立一个长期的最优监管框架来提升美国金融服务业的效率和美国资本市场的竞争力。奥巴马政府提出的《金融监管改革框架》和《金融监管改革：新的基础》，扩大了金融监管的范围并加强了金融监管力度，景春梅、魏青山和曾省存（2010）^[6]把它们看作“推土式”的改革。在三大前期改革文件的基础上，美国参议院和众议院在2010年颁布了《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》。华尔街是美国金融体系的象征和美国金融业的中心，次贷危机正是从华尔街开始向全世界蔓延的。《多德-弗兰克法案》提出的起因便是对华尔街分配不公的愤怒和呼吁：“大而不能到”的金融机构在华尔街集聚风险，引发了全球性的金融危机，不仅导致无数小型金融机构倒闭和实体企业破产，还需要用纳税人的钱救助自身。《多德-弗兰克法案》从系统性风险、金融消费者保护、提高对金融机构的监管标准和约束、严格化对银行资本和业务的监管；改革和扩充“多重多头”的监管体系；设立金融消费者保护局，加强对消费者权益的保护；强化对系统重要性机构的监管，以期解决“大而不倒”问题；用沃克尔规则对投机性交易进行限制，加强对金融衍生品的监管。法案的根本目标是利用更完善的金融监管体系处理好一种不良倾向，即金融机构把整个金融系统置于风险之中，然后牺牲纳税人的利益使自己脱离困境。

《多德-弗兰克法案》出台后，部分学者认为该法案有效性明显。在对场外衍生品市场的研究中，Loon 和 Zhang（2016）^[7]获得了证据表明法案提升了指数信用违约互换市场的流动性并降低了交易成本。Balasubramnian 和 Cyree（2014）^[8]的实证发现法案确实对提升市场约束机制具有显著效果。Pope 和 Lee（2013）^[9]的研究表明，法案提出的对揭发者进行的经济补贴有潜力去提升参与者报告可疑行为并在报告过程中揭露自身身份的可能性。

另一部分学者发现该法案仍然存在缺陷。诺贝尔经济学奖获得者 Shiller（2011）^[10]在针对法案的反思中认为，新的监管制度必须实现金融民主化和人性化，而法案实施后的美国离此目标相距甚远。Floros 和 White（2016）^[11]对法案的合格住房抵押贷款条款进行研究，发现合格住房抵押贷款定义的最终版本对降低违约风险的效力不如最初版本强。Dimitrov、Palia 和 Tang（2014）^[12]的研究发现法案无法约束信用评级机构提供更加准确和详细的信用评级。Kane（2012）^[13]总结了让债权人和内外监管者避开或外包尽职调查的激励冲突，认为法案在策略方面的改革没有充分地认识到并强调这方面的冲突。

国内学者对法案的启示进行了一定的研究。宋丽智和胡宏兵（2011）^[14]分析解读《多德-弗兰克法案》，深入探讨法案对美国及国际金融业的影响，并分析其对我国金融监管制度的借鉴与启示。王达（2012）^[15]认为法案填补了美国对影子银行监管的空白，但凯恩斯

式的监管模式对市场金融体系的效率可能产生负面效应,或因金融创新而无法产生应有的效力。彭兴庭(2010)^[16]对《多德-弗兰克法案》进行了述评,提出法案的内在精神主要体现在对公平的尊重;对稳定、安全和秩序的需求;对新自由主义的内省和反思三个方面。而民主、公开的协商机制就是寻找法案内在精神最佳平衡点的方法。邹克、关天宇和黄宇焱(2016)^[17]通过对法案“沃克尔规则”的研究,为我国金融防火墙制度建设的提出对策,提出我国不仅要加强防火墙制度的建设,还应探索内部隔离的自律手段。

建议王永海和徐纯(2014)^[18]从更新金融审计理念、拓宽金融审计的对象范围、拓展金融审计的业务内容与创新金融审计方式四个方面阐述了法案对我国金融审计制度创新的启示。隋平(2012)^[19]通过对法案设置的有序清算制度进行分析,认为有序清算机构制度、有序清算程序启动制度和有序清算基金制度仍存在缺陷。

综观国内外对《多德-弗兰克法案》的研究,国外侧重于对法案单一条款的影响分析,国内着重于法案对行业金融监管的启示。从已查阅的文献看,国内外尚缺乏《多德-弗兰克法案》对美国房地产金融市场影响的研究文献。

(二) 对法案的相关质疑与批评

学术界对法案的作用有不同的看法,在非学术界法案也备受争议。2017年6月8日,美国众议院通过了《金融选择法案》(Financial Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs Act, CHOICE),旨在替代《多德-弗兰克法案》;股神巴菲特认为法案削弱了美联储对金融危机的应对能力;特朗普政府将法案形容成一个“灾难”,认为法案要求提高的贷款门槛限制了一些新兴企业和经营实体获得信贷的能力,降低了银行的盈利能力,进而削弱了经济增长和就业创造的能力。由图1可见,美国商业银行的平均资产收益率自2010年后有所增长,并于2012年开始稳定在1%左右。但与危机前15年平均1.2%以上的水平相比,相差20%。因此,银行的盈利能力在法案之后确有下降。

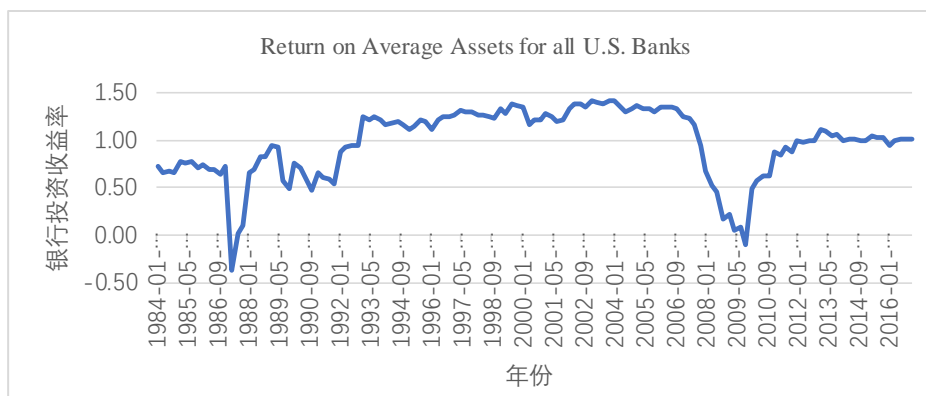


图1 银行平均资产收益图

法案在降低银行盈利水平的同时,也因更严格的金融监管要求(如对资本金和压力测试的要求)增加了合规成本。成本的增加让小型银行和社区银行无力继续开展多类型的金融服务,甚至只能寻求被兼并或破产。作为主要为中小企业和农村居民服务的小型银行与社区银行,在提高贷款门槛后,贷款数量只减不增。根据美联储数据显示,自2010年7月法案通过至2016年9月,商业银行贷款总量从1万2000亿美元增长至2万1000亿美元,增幅超过70%。在此期间,根据联邦存款保险公司的数据显示,小型经营贷款总量仅增加5.8%,从3100亿美元增长到3280亿美元。《多德-弗兰克法案》在一定程度上确实对小型企业贷款产生了负面效应,因此达拉斯联邦储备银行主席罗伯特·卡普兰(Robert Steven Kaplan)

认为法案对中小银行的监管应放松一些；美联储主席耶伦也提出法案中大部分条款规定并不适用于社区银行。反观法案对大型银行的影响，美国大型银行资产占比逐年上涨，规模不断扩大，银行集中度也呈上升趋势，风险集聚效应愈发显著。

除上述的主要原因之外，特朗普政府反对法案的原因是认为法案的限制会使大型公司在国际市场上失去竞争力。美国石油组织作为美国最大的能源游说集团，认为法案强制要求一些美国本土公司公开商业机密，这使得美国国内公司相较于不用公开信息的外国公司处于不利地位；共和党众议院议长凯文·麦卡锡（Kevin McCarthy）也认同法案给美国公司增加了不合理的负担使得美国公司在竞争中处于不利境地。

除此之外，对法案的负面评价还包括认为法案所设立的消费者保护局并不能为消费者提供充足的保护；法案忽略了某些政府行为也助推了次贷危机形成；法案并未对整个金融体系的结构有充分的改变。

《多德-弗兰克法案》确实让金融市场的各项规定更严格、细致，也提高了金融监管的标准。但在付出成本的前提下，法案是否真正对防范房地产金融市场风险起到了作用，亦或是如反对者所说并未做到根本性的改变？法案各项条款的正面效应是否大于其负面效应？在对法案的质疑与批评声中，这些关于法案影响效果的问题值得进一步探究。

三、法案与房地产金融市场相关的条款规定

总体而言，《多德-弗兰克法案》对美国房地产金融市场产生的影响主要集中于资产抵押贷款改革、证券化改革、信用评级监管完善和“两房”改革四大方面，具体表现在：

（一）提升抵押贷款质量，改善借款人地位

房地产抵押贷款质量对于整个房地产金融市场至关重要，它不仅是房地产金融一级市场的核心，也是影响二级市场中住房抵押贷款支持证券质量的关键因素。¹提高抵押贷款质量并减弱借款人与贷款机构之间的信息不对称，对降低房地产金融市场风险有重大意义。

法案第十四章“抵押贷款改革与反掠夺性借贷法案”共分八节，旨在确保借款人与其住房抵押贷款相匹配，且贷款条件和贷款过程对借款人是透明、公平、易理解和无欺诈陷阱的。

为了实现贷款发起人为借款人提供合适的抵押贷款这一目标，该章第一节“住房抵押贷款发起的标准”提出禁止操纵性激励，即抵押贷款发起人不得直接或间接收取费用，且不能操纵任何住房抵押贷款，同时联邦储备理事会对违反该条款的行为具有裁量权。合适的住房抵押贷款本质是确定借款人有足够的还款能力。因此，法案在该章第二节第 1411 条中详细制定了住房抵押贷款的最低标准，即要求在确认借款人有合理的偿还贷款能力后才能对其发放贷款。法案在该节第 1412 条中还定义了“合格抵押贷款”——对负债收入比、分期还款金额、贷款期限等作出限制规定，且于第 1414 条允许“合格抵押贷款”提前还款而免受惩罚。该章第六节“评估活动”主要针对被抵押住房的价值评估，为了更精准地确定被抵押房屋的最新真实价值，从而控制贷款价值比（Loan to Value, LTV）以保障偿还能力，并为住房抵押贷款实时风险水平的衡量提供依据。该章第五节阐述了第三方托管或扣押账户应在信

¹房地产金融市场是围绕房地产生产、流通和消费过程的所有经济活动总称，包括房地产筹资、融资、信托、保险及有价证券的发行和转让等。房地产金融市场由房地产金融一级市场和房地产金融二级市场构成。房地产金融一级市场指居民与房地产相关企业直接融资或通过金融中介间接融资的过程。房地产金融二级市场则涵盖金融中介将持有的住房抵押贷款证券化后出售或转让给二级市场，与房地产开发或建造企业发行的股票债券在投资人之间的转移。（张红和殷红（2007）^[20]）

贷交易前被设立，以便支付税收或其他保险等借贷过程中相关的费用。

由于贷款信息不对称导致借款人经常处于弱势，为了改善借款人在抵押贷款过程中的地位，第十四章制定了以下规定：第一，该章第四节提出应在住房与城市发展部（Department of Housing and Urban Development）下新设住房咨询办公室（Office of Housing Counseling），由该办公室负责与住房所有权和房屋租赁相关的咨询，为贷款申请人增加了咨询渠道；第二，该节第 1450 条新增规定，消费者金融保护局局长应至少每五年更新一份抵押贷款信息手册，帮助抵押贷款的借款人更轻松地了解有关住房抵押贷款的信息；第三，该章第二节第 1420 条新增了对债权人向债务人定期披露住房抵押贷款详情的要求。另外，该章第七节的第 1483 条也对可支付住房项目信息做出了公示要求。信息不对称的屏障被逐步打开，更有益于提高整体的抵押贷款质量。

（二）实施信用风险自留规则，减少次级证券化产品数量

住房抵押贷款支持证券是 2008 年次贷危机爆发的导火索，只有提高资产支持证券的质量才能让高质量的证券化产品在二级市场占主导地位，有效控制房地产金融二级市场风险，防止危机的再次发生。

法案第九章第四节“资产支持证券过程的完善”的主要目的是解决因贷款发放机构未能进行尽职调查和评估而导致的不良贷款泛滥并被整体打包出售给信息缺乏的投资者。其中，法案在该节中的核心条款是“信用风险自留”规则，即法案第 941 条。

由于证券化机构与资产支持证券的投资者之间存在着严重的信息不对称，投资者对证券化的资产池信息知之甚少，证券化机构为了追求更高的利润，容易忽略被打包贷款的质量对证券化风险的影响。信用风险自留是一种信用风险共担机制，证券化机构持有有一定比例的证券化产品成为投资者的一员，与购买证券化产品的投资者“同坐一条船”，共同承担资产支持证券无法履约付息的信用风险；这样，证券化机构会有更大的动力对证券化的抵押资产进行审查，防止被打包资产中次级贷款泛滥的情况出现，更好地消除证券化机构可能发生的道德风险。第四节的第 941 条重新定义了资产支持证券²，并在此基础上对信用风险自留做出相关要求：在该条实施的 270 天内，四类联邦监管机构³应联合制定与住房抵押贷款支持证券相关的信用风险自留规定。关于信用风险自留的具体实施规则，法案要求证券化机构对不合格住房抵押贷款⁴资产支持证券自留不低于 5% 的信用风险，即证券化机构自己保留持有不合格住房抵押贷款资产支持证券的数量须大于该证券化产品数量的 5%；对满足一定承销标准⁵的不合格住房抵押贷款资产支持证券可自留低于 5% 的信用风险；而合格住房抵押贷款资产支持证券可免除信用风险自留要求。

除了最重要的第 941 条信用风险自留条款，该节也分别从提升证券化资产信息披露透明度和对证券化的支持资产进行尽职调查两方面，即第 942 条和第 945 条，对资产支持证券的

²根据《多德-弗兰克法案》的定义，资产支持证券（Asset-Backed Securities）是由固定收入或其他可变现金融资产产生的现金流作为证券持有者收益来源的证券。“抵押”是资产支持证券的关键。

³四类联邦监管机构（人）分别是联邦银行机构（Federal Banking Agencies）、证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）、住房和城市发展部秘书长（Secretary of Housing and Urban Development）和联邦房屋金融机构（Federal Housing Finance Agency）。

⁴合格住房抵押贷款（Qualified Residential Mortgage）是由联邦银行机构、证券交易委员会、住房和城市发展委员会秘书长和联邦房屋金融机构主任共同定义的有较低违约风险的贷款。其定义依据有抵押贷款的表现情况、各类高违约风险的还款方式、产品特征和承销标准、抵押担保保险和其他信用增级措施等。

⁵承销标准由联邦银行机构设立，明确阐述在低信用风险贷款的资产等级下贷款的期限、条件与特点。

发行者做出了要求。这两项要求的目的也是减少不良的证券化资产数量：一方面，投资者拥有更多的信息可以了解证券化的资产，不会再因为信息不对称而发生“劣币驱逐良币”的情况；另一方面，对资产支持证券的资产审查可以让发行人发现证券蕴含的异常风险，有助于提高证券化产品的质量。

（三）加强对信用评级过程与评级机构的监管

信用评级机构对证券化产品的评级是影响个人和机构投资者购买决定的一个重要因素。次贷危机的发生让信用评级机构的道德风险被暴露出来，评级机构对结构化金融产品⁶评级的准确性遭到质疑。加大对信用评级机构及其评级过程的监管力度，是信用评级机构重拾其作用与效力的关键。

法案第九章第三节“信用评级机构监管规章的完善”加强了对信用评级机构及其评级活动的监管。其中，第 932 条“加强全国认可统计评级组织⁷（以下简称为评级组织）的管理、责任及透明度”为该节主要内容。

一方面，针对信用评级机构的监管，第 932 条首先提出所有全国认可统计评级组织应建立信用评级程序的内部控制结构，并每年向证券交易委员会提交内部控制报告。其次，证券交易委员会有权取消或暂停评级组织的评级工作。不仅评级组织应审查信用评级中的利益冲突问题是否存在，证券交易委员会也须对评级组织进行定期审查，以减弱利益冲突。再者，证券交易委员会被要求建立信用评级办公室（以下简称为办公室），以期通过提高评级质量和减少利益冲突的影响来保障信用评级使用者的权益。办公室需要每年对评级组织进行至少一次的检查，并向社会公布其检查报告。为了更好地提升以后对信用评级机构的监管，除了上述第 932 条中涵盖的内容，该节还在其他条款中就一些证券交易委员会应进行研究的方面做出了指示：如何加强信用评级机构独立性、如何解决结构化金融产品信用评级过程中发行人付款模式的利益冲突问题，均是研究的重要方向；其他研究方向包括信用评级准确度的度量范围、鼓励准确评级的替代性方法、新建公司指定评级组织的可行性等。

另一方面，在对评级过程的监管上，证券交易委员会也对评级组织的评级方法作出限定，旨在保护投资者利益。为了提升信用评级过程的透明度，证券交易委员会要求评级组织公开其各类评级对象的信息，并披露其评级确定与评级变更的相关信息。另外，法案还对资产支持证券做出了特别规定，要求其发行商或承销商公示第三方尽职调查报告，并把相关书面证明交予证券交易委员会进行审查。

（四）房地美与房利美的结构性改革

法案只在第 1074 条和第 1491 条中提及了需要对房地美（Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC）和房利美（Federal National Mortgage Association, FNMA）（以下简称为“两房”）两家政府支持企业（Government Sponsored Enterprises, GSEs）进行结构性改革。但即便国会发现“两房”拥有过高比例的次级抵押贷款证券和不合适的公私混合身份，法案并未对“两房”提出具体的改革要求，且法案提出的建议至今仍处于研究阶段。

⁶法案该节中所指的结构化金融产品是《1934 年证券交易法案》第 3 条（a）款第（77）项规定的资产支持证券，以及任何证券交易委员会规定的其他以资产支持证券为基础的结构化产品。

⁷全国认可统计评级组织（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）一共包括 10 家评级机构或组织，其中标准普尔公司（以下简称为标普）、穆迪投资者服务公司（以下简称为穆迪）和惠誉国际评级公司（以下简称为惠誉）三家为大型评级机构，占主导地位。

四、法案对美国房地产金融市场的影响效果及原因分析

《多德-弗兰克法案》致力于为金融体系新发展所带来的负面效应提供一种解决途径，意在维持金融稳定，这对于整个金融体系的发展来说是至关重要的。在特朗普政府的反对声中，法案是否影响了美国房地产金融市场？法案对美国房地产金融一级市场和二级市场产生了怎样的影响？由房地产次级贷款引发的金融危机和房地产金融市场风险，是否能在该法案的实施下得到有效的预防？法案对房地产金融市场的影响效果又受到了什么原因干扰？

（一）贷款审核与发放门槛提高，但抵押贷款质量未显著提升

在房地产金融一级市场中，美国的住房信贷热潮让逐利的银行降低抵押贷款门槛，放宽住房抵押贷款标准，对借款人的尽职调查也失去其应有的力度。一方面，放松的贷款标准让次级贷款比重增大；另一方面，对借款人审查的不充分使得借款人的还款能力不能得到很好的确认，可能出现贷款与借款人不匹配的情况；住房抵押贷款质量因这两方面的因素大幅下降。

法案在第十四章为提升贷款质量做出了努力，无论是要求确认借款人还款能力后才能发放贷款的最低标准限定、禁止操纵性激励，还是定义“合格抵押贷款”、增加对住房的评估指标，均在形式上提升了贷款门槛。

法案给合格抵押贷款一个大致的定义，使其与偿还能力挂钩，并要求消费者金融保护局最终化此定义。在法案生效的两年后，消费者金融保护局在 2013 年 1 月提出了新的监管抵押贷款借贷条件的要求，即偿还能力与合格抵押贷款规则（Ability to Repay and Qualified Mortgage Rule），于 2014 年 1 月生效。最终版本的该规则中合格抵押贷款要求低于 43% 的负债收入比，对政府支持企业或住房与城市发展部担保的贷款放宽标准；同时农村期末整付贷款在特定条件下也可看作合格抵押贷款。借款人的偿还能力需要考虑至少八大因素，分别为：现有与或有收入和资产、雇佣状况、月固定支出、月贷款支出、月抵押贷款支出、债务或养育义务、月债务收入比与月剩余收入、和信用历史记录。

根据房地美针对贷款机构的研究报告⁸，由于合格抵押贷款规则的实施，预期信贷标准会紧缩。房地美的调查显示⁹，因为监管要求的增加，不少贷款机构强化了质量控制审查（quality control reviews）。大部分贷款机构的经营战略并未受到合格抵押贷款规则的影响，但是 74% 的贷款机构认为他们的经营成本会因为合格抵押贷款规则而增加，并且 85% 的贷款机构确认其与贷款质量控制相关的活动成本增加了。

合格抵押贷款的出现在提升贷款门槛的同时也存在着问题：20% 左右的人因不符合合格抵押贷款条件无法从银行获得正常价格的抵押贷款，只能以更高的利率从银行或其他金融机构得到贷款，这样次级贷款仍旧会产生。而无法支付高利息贷款的人，会进入到租房市场，提升租房市场的价格。¹⁰如图 2 数据所示，次贷危机发生后美国租房 CPI 仅经历了一个短暂的平稳阶段，从 2010 年 9 月开始持续上涨，且增长速度略快于危机前的七年。

⁸<http://www.fanniemae.com/portal/research-insights/perspectives/081414-huang.html#sthash.pZfZ9r2e.dpuf>

⁹<http://www.fanniemae.com/resources/file/research/mlss/pdf/mortgage-lender-sentiment-survey-findings-q12017.pdf>

¹⁰<https://finance.yahoo.com/blogs/breakout/3-ways-dodd-frank-law-will-roil-real-estate-in-2014-125021871.html>

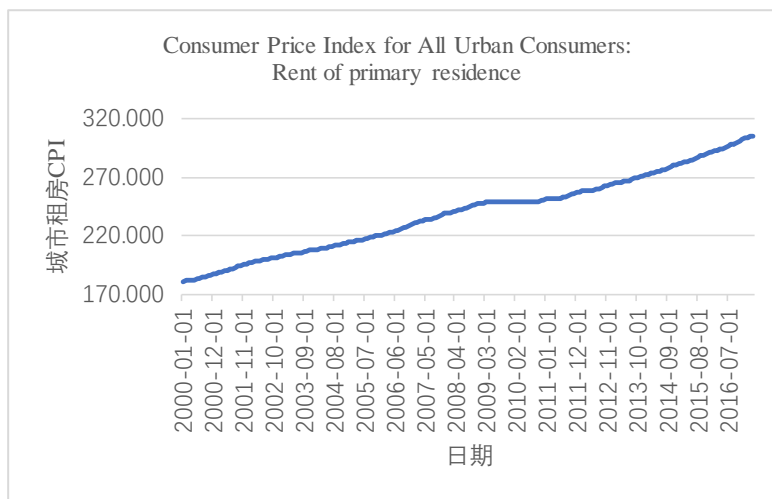


图 2 美国城市居民日常租房 CPI

在对贷款质量的具体影响方面，贷款价值比和贷款违约率是衡量贷款质量的两大重要指标。图 3 中，在有房地美担保的单一家庭住房抵押贷款支持证券和房地美直接购买的住房抵押贷款中，贷款价值比在次贷危机后先大幅下降，于 2010 年开始重新上升，从 2015 年开始略微下降但仍保持在 75% 以上。由此可知，在法案刚公布及其随后的四年时间里，贷款价值比并没有得到很好的控制，甚至比次贷危机发生前更高。贷款质量在贷款价值比方面并未因法案的出台而提升。

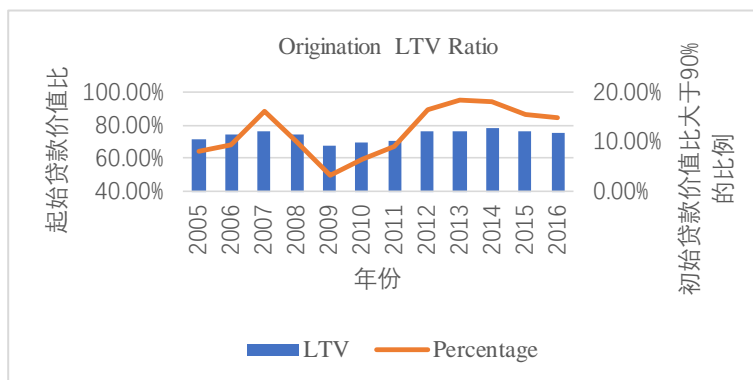


图 3 房利美住房抵押贷款借款人贷款价值比

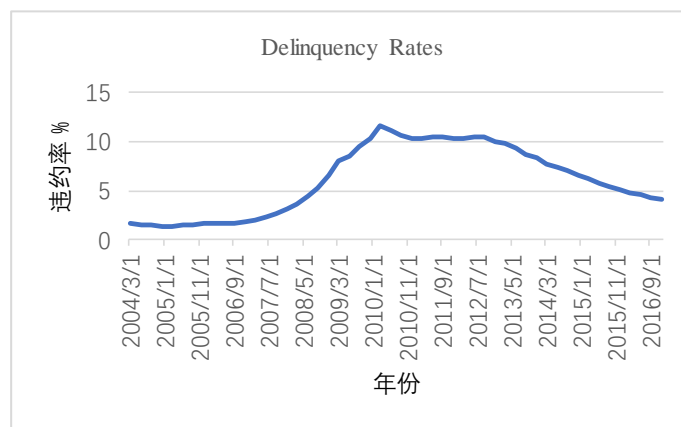


图 4 商业银行贷款违约率变化

由图 4 显示，商业银行发放贷款的违约率先从 2010 年二季度开始略微下降并基本保持

在 10%以上，至 2012 年三季度开始持续大幅下降。至 2016 年底，违约率较危机时降低不少，但违约率的数值仍为次贷危机前的两倍多。说明商业银行的贷款违约率在危机后有了明显的改善，但较危机前的正常水平仍有差距。

贷款质量不能得到提高，房地产金融一级市场的风险就无法得到有效控制。贷款门槛被抬高后为何没有出现相应显著的贷款质量提升？其一，在于“偿还能力与合格抵押贷款规则”里衡量借款人偿还能力的八大因素中没有包含贷款价值比，而不少研究与实证结果表明贷款价值比是影响贷款违约率的重要因素之一：Qi 和 Yang（2009）^[21]发现当前的贷款价值比是影响贷款违约损失率最关键的因素，González, Santomil 和 Ladosestayo 等（2016）^[22]实证得出初始贷款价值比越高则违约率越高这一结论。贷款价值比在一定程度上决定了贷款违约率，从而对贷款质量产生重要影响。法案中衡量借款人偿还能力的八大因素没有将贷款价值比纳入考虑，且没有对贷款价值比进行严格限制，由房利美住房抵押贷款的贷款价值比在法案出台后不降反升可窥知一二。因此，法案中缺失对贷款价值比要求可能是贷款质量未能被显著改善的原因之一。其二，由于法案的条款均是最低要求，起到一个导向性作用，因此贷款质量的整体提升不仅需要贷款发放机构严格遵循各项要求，还要各贷款发放机构根据各自情况加深要求力度，扩大要求范围，把贷款质量的优化继续深入下去。

在改善信息不对称方面，住房与城市发展部针对法案的规则修改并制定的提案于 2013 年 9 月提交，并在 2015 年 4 月发布了最终版本。其下设立的住房咨询办公室在各州主要城市确有分布，为买房、租房、违约、赎回和其他信用事务提供服务，具体结构如下图 5 所示。

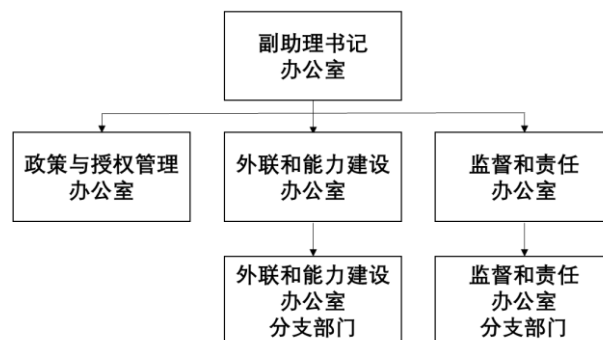


图 5 住房咨询办公室结构图

（二）住房抵押贷款证券化风险未被减少

在房地产金融二级市场上，美国的政府支持企业自上世纪 90 年代起开始在整个抵押贷款市场中占主导地位，不仅抵押贷款所占比例不断升高，住房抵押贷款证券化的比重也迅速增长。如图 6 所示，1997 年美国历史上首次有超过一半的住房抵押贷款被证券化，且在此后的十年间都基本保持在 50% 及以上的证券化率；在各类证券化产品中住房抵押贷款的证券化率也始终维持最高。高证券化率的同时，次级抵押贷款的占比偏高，房地产金融二级市场的风险也因此处于高位。

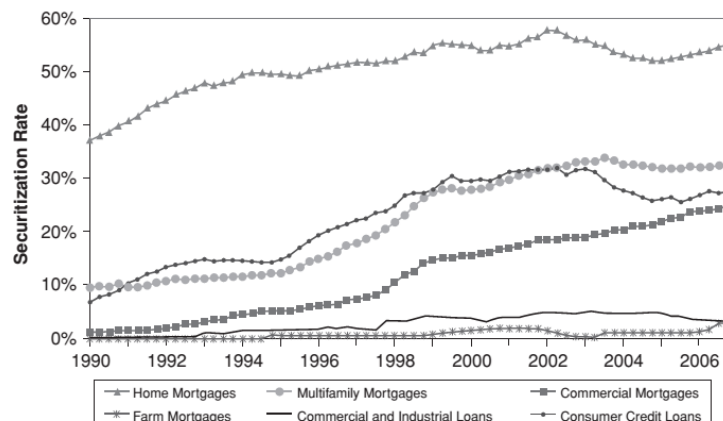


图 6 美国不同类型贷款的证券化率

法案提出的证券化改革中最为关键的是第 941 条——信用风险自留监管条款。法案在条款中早已提出 5% 的一般信用风险自留比例，但法案要求四家机构在法案出台的 270 天内联合制定有关信用风险自留的细则。因此，2010 年 7 月就被签署的《多德-弗兰克法案》，直至 2011 年 4 月 29 日才有了针对第 941 条的首版细则（Notice of Proposed Rulemaking to Implement Section 941, NPR），而这并不是第 941 条的最终实施细则。2013 年第二版细则颁布后，第 941 条在 2014 年 12 月 24 日有了最终版本。在最终版细则中，该条款生效日期为 2015 年 2 月 23 日，针对住房抵押贷款支持证券的实施则延迟到了 2015 年 12 月 24 日。实际上，根据各家证券化机构的年报显示，仍有机构至今未保留 5% 的信用风险，证券化产品的信用风险没有被共担，也未被有效控制。

第 941 条对合格住房抵押贷款的重要定义因全国房地产经纪人协会（National Association of Realtors）的反对而不断调整。几经更改，2014 年 12 月，联邦存款保险公司和其他五家机构最终确定了合格住房抵押贷款的定义，其生效日期为 2015 年 12 月。最终版本的定义，将合格住房抵押贷款等同于合格抵押贷款，使合格住房抵押贷款的限制减少，扩大了可豁免信用风险自留比例的证券化产品范围，信用风险自留的限制范围被削弱，被要求共担风险的主体也因此减少。

除了信用风险自留条款，Levitin、Pavlov 和 Wachter（2012）^[23]在对住房抵押贷款证券化市场中存在的信息不对称问题进行研究时发现：《多德-弗兰克法案》后，证券化产品的投资者、贷款发放机构与证券化机构、和抵押房屋的借款人之间仍存在较大程度的信息不对称。投资者根据法案要求提供的信息依旧无法衡量、判断信用风险的大小；证券化机构也无法有效阻止质量不佳的住房抵押贷款支持证券进入证券化市场。

由此可知，法案并没有实现抵押贷款支持证券风险共担的目标，证券化产品质量没有被有效提升，房地产金融市场的证券化产品风险也未被降低。住房抵押贷款证券化市场风险未被降低的根本原因在于法案的信用风险自留条款没有被证券发行机构彻底执行，加上对合格住房抵押贷款定义的更改，有效的风险共担机制尚未形成。此外，条款在提升证券化资产信息披露透明度方面力度不够，证券化市场中存在的信息不对称问题使得证券化产品质量不能得到提升，这也是证券化市场风险不能被有效控制的另一大原因。

（三）评级行为更加谨慎，评级机构的利益冲突问题尚未解决

美国信用评价机构大多采用的是证券发行人支付费用的模式；美国的国家认可统计评级

组织主要是三大评级机构¹¹。占据评级市场寡头垄断地位的三大评级机构为了提高竞争力，会倾向于迎合证券发行人而为其提供想要的评级。研究表明这种利益冲突使得信用评级机构更容易做出过高评级，评级质量也会因此下降。无论是个人投资者，还是机构投资者，都是以信用评级机构对证券的评级结果作为投资决定的重要因素之一。因此，信用评级质量的高低对投资风险会产生重要影响。

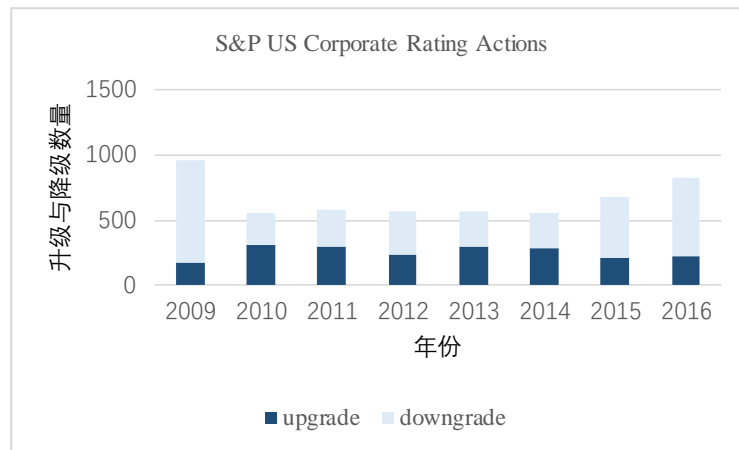


图 7 标准普尔公司评级升、降级数量变化情况

由图 7 可知，2013 年以来，标普公司对发行者评级的升级数量在次贷危机后有一个大致下降的趋势，而降级数量有个大致上升的趋势。这从一个方面可以说明美国信用评级机构在次贷危机后对评级行为更加谨慎。Dimitrov, Palia 和 Tang (2014)^[12]通过研究法案颁布前后信用评级机构对公司债券的评级，发现没有证据表明法案鼓励了评级机构进行更精确的评级，但在法案颁布后，信用评级机构确实发布了更多的错误警告和更低的评级。这主要是因为信用评级机构在法案颁布后更加倾向于保护自己的声誉。

自 2011 年起，美国证券交易委员会按照法案要求对全国认可统计评级组织进行检查并出具报告。2016 年的分析报告¹²显示，三家大型评级机构在进行评级活动时未完全遵守评级方法、标准及相关程序与政策，且仍存在未把评级信息按规定披露的现象。在利益冲突和内部控制方面，三家大型机构存在没有有效执行内部控制以降低利益冲突的情况，内部控制体系仍存在缺陷。

Financial Times 的报告¹³指出，在抵押贷款支持证券市场还存在兜揽评等/评级购买 (ratings shopping) 的问题。2014 年前 11 个月，穆迪公司一共对 27 笔新的商业房地产抵押贷款支持证券进行了评级，而最终只被其中的 6 家雇佣，其余 21 家发行人因穆迪对信用增级的要求比其它评级公司更高而放弃雇佣穆迪。而惠誉公司，在同时间段评级的 29 笔次级汽车抵押贷款资产支持证券中，仅有 4 笔成功交易；大部分发行人在知道无法得到 AAA 评级后放弃与惠誉的评级合作。Global Capital 的调查¹⁴也同样显示，在法案要求信用评级机构分享信息并鼓励评级机构做出独立且公正的评级的背景下，整个信用评级市场仍然存在评级购买的问题。同时调查表示，对信用评级机构的披露要求只对一些市场参与者起到了作用。

¹¹三家评级机构分别为标普、穆迪和惠誉。

¹²2016 Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization

¹³<https://www.ft.com/content/852a0672-3904-11e4-9cce-00144feabdc0#axzz3DUfmg9BT>

¹⁴<http://www.globalcapital.com/article/tc0tqhgpnrh/rating-agency-reforms-still-need-work>

例如在商业房地产抵押贷款支持证券市场，发行者只对特定的资产进行评级信息的披露，而其他部分的资产则保持着未评级的状态。

综上所述，法案颁布后信用评级机构的评级行为更加谨慎，但评级过程的内部控制体系依旧存在问题；评级购买的现象未明显减少，利益冲突问题仍然严峻。可见，仅仅凭借证券交易委员会对评级组织的定期审查是不足以解决利益冲突问题的，还需要更多更强硬的手段介入，例如更加严格的惩处机制。因为利益冲突问题在现有审查机制下容易被规避掉：证券发行人基本都对各评级机构的评级使用方法有所了解，可以预测出哪家评级机构更容易提供较高的评级。同时，由于法案在利益冲突、信用评级机构独立性、评级准确性等问题上仅做出了研究指示，至今仍未有研究结果的发布和相应规定的出台。可以说，法案给出了对信用评级机构监管的方向，但在监管的实施上没有具体的指导和要求，这也是法案出台后没能更好地解决信用评级机构利益冲突问题的原因之一。

（四）“两房”仍承担高风险，证券化数量与杠杆率未显著降低

在四大住房相关的政府支持企业中，房地美和房利美是最为著名的两家机构。房地美和房地美对大量抵押贷款证券化提供担保，促进了证券化市场发展，但也降低了证券化市场监督效力。此外，“两房”购买了大量住房抵押支持证券，其中不少是次级贷款的证券化产品，但“两房”自有的资本金不足，无法抵御其购买贷款与打包证券的信用风险。

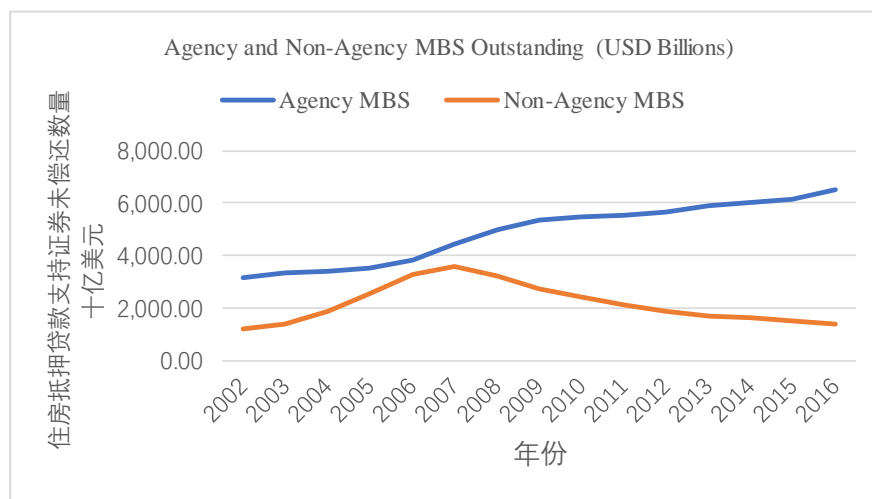


图 8 机构与非机构住房抵押贷款支持证券未偿还数量

由上图 8 可知，金融危机后，未偿还的机构担保住房抵押贷款支持证券数量依旧呈上升趋势，未偿还的非机构担保住房抵押贷款支持证券数量则持续减少；机构发行与非机构发行的未偿还住房抵押贷款支持证券数量差距在危机后逐渐增加。2016 年非机构与机构未偿还住房抵押贷款支持证券数量占比为 1: 4.74，即机构担保的未偿还住房抵押贷款支持证券比例高达 82.65%。

此外，“两房”的总资本仍远低于其担保贷款与证券所承担的违约风险，“两房”因购买住房抵押贷款产生的杠杆率一直居高不下。

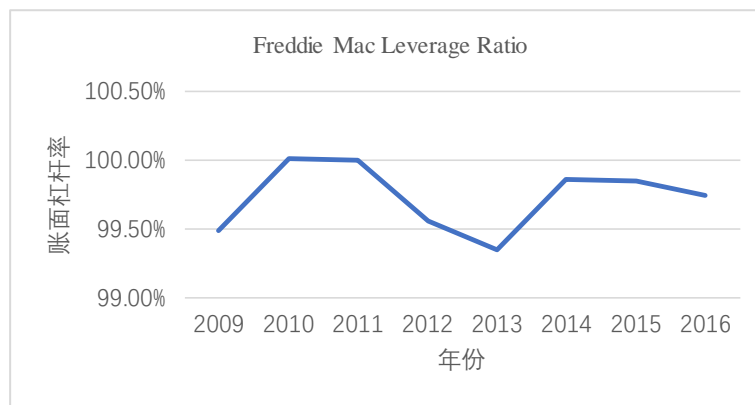


图9 房地美账面杠杆率

因此，“两房”这类政府支持企业的投资组合具有显著的风险，而政府又给“两房”施加购买次级抵押贷款的压力，使得“两房”拥有的资产风险积聚；与此同时，由于“两房”一直具有的“大而不能倒”属性没能被打破，其引发系统性风险的可能性也不断升高。

五、法案的有效性及其缺陷对中国房地产金融市场的启示

（一）需要提高监管政策制定与实施的效率

特朗普政府及法案的反对者认为《多德-弗兰克法案》对金融市场监管过度，对经济增长产生了负面效应，因此希望能够废止法案。法案要求对金融市场进行更严格监管的方向是正确且具有重要意义的；但由于法案只给出了监管的大致方向，落实法案的监管细则制定过晚，错过了金融市场最需要管制的时期，进而使得本意为防范风险的监管条款在一定程度上反变成限制金融市场发展的枷锁。反对者认为的金融市场过度监管不应归咎于法案本身，更多的是因为法案出台后具体细则的制定耗时过长，使得细则生效时已不与当下的经济环境相适应；而金融监管与经济增长本身就存在一个平衡，需要统筹协调，不应由此反对严格且方向正确的金融监管。

具体来说，2010年7月出台的《多德-弗兰克法案》重新树立了监管在金融体系中的重要地位并开启了美国金融发展与监管并存的新方向，其监管的全面性也为全球的金融监管改革提供了一个范本。但法案仅确立了改革的框架，不少实施细则需要监管当局在法案颁布后制定。这导致了从法案出台到条款落实生效的间隔时间过长，大部分条款的生效时间在2014年和2015年之间，甚至仍有条款至今未被执行。例如在抵押贷款改革方面，直至2015年10月，消费者金融保护局才制定了住房抵押披露法案（Home Mortgage Disclosure Act）规则的最终版本，而范围被扩大的借款人数据被要求自2018年起进行收集并于2019年开始向消费者金融保护局报告。¹⁵

下表列出了与房地产金融市场相关的部分条款最终版本形成及最终生效的时间。由此可以看出法案的时间约束力不够强，执行力也不够。法案甚至存在制定的规则没有落到实处，以及最终制定的条款远离了法案初衷等情况。

表1 法案条款的最终版本与生效日期

规定内容	最终版本	生效日期
信用风险自留监管	2014年12月	2015年12月
合格住房抵押贷款定义	2014年12月	2015年12月

¹⁵Wells Fargo 2016 年年报

住房抵押披露法案	2015 年 10 月	2018 年和 2019 年
合格抵押贷款定义	2013 年 1 月	2014 年 1 月
住房和城市发展部提案	2015 年 4 月	2016 年 4 月

《多德-弗兰克法案》的大部分规定从制定到最终细则的颁布经过 4 至 5 年的时间，我国各项办法与规定的公示期通常为 1 个月；在法案各项规定的最终版本出台后，一般有一年及以上的生效缓冲期，而我国的公告或通知一般是自发布之日起施行。由对比可见，《多德-弗兰克法案》从出台到生效的间隔过长，而监管政策一般具有时效性，这就可能导致法案监管条款具体实施时，问题已经得到缓解或解决，法案无法产生预期效果甚至可能产生负面效应。

因此，我国监管政策的制定与实施须讲求效率，且应自上而下一步步落实。特别在应对突发状况或严重危机时，国家对金融监管规定的实施要有一定的强制性，不能完全依靠市场各主体进行选择，否则容易出现多方势力的相互勾结，最终监管政策无法发挥应有的效应。

（二）建立信用风险自留豁免相关机制

《多德-弗兰克法案》针对资产证券化市场最为重要的规定——信用风险自留——旨在通过实现风险共担而提高抵押资产质量，进而降低证券化产品及其市场的风险。为了在防范证券化产品风险的同时又防止管制过严，在信用风险自留条款中，法案同时提出了信用风险自留豁免的规定——合格住房抵押贷款资产支持证券可免除信用风险自留要求。

2012 年 5 月 12 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会和财政部共同发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，提出应对信贷资产支持证券的信用风险自留一定比例，“要求信贷资产证券化各发起机构应持有由其发起的每一单资产证券化中的最低档次资产支持证券的比例原则上不得低于每一单全部资产支持证券发行规模的 5%，且持有期限不得低于最低档次证券的存续期限。”¹⁶2013 年 12 月 31 日，中国人民银行与中国银行业监督管理委员会联合发布公告 [2013] 第 21 号，旨在进一步规范信贷资产证券化发起机构的风险自留行为。与之前的规定相比，2013 年末对信用风险自留的规定更为具体，且留存方式由水平自留方式转变成 L 型、水平与垂直自留多种方式结合。除了之前针对最低档次资产支持证券的 5% 自留规定外，新增了对基础资产信用风险自留不得低于 5%，和不得低于各单证券化产品全部发行规模 5% 两项要求。我国证券化产品信用风险留存方式更多样化，但对任一笔证券化资产均自留 5% 的比例，且没有信用风险自留豁免的相关条款。

法案中提出的信用风险自留及其豁免条款没有降低住房抵押贷款证券化市场中的风险，其主要原因不是条款本身存在问题，而是该条款至今未被证券发行机构彻底施行，故风险共担机制仍未形成。因此，我国对证券化产品保留一定风险比例的方向是正确的。但同时，没有信用风险自留的豁免相关条款可能存在监管过死的问题，由于资本金预留的增加使得证券化积极性被削弱，不利于推进证券化市场进一步发展。此外，Guo 和 Wu (2014)^[24]的研究表明单一的信用风险自留规定会恶化逆向选择问题，所以采用不同的信用风险自留比例是十分必要的。

综上所述，我国在完善证券化产品信息披露的同时，也应制定信用风险自留豁免的相关规则，并且对不同风险类型的证券化产品采用不同的信用风险自留比例。可以适当调低质量较高的住房抵押贷款支持证券的信用风险自留比例，并差异化次级贷款与优先级贷款的信用风险自留比例；这样不会因对证券化产品的监管而抑制证券化动机、限制我国证券化市场更

¹⁶<http://www.pbc.gov.cn/chubanwu/114566/114579/114619/2866899/index.html>

快发展。

（三）完善贷款评价指标体系

《多德-弗兰克法案》第十四章的各项规定旨在提高抵押贷款质量并缓解借款人与贷款机构之间的信息不对称。法案在提升贷款质量方面没有显著的结果，一方面是因为法案没有将贷款价值比放到决定贷款发放与否的重要地位；另一方面是各家商业银行不能仅仅满足于法案提出的最低要求，还可能需要根据借款人和银行自身的情况提出更严格的放贷要求。

法案定义的合格抵押贷款关注借款人的偿还能力，并对负债收入比进行限制：借款人的负债收入比不得高于 43%；而我国一般设定为不高于 50%。为了确定借款人真实的还款能力，法案要求对借款人的资质审查不仅包括所有负债情况，还包括养育小孩的义务等；对于住房抵押贷款特殊的还款方式，法案也做出了限定；我国暂时没有上述要求与限制。因此，我国针对个人住房抵押贷款的审查与要求，较美国合格抵押贷款相比更加宽松。而在我国大体量的住房抵押贷款现状下，一旦经济下行，不良的贷款质量就可能引起大规模的违约，单家银行可能面临破产风险，甚至可能引发系统性风险。

为了保证贷款质量，我国商业银行对住房抵押贷款的审查应更加细致、到位，并根据各家银行的风险承受力出台不同力度的审查机制。在商业银行做贷款决定时，需运用完善的指标体系衡量贷款风险，指标体系应包括贷款价值比、负债收入比、养育义务、特殊还款方式等，防止贷款人的人为倾向性影响贷款的发放结果。

（四）加强对评级机构的监管

与美国一样，我国现在绝大部分采用向发行人收费的信用评级收费模式。因此，评级购买和评级虚高发生的几率较高，评级机构的公平性与公信力也相对较低。采用这种评级收费模式与我国评级市场的基本情况相适应：一方面国内的信用评级机构规模相对较小，不够发达的证券市场对评级的需求也有限，另一方面我国评级行业的发展尚处于初级阶段，评级报告的公信力和声誉均有待提高；但为了提升评级机构的独立性并降低评级购买发生的概率，不同规模的评级机构应考虑采用不同的收费模式，减少对发行人收费模式的依赖性。

除改变收费模式之外，信用评级机构与证券发行人之间应设立适当的防火墙，防止证券发行人贿赂评级机构；评级机构的监管部门应制定惩处机制，对购买评级的相关证券发行人和评级机构进行严厉惩罚。收费金额方面，可由监管部门制定行业收费标准，各家评级机构在此基础上，按规定根据违约率的大小调整具体收费金额。在监督与管理过程中，要求信用评级机构进行内部控制，由监管部门对评级机构的内部控制效果开展不定期检查，并对发布不公正或虚假评级的评级机构进行大力度惩罚。监管机构可以要求评级机构面向公众对评级对象的信息进行适当披露，便于公众对评级工作进行判断。此外，由于我国评级行业发展较为落后，行业公信力不够，监管部门应统一评级标准和方法，建立评级机构之间的良性竞争机制。

六、结论

《多德-弗兰克法案》的支持者认为它是推动美国金融监管改革的利器，反对者认为它阻碍了金融机构的盈利能力和竞争力。法案由于其对金融机构利润空间的负面效应而备受争议，但法案指导的金融监管方向是正确且值得肯定的，因为更严格的监管与更多的收益二者本身就是需要平衡的。

法案在具体落实时仍有巨大的进步空间，美国各机构需更严格地执行法案规定，具体表

现在以下几个方面：第一，法案提高了房地产金融一级市场上对个人贷款的要求，但贷款质量并未明显好转的主要原因是贷款价值比未被纳入贷款质量的衡量体系；第二，在房地产二级市场上，因抵押贷款证券化市场没有按照法案所要求的实行信用风险自留机制，证券化产品质量未能得到有效提升；第三，信用评级机构对评级行为更加谨慎，不代表信用评级市场上存在的利益冲突等问题得到了解决；第四，法案对美国房地产金融市场在一定程度上起到了作用，但影响效果不明显。

基于上述分析，我国应从提高制定监管政策的效率、为风险较小的证券化产品提供豁免机制、完善衡量贷款的指标体系和加强对信用评级机构的监管四个方面去更好地建设房地产金融市场，防范房地产金融市场风险。

参考文献

- [1] 崔善花. 美国“次贷危机”的影响及警示[J]. 金融研究, 2007 (12b) : 226-230.
- [2] 宣昌能, 王信. 金融创新与金融稳定: 欧美资产证券化模式的比较分析[J]. 金融研究, 2009 (5) : 35-46.
- [3] 张健华, 张雪春. 美国次贷危机与金融制度重构[J]. 金融研究, 2008 (12) : 1-9.
- [4] 易宪容, 王国刚. 美国次贷危机的流动性传导机制的金融分析[J]. 金融研究, 2010 (5) : 41-57.
- [5] 徐克恩, 鄂志寰. 美国金融监管体系的重大变革——《美国金融监管体系现代化蓝图》评析[J]. 国际金融研究, 2008 (5) : 4-8.
- [6] 景春梅, 魏青山, 曾省存. 美国金融监管改革及其影响[J]. 经济学动态, 2010 (8) : 102-105.
- [7] Loon Y C, Zhong Z. Does Dodd-Frank affect OTC transaction costs and liquidity? Evidence from real-time CDS trade reports[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 119(3): 645-672.
- [8] Balasubramnian B, Cyree K B. Has market discipline on banks improved after the Dodd-Frank Act?[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 41(2): 155-166.
- [9] Pope K R, Lee C C. Could the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 be Helpful in Reforming Corporate America? An Investigation on Financial Bounties and Whistle-Blowing Behaviors in the Private Sector[J]. Journal of Business Ethics, 2013, 112(4): 597-607.
- [10] Kroszner R S, Shiller R J, Friedman B M. Reforming U.S. Financial Markets: Reflections Before and Beyond Dodd-Frank[M]. The MIT Press, 2011.
- [11] Floros I, White J T. Qualified residential mortgages and default risk[J]. Journal of Banking & Finance, 2016, 70: 86-104.
- [12] Dimitrov V, Palia D, Tang L. Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115(3): 505-520.
- [13] Kane E J. Missing elements in US financial reform: A Kübler-Ross interpretation of the inadequacy of the Dodd-Frank Act[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(3): 654-661.
- [14] 宋丽智, 胡宏兵. 美国《多德-弗兰克法案》解读——兼论对我国金融监管的借鉴与启示[J]. 宏观经济研究, 2011 (1) : 67-72.
- [15] 王达. 论美国影子银行体系的发展、运作、影响及监管[J]. 国际金融研究, 2012(1): 35-43.
- [16] 彭兴庭. 公平、稳定与自由的权衡与协调——《多德-弗兰克法案》述评[J]. 证券市场导报, 2010(10) : 11-18.
- [17] 邹克, 关天宇, 黄宇焱. 美国金融防火墙制度的演化与反思[J]. 湖南财政经济学院学报, 2016, 32 (3) : 5-12.

[18] 王永海, 徐纯. 美国《多德-弗兰克法案》及其对我国金融审计制度创新的启示[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2014, 67(1): 75-82.

[19] 隋平. 美国“太大不能倒”制度改革的缺陷——评《多德-弗兰克法案》的有序清算制度[J]. 湖南大学学报(社会科学版), 2012, 26(5): 145-148.

[20] 张红, 殷红. 房地产金融学[M]. 北京: 清华大学出版社, 2007.

[21] Qi M, Yang X. Loss given default of high loan-to-value residential mortgages[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(5): 788-799.

[22] Otero González L, Duran Santomil P, Ladosestayo R, et al. The impact of loan-to-value on the default rate of residential mortgage-backed securities[J]. Social Science Electronic Publishing, 2016, 12(3): 1-13.

[23] Levitin A J, Pavlov A D, Wachter S M. The Dodd-Frank Act and housing finance: can it restore private risk capital to the securitization market?[J]. Yale Journal on Regulation, 2012, Vol.29: 101-126.

[24] Guo G, Wu H M. A study on risk retention regulation in asset securitization process[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 45(1): 61-71.

Has Dodd-Frank Act Affected the U.S. Real Estate Financial Market?

Jiangang Peng, Lixin Xu

(College of Finance and Statistics, Hunan University, Changsha / Hunan, 410079)

Abstract: After the 2007 financial crisis, the United States carried out a large-scale financial regulatory reform, with the Dodd-Frank Act as a sign, however, the Trump government has questioned the existence of the Act. Beginning with the existing problem of the U.S. real estate financial market, the article made a research on specific terms of reform from four perspectives, which are the quality of mortgage loan, securitization, supervision on credit rating, and government sponsored enterprises like Freddie Mac and Fannie Mae. The article then qualitatively and quantitatively analyzes whether the Act had impacts on the U.S. real estate financial market, and whether the Act solved the risk problem of the U.S. real estate financial market. The last part of the article provides enlightenments for China's real estate financial markets from four perspectives, which are promoting the efficiency of regulatory regime, implementing an exemption of credit risk retention in some circumstances, improving mortgage quality and strengthening supervision of credit rating agencies.

Keywords: The Dodd-Frank Act, Real Estate Financial Risk, Financial Regulatory Reform, Mortgage-Backed Securities

作者简介:

彭建刚(1955-), 男, 经济学博士, 湖南大学金融与统计学院教授, 博士生导师, 湖南大学金融管理研究中心主任, 主要研究方向: 金融管理与金融监管。

许李欣(1993-), 女, 硕士研究生, 就读于湖南大学金融与统计学院, 主要研究方向: 金融管理与金融监管。