

中国艺术品投资收益： 离岸与在岸市场的特征和互动

黄隽 李越欣

(中国人民大学应用经济学院, 北京 100872)

摘要: 文物艺术品既是一个国家的历史印记和文化瑰宝,也是情感资产和动产。本文基于2000-2017年全球艺术品核心市场——北京、香港、纽约和伦敦核心拍卖行中国书画的微观数据,使用特征价格法构建全球中国艺术品市场价格指数,展示全球中国艺术品拍卖市场发展的全貌,同时创新性地使用重复交易数据探讨离岸和在岸中国艺术品市场投资特征和互动关系。研究表明:北京和香港市场作为中国艺术品最大的在岸和离岸拍卖市场价格相互联动,走势基本一致;艺术品财务收益和精神回报是艺术品投资收藏和消费的主要原因,不同市场间财务收益和风险分散的差异是艺术品市场资产配置和资金流动的动力;纽约和伦敦市场中国艺术品投资收益率低于北京和香港,香港是全球中国艺术品投资收益率最高的地区,重复交易中的北京-香港交易策略占优,离岸香港市场得天独厚的环境优势使香港中国艺术品市场未来发展前景可期。

关键词: 中国艺术品市场; 离岸与在岸; 投资收益; 资产配置

JEL 分类号: G11, G12, Z11 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2019)06-0188-19

一、引言

文物艺术品既是一个国家历史印记和文化瑰宝,也是情感资产和动产。最近20年,全球艺术品拍卖总成交额增长456%,最高拍卖纪录增长了530%¹。中国无疑是全球发展最为迅猛的文物艺术品市场,无论是规模还是影响力,中国艺术品市场的异军突起改变了国际艺术品贸易结构。从2009年开始,中国文物艺术品与美国和英国比肩,成为全球三大艺术品市场之一。2017年,中国大陆与海外地区的中国文物艺术品总成交额占全球

收稿日期:2018-09-13

作者简介:黄隽,经济学博士,教授,中国人民大学应用经济学院, E-mail: huangjuan@ruc.edu.cn.

李越欣(通讯作者),博士研究生,中国人民大学应用经济学院, E-mail: lyxwys@163.com.

* 本文感谢中国人民大学艺术品金融研究所年度研究报告课题资助(2018001)。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

1 雅昌艺术市场监测中心(AMMA)与ArtPrice《2017年度艺术市场报告》。

艺术品拍卖总额的36%¹。中国艺术品市场快速发展背后的动力来源于中国五千年历史丰富的文化资源带来的市场供给,以及中国经济增长和财富积累带来的日益壮大的富裕藏家和投资者群体对艺术品的旺盛需求。

从20世纪初开始,大量的中国文物艺术品流向国外。其中既有被掠夺、走私的,也有通过正常对外贸易进入海外的。据联合国教科文组织统计,流失到中国境外的中国文物大约有164万件,分散在全世界47家博物馆,而民间藏中国文物是馆藏数量的10倍之多。在海外的中国文物超过1000万件²。文物艺术品一般流向富裕或者市场活跃地区。价格、进出口税率和各国文物出境法律法规等因素均影响文物艺术品的跨境流动³。随着中国国力不断增强,需求扩大、价格攀升和人民币升值等因素吸引海外大量中国文物艺术品回流,中国艺术品市场在原有存量的基础上扩大了精品增量。国际市场对中国艺术品的关注度不断提高,海外拍卖行针对中国艺术拍品的专场增加,海外离岸市场成为中国艺术品拍卖的重要组成部分。由于文化差异和历史背景等原因,在中国大陆地区,中国书画是拍卖市场交易量最大的品类,而在海外地区中国文物艺术品拍卖市场中瓷器杂项占比较高。随着中国藏家在国际艺术市场的影响力扩大,自2016年以来,在一百万元人民币以上的价格区间中,中国书画的成交数量已经与中国瓷器杂项板块持平⁴。

艺术品是情感资产。一方面,艺术品的精神价值不仅仅是赏心悦目的审美功能,还包括艺术品的历史文化、炫耀性和创新思维等多方面内容。另一方面,艺术品资产非标准化,专业门槛高,信息透明度不高,投资具有高风险、高收益等特征。伴随着财富积累和文化精神需求的上升,越来越多的高净值人群和企业开始将艺术品作为资产配置的一部分。最近十年,全球普遍量化宽松货币政策下的超低利率、通货膨胀预期、过剩流动性的避险需求、高净值人群财富的增长等因素,促使大量的资金涌入艺术品市场⁵。

相较于中国艺术品市场的蓬勃发展,国内对艺术品市场的研究明显不足。艺术品市场集中度较高,中国艺术品在岸市场主要集中在北京,离岸市场集中在香港、纽约和伦敦。本文采用雅昌艺术市场监测中心(AMMA)数据,基于2000-2017年全球艺术品核心市场核心拍卖行中国书画的微观数据,构建全球中国艺术品价格指数,探究离岸和在岸中国艺术品市场特征和差异。研究表明:收益、愉悦和资产配置是艺术品市场资金流动的动力;北京和香港市场作为境内外中国艺术品拍卖两个最大市场,价格联动效应较强,走势基本一致;欧美离岸市场中国艺术品投资收益低于在岸市场北京,香港是全球中国艺术品投资收益率最高的地区,香港市场得天独厚的优势未来具有较好的发展前景。中国书画代表

1 中国拍卖行业协会与 Artnet《中国文物艺术品全球拍卖统计年报2017》。

2 《那些年流失海外的中国文物》,中国文物网,2016年11月5日。

3 例如:中国国家文物局《文物出境审核标准》文物博发(2007)30号。

4 中国拍卖行业协会与 Artnet《中国文物艺术品全球拍卖统计年报2017》。

5 例如,《艺术品金融报告》(Deloitte and ArtTactic 2017)对全球69家私人银行和27家家族办公室的财富管理经理调查结果显示,37%的财富经理表示他们的客户进行了艺术品、红酒等投资,88%的财富经理认为艺术品和收藏品应该作为财富管理的组成部分。

着中华民族独特的精神标识和气质,是推广和传播中国传统文化的重要载体。本研究对于中国艺术品市场国际化发展和弘扬中华民族的软实力具有较为重要的理论和现实意义。

艺术品金融作为金融的新兴领域,国内外对艺术品市场投资收益的在岸和离岸市场特征及联动的研究文献较为少见。本文的主要贡献在于:(1)基于中国艺术品的全球主要市场拍卖数据,采用特征价格法对比构建境内外中国艺术品市场价格指数,展示中国艺术品拍卖市场的全貌。(2)首次研究比较离岸和在岸中国艺术品在北京、香港、纽约和伦敦市场价格运行和投资收益率的特点和规律。(3)以中国艺术家创作的书法和绘画作为研究对象,分析华人买家投资动机和行为偏好,将艺术品重复交易与交易地点、品类、收益率相结合,探讨高收益的交易策略,拓展了重复交易法的运用思路。(4)为艺术品离岸和在岸市场发展动力研究提供了新的视角和解释。

本文的结构如下:第二部分是文献综述,梳理和评述艺术品指数、艺术品投资收益率、艺术品资产配置等学术文献。第三部分介绍艺术品指数模型方法与数据。第四部分分析艺术品价格指数与收益率。第五部分探究离岸与在岸中国艺术品市场的联动关系。第六部分是结论和政策建议。

二、文献综述

从上个世纪 60 年代开始,伴随着艺术品市场的繁荣,欧美学术界研究艺术品金融的文献开始增多。

(一) 艺术品指数

艺术品资产的异质性和弱流动性使得量化艺术品指数和收益远比其他金融资产困难。针对艺术品的特点,学术界进行了大量的研究和探讨,目前在理论和实践中运用广泛的衡量艺术品价格指数的方法主要有特征价格法和重复交易法。

特征价格模型的基本思路认为商品的价值是由其本身的属性和特征决定的。特征价格模型是较为全面地考虑了影响艺术品价格的各种因素,通过提取艺术品本身属性和特征构建价格指数,其最大的优势是能在模型估计中使用所有的数据。Anderson (1974) 首先将特征价格模型引进艺术品市场。Frey and Pommerehne (1989)、Renneboog and Spaenjers (2013)、Oosterlinck (2017) 等学者均采用过此方法。由于特征价格模型假设解释变量包含了决定艺术品价格所有的主要信息,实践中很可能因为研究的主观性和特征变量限制而导致模型设定偏误。

重复交易法通过跟踪同一件艺术品重复多次的交易价格构建艺术品指数,可以较好地解决艺术品的异质性问题。Pesando (1993)、Mei and Moses (2002) 和 Pesando and Shum (2002) 等都采用过此方法。重复交易法要求使用具有重复交易记录的数据,这在很大程度上会减少可使用的样本,从而可能存在样本选择偏差问题。通常认为重复交易法立足于流动性较好地艺术品,其估计结果存在一定程度的高估。

(二) 艺术品投资多重收益与资产配置效应

从艺术品成为商品进行多次交易开始,人们就开始探寻艺术品是否具有保值增值的金融属性。Baumol(1986)较早地研究了艺术品市场的长期回报问题,通过对长达三个世纪640件艺术品交易情况的估算,发现艺术品年复合实际回报率只有0.55%。Ashenfelter and Graddy(2003)综述了艺术品投资收益文献,发现绘画年实际平均收益率在0.6%—5%之间,艺术品投资可以跑赢通货膨胀率,但是收益率不高。Frey and Eichenberger(1995)梳理了1974—1994年研究艺术品投资回报的20多篇学术文献,大多数文献结果都显示,艺术品回报率低于股票、债券等传统金融资产。总体来说,对欧美市场的研究表明,在可选择的资产中,艺术品的投资收益率没有明显的优势。

与传统金融资产相比,艺术品的独特性更多地表现在精神回报,艺术品作为资产和精神消费品的双重属性是区别于其他金融资产的重要特征。艺术品是消费品,它提供的是精神美学的愉悦和拥有者社会地位的美誉。艺术品消费还具有“凡勃伦效应”(Veblen effect),即炫耀式消费带来的强烈的心理满足感。Mandel(2009)通过构建以消费为基础的资本资产定价模型框架,炫耀性消费的收益被积累成为“效用红利”,作为艺术品价格上涨的函数。其产生的效应红利解释了艺术品投资较低的回报率:炫耀性消费越高,财务收益率越低。艺术品的拥有和欣赏给收藏者带来的精神享受,在很大程度上弥补了财务上的较低收益。

中国艺术品市场比欧美市场起步晚,但是发展迅速,艺术品的收益率远高于欧美市场。石阳和李曜(2013)采用重复交易数据计算出2000—2011年中国艺术品市场的名义年化收益率约为18.7%,与欧美投资市场相比,表现出明显的溢价。

无论是国内还是国外,当财富达到一定程度后,资产组合多样化是将艺术品和收藏品纳入传统财富管理的重要动因,资产的多样化比投资回报率更为重要(Deloitte, 2013)。Mei and Moses(2002)、Worthington and Higgs(2004)、黄隽等(2017)实证分析表明,艺术品与股市和其他传统投资类别收益率的相关性较低,艺术品加入投资组合中,在同等收益的情况下可以降低风险,并能有效改善投资者资产组合的风险边界,非常适合作为资产配置的选项。现有研究主要集中于艺术品投资收益、资产配置效应与股票市场关系等方面,鲜有对于离岸与在岸市场之间的投资收益以及市场联动方面的研究。本文立足于国内和海外中国艺术品拍卖市场,构建海外中国艺术品价格指数,比较研究不同市场收益率和动机对于离岸与在岸市场的作用机制,丰富了艺术品金融研究的内容。

三、艺术品指数模型方法与数据

(一) 艺术品指数

由于需要估算在岸和离岸两个市场的价格指数,纽约和伦敦市场交易量相对较小,如果采用重复交易法将损失大量数据,影响估计精度,而特征价格法可以最大限度地利用数据,反映市场的整体状况,因而本文使用特征价格法来估算各个市场的价格指数,进而估算各个市场的整体收益率情况。

特征价格法通过提取艺术品本身属性和特征构建价格指数。特征价格法认为商品的价格是其所具有的多种特征的一个综合反映,通过在控制商品特征不变的条件下,逐步从价格的整体变动中分离出特征变动的的影响,剩下的就是仅由供求关系(或宏观环境)变动带来的价格变动,即时间因素带来的价格变动。本文将艺术品特征分解为艺术品的物理特征、艺术家的个人特征以及艺术品拍卖的交易特征,具体方程如下:

$$\ln(p_{it}) = \alpha + \sum_{m=1}^M \beta_m X_{mit} + \sum_{t=1}^T \gamma_t D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$\ln(p_{it})$ 是艺术品 i 在 t 时间出售的价格的自然对数, X_{mit} 是艺术品 i 在 t 时间的可测量的特征, β_m 是艺术品某项具体特征参数估计值, D_{it} 是虚拟变量,当艺术品的拍卖在 t 年发生时等于 1,否则等于 0; γ_t 是关于时间的参数估计值, ε_{it} 是随机扰动项。我们可以根据 γ_t 计算出艺术品价格指数,进而估计艺术品收益率。艺术品指数的计算方法为:

$$\Pi_t \equiv \exp(\hat{\gamma}_t) \times 100 \quad (2)$$

进而可以计算艺术品市场在 t 时期的收益率为:

$$r_t \equiv \frac{\Pi_t}{\Pi_{t-1}} - 1 \quad (3)$$

(二) 重复交易模型

本文采用重复交易法估算艺术品跨市场投资收益率的变化。重复交易法的优点在于通过跟踪同一件艺术品的重复交易来计算投资收益率,能够剔除艺术品不可观测的微观特征对于价格的影响,较好地反映艺术品收益率的本质。本文通过跟踪重复交易样本的交易地区的分布情况,识别重复交易样本在不同地区的流动情况,从而能够阐释交易策略与投资收益率的关系,进而理清离岸与在岸中国艺术品市场的联动关系。

重复交易法的基本假设是某艺术资产的对数回报率由艺术品的指数对数回报率加上扰动项组成。可以表示为:

$$r_{i,t} = \mu_t + \eta_{i,t} \quad (4)$$

其中 $r_{i,t}$ 表示艺术品 i 在时期 t 的对数回报率, μ_t 表示时期 t 艺术品市场的平均回报率, $\eta_{i,t}$ 表示扰动项。进一步地,艺术品 i 的对数回报率可以表示为各时期对数回报率加总的形式,即:

$$r_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,s}}{P_{i,b}}\right) = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} r_{i,t} = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \mu_t + \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \eta_{i,t} \quad (5)$$

其中 b 表示艺术品的买入时间, s 表示艺术品的卖出时间, b_i 和 s_i 分别表示艺术品 i 的买入时间与卖出时间, $P_{i,b}$ 和 $P_{i,s}$ 分别表示艺术品 i 的买入价格和卖出价格。对某一艺术品 i 来说,从时期 $b_i + 1$ 到时期 s_i 回报率的加总即为艺术品 i 的总回报率。

在这一方程中,关键是估计 μ_t 。当 $t = 1, 2, \dots, T$ 时,所有 μ_t 构成 T 维向量 μ 的元素。我们可以用每一件艺术品的重复交易数据估算艺术品市场价格回报率 μ 。根据 Goetzmann(1992) 的研究,通过方程(3)能够得到 μ 的最大似然估计量:

$$\hat{\mu} = (X\Omega^{-1}X)X\Omega^{-1}r \quad (6)$$

其中, $\hat{\mu}$ 表示回报率 μ 的估计量, 为 T 维列向量, X 为 $N \times T$ 维矩阵, 表示 N 项艺术品在时期 $t = 1, 2, \dots, T$ 的时间虚拟变量, 对于在时期 b_i 买入、时期 s_i 卖出的艺术品 i , 如果 $b_i < j \leq s_i$, 则 $X_{ij} = 1$; 否则, $X_{ij} = 0$ 。 r 表示 N 项重复交易艺术品的对数回报率, 为 N 维列向量。 Ω 表示权重矩阵。 本文采用 Case and Shiller(1987) 提出的三阶段最小二乘法估计权重。 回归所得的系数即为艺术品的收益率, 通过对回归系数回归系数的简单计算, 即可转换为艺术品价格指数。

(三) 数据来源和说明

从全球来看, 美国、中国和英国占据了全球艺术品市场超过 80% 的份额, 交易主要集中在纽约、北京、香港、伦敦四大艺术品重镇。 艺术品单价越来越高, 离不开金融的支持, 全球艺术品市场与金融中心、时尚中心高度统一。 在艺术品交易重镇, 几家顶尖拍卖公司占据了大部分的市场份额, 寡占型特征明显。 2000 年以后, 伴随着中国经济的快速发展和加入 WTO, 中国开始全面融入国际市场, 中国艺术品市场在海内外开始活跃。

本文艺术品数据来源于雅昌艺术市场监测中心数据库(AMMA), 该数据库涵盖全球主要拍卖市场中国艺术品的拍卖记录。 根据研究目的, 我们选择了 2000 年至 2017 年北京、香港、纽约和伦敦全球四大艺术品交易中心的中国艺术品交易的核心拍卖行¹ 北京嘉德、北京保利、北京匡时、北京瀚海、香港佳士得、香港苏富比、香港保利、香港嘉德、伦敦佳士得、伦敦苏富比、纽约佳士得和纽约苏富比的中国书画数据进行分析。 由于伦敦的中国艺术品交易量较小, 而纽约和伦敦之间有很多相似特点, 所以本文将纽约和伦敦数据合并, 作为一个欧美市场来分析。

本文的中国书画是指中国艺术家创作的国画、书法等类型的作品。 数据涵盖所有在北京、香港、纽约和伦敦四个拍卖市场主要拍卖行中国书画的拍卖观测值, 各个市场的数据口径一致, 具有可比性。 之所以选择中国书画, 原因有三点: 第一, 中国书画体现了中国传统文化的精髓, 在中国艺术品最重要的国内市场上, 中国书画是最主要的交易品类。 第二, 书画的定价因素较为统一和齐全, 特征价格法能够较好地拟合价格指数。 瓷器虽然在海外中国艺术品拍卖中占比不小, 但瓷器的价格特征远没有书画一致, 使用特征价格法对瓷器的估计精度不及书画艺术品。 学术界研究艺术品市场大多采用书画数据。 第三, 由于东西方文化和审美的差异, 国外藏家对瓷器品类的接受度更高, 而对中国书画的鉴赏力和接受度都较低, 离岸中国书画的购买者主要是华人群体, 因而无论是在中国大陆地区、香港地区、纽约和伦敦地区, 所面向的需求群体是基本一致的, 而本文更关注亚洲、尤其是华人买家的行为偏好。

书画数据的特征变量主要有三类, 包括艺术家的个人特征、艺术品的物理特征, 以及艺术品的交易特征。 艺术家个人特征主要包括艺术家个体的虚拟变量和艺术家是否离世的虚拟变量。 艺术家个体的控制变量反映了每个艺术家的独特性和艺术家声誉, 是艺术品最重要的定价因素。 艺术家是否离世的虚拟变量反映了艺术品的市场供给情况, 艺术家离

¹ 由于画廊、私洽交易多为私下交易, 很难得到准确数据, 所以学术研究基本上都采用公开透明的拍卖数据。

世将使得艺术品的供给中断,通常认为艺术家离世对艺术品的市场价格有正向影响。本文总样本量为 444 961,其中成交数据 326 883 条,成交率为 73.47%,本文只使用成交数据。

本文使用雅昌艺术市场监测中心数据库年代的划分标准,根据样本艺术家按照年代把艺术品划分为古代、近现代和当代作品,把 1911 年前去世或者 1840 年前出生的艺术家定义为古代;1840 年后出生或者 2000 年前去世的艺术家定义为近现代;在世或者 2000 年后去世的艺术家定义为当代。在可以识别年代的 286 002 条成交拍卖观测值中,其中古代作品占比为 21.80%,近现代作品占比为 52.41%,当代作品占比为 25.79%。

第二类特征变量为艺术品的物理特征,包括尺寸、签名、题跋、著录、创作年代、类型、题材、形制、墨色、质地、技法等。一般来说,控制其他因素不变的情况下,尺寸越大的作品价格越高,但过大的尺寸可能对艺术品价格有负向影响,这一关系可以通过尺寸的平方项来反映。签名、题跋以及著录等信息能够反映艺术品的真实性和质量。而包括题材、形制在内的其他物理特征也能反映艺术品的质量和价格。本文以中国拍卖市场上最主要的中国绘画和书法两项作为研究对象,其中包括书法成交数据 78 599 条,绘画成交数据 248 284 条。

第三类特征变量是关于艺术品的交易特征虚拟变量,包括拍卖行、拍卖地点以及拍卖成交时间。不同拍卖行的作品价值挖掘能力、市场营销策略和客户资源对交易结果有重要的影响。拍卖地点的选择直接影响竞拍的客户群体。

(四) 描述性统计

北京、香港、纽约和伦敦是全球最主要的艺术品交易中心,其形成有其深刻的历史和现实原因。北京作为千年古城,长期积累形成了优质的艺术学术和市场资源以及艺术产业链。同时,北京也是金融中心,不仅有大量金融机构,还聚集了全国最多的高净值人群和资金量。香港、纽约和伦敦是全球性市场和国际金融中心,货币环境稳定,讯息发达,具备成熟规范的法制结构、商业体系和职业操守,聚集了大量的资金和投资者。

表 1 列出了分区域中国书画的拍卖数量和金额统计。从上拍总数和成交总额来看,以北京为代表的中国内地艺术品的主场无论在成交数量还是金额上都处于绝对优势,是全球最大的中国艺术品市场。从各个市场的成交均价来看,尽管海外的中国文物艺术品交易比中国大陆的规模小很多,但是香港市场拍品均价最高,纽约和伦敦市场居次,而北京艺术品拍卖市场的均价处于较低水平,这与拍品的数量较多有关系。北京市场的成交率低于纽约、伦敦和香港市场的拍卖成交率。中国大陆艺术品拍卖市场流拍比例一直较高,这可能与市场中存在着拍品质量和市场环境等问题有关。

表 1 2000 - 2017 年各区域拍卖数量和金额统计

区域	上拍总数	成交数量	成交比率	成交总额 (万元人民币)	成交均价 (元人民币)
北京	396 822	289 480	72.95%	10 947 744	378 187
香港	42 368	32 712	77.21%	2 914 466	890 947
纽约和伦敦	5 771	4 719	81.77%	348 978	739 517

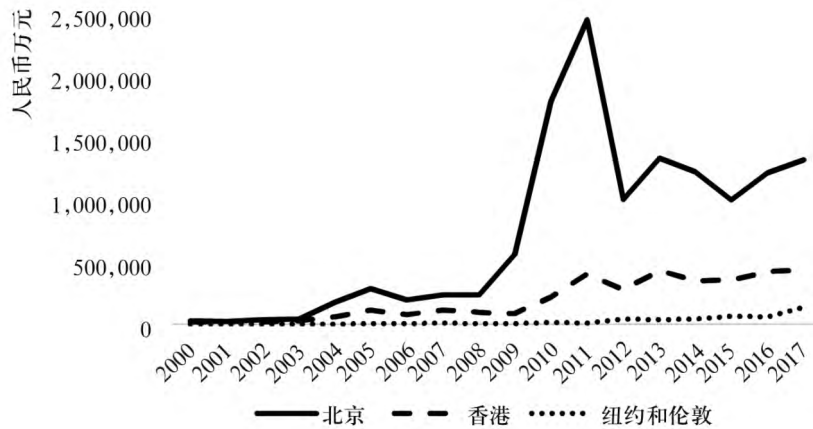


图1 全球中国书画艺术品拍卖市场成交金额年份分布¹

图1为中国书画艺术品全球市场成交金额年份分布情况。从全球市场来看,随着中国经济的发展和书画市场的升温,从2000年开始,中国国内与海外书画价格发生逆转,不少艺术品国外价格低于国内市场。大量书画开始从海外市场回流,回流文物艺术品具备真品精品多、价格上涨空间大等特点。北京市场经历2003年春季“非典”停拍后,于同年秋季开始爆发,2009年在宽松货币政策等因素的刺激下快速攀升,在2011年达到高峰,2012年透支了的市场开始大幅回调。香港市场是中国艺术品最重要的离岸市场,2003年以后成交金额保持稳中有升的态势。纽约市场从2011年成交金额开始增加,近年来出现中国艺术精品拍卖上升,成为仅次于香港的中国艺术品第二大离岸交易市场。伦敦市场较小且变化不大。概括来说,中国书画艺术品全球市场的变化趋势大体是:2003到2011年,在岸市场快速发展,大陆地区中国艺术品拍卖市场快速增长,海外大量艺术品精品回流到国内;2011年之后,离岸市场出现了明显的增长,一直保持稳定发展的势头,离岸市场在与在岸市场出现了此消彼长的互动关系,在一定上弥补了在岸市场的回调和盘整。

从全品类来看,海外的中国文物艺术品拍卖正逐渐向亚洲集中。2011年至2016年期间,亚洲(不包含中国大陆)地区在海外的中国文物艺术品拍卖市场所占份额则相应从66%提升至78%,主要体现在香港市场。而北美与欧洲市场的份额却从33%降至21%²。

四、艺术品价格指数与收益率实证分析

(一) 特征价格指数

根据特征价格模型,可以得出2000-2017年全球中国艺术品拍卖的计量结果如表2

¹ 按成交量计算的趋势与按成交金额的结论一致。

² 中国拍卖行业协会与artnet全球有限公司《中国文物艺术品全球拍卖统计年报2016》。

所示,进一步可以得出艺术品价格指数¹,见图 2。

表 2 特征价格模型计量结果

	(1) 全球	(2) 北京	(3) 香港	(4) 纽约和伦敦
2001 年	-0.0269 (0.0249)	-0.0634** (0.0267)	-0.0077 (0.0691)	-0.2736 (0.4448)
2002 年	-0.2609*** (0.0224)	-0.2575*** (0.0235)	-0.0570 (0.0673)	-0.9466 (0.6401)
2003 年	0.0113 (0.0216)	0.0509** (0.0228)	0.1703*** (0.0640)	0.9778 (0.6366)
2004 年	0.6108*** (0.0201)	0.6545*** (0.0212)	0.6821*** (0.0609)	-0.2220 (0.8926)
2005 年	1.1128*** (0.0198)	1.1654*** (0.0208)	1.0574*** (0.0577)	1.6013** (0.7603)
2006 年	0.7619*** (0.0200)	0.8159*** (0.0210)	0.8174*** (0.0578)	1.1077*** (0.3914)
2007 年	0.7397*** (0.0203)	0.7572*** (0.0214)	1.0436*** (0.0580)	1.0798*** (0.3761)
2008 年	0.8864*** (0.0203)	0.9389*** (0.0213)	0.8938*** (0.0600)	0.6612 (0.4091)
2009 年	0.9787*** (0.0206)	1.0135*** (0.0216)	1.0640*** (0.0608)	1.2258*** (0.4017)
2010 年	1.3877*** (0.0202)	1.4238*** (0.0213)	1.6678*** (0.0593)	1.7397*** (0.3922)
2011 年	1.7402*** (0.0202)	1.7756*** (0.0213)	1.9980*** (0.0579)	1.9117*** (0.3641)
2012 年	1.6051*** (0.0204)	1.6511*** (0.0218)	1.7615*** (0.0564)	1.8010*** (0.3645)
2013 年	1.8075*** (0.0202)	1.8793*** (0.0215)	1.8898*** (0.0557)	1.7014*** (0.3606)
2014 年	1.6582*** (0.0204)	1.7157*** (0.0217)	1.7763*** (0.0557)	1.6987*** (0.3579)
2015 年	1.4703*** (0.0210)	1.5075*** (0.0225)	1.6546*** (0.0569)	1.5218*** (0.3630)
2016 年	1.4285*** (0.0212)	1.4569*** (0.0226)	1.6480*** (0.0578)	1.5378*** (0.3560)
2017 年	1.4581*** (0.0213)	1.4844*** (0.0227)	1.6323*** (0.0572)	1.5150*** (0.3614)

¹ 由于篇幅原因,本文仅报告主要特征变量回归结果,所有特征变量的回归结果可以联系作者获取。

	续表			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	全球	北京	香港	纽约和伦敦
尺寸	0.0235 *** (0.0029)	0.0452 *** (0.0038)	0.0381 *** (0.0049)	0.0027 *** (0.0010)
尺寸平方	-0.0001 *** (0.0001)	-0.0001 *** (0.0001)	-0.0001 *** (0.0001)	-0.0001 ** (0.0001)
签名和题识	0.2484 *** (0.0075)	0.2827 *** (0.0082)	-0.0120 (0.0207)	0.1270 (0.0902)
是否离世	0.0753 *** (0.0235)	0.0884 *** (0.0241)	-0.0741 (0.0838)	-0.0185 (0.3879)
北京嘉德	0.2808 ** (0.1427)	0.3092 *** (0.0080)		
北京保利	0.0041 (0.1426)			
北京匡时	0.7855 *** (0.1426)	0.7700 *** (0.0112)		
北京瀚海	-0.3107 ** (0.1427)	-0.2932 *** (0.0082)		
伦敦苏富比	0.8184 *** (0.1666)			0.5245 *** (0.1684)
纽约佳士得	0.3019 ** (0.1483)			0.2425 (0.1532)
纽约苏富比	0.7189 *** (0.1453)			0.6051 *** (0.1515)
香港苏富比	0.9994 *** (0.1429)		0.6193 *** (0.0224)	
香港佳士得	0.6309 *** (0.1429)		0.2878 *** (0.0217)	
香港嘉德	0.2955 ** (0.1435)		0.0074 (0.0248)	
香港保利	0.2986 ** (0.1434)			
艺术家控制变量	是	是	是	是
拍卖月份控制变量	是	是	是	是
创作年代控制变量	是	是	是	是
书画控制变量	是	是	是	是
题材控制变量	是	是	是	是
形制控制变量	是	是	是	是
墨色质地控制变量	是	是	是	是
技法控制变量	是	是	是	是
观测值	302 293	267 077	30 288	3 039
R 方	0.6605	0.6518	0.6466	0.6301

注: 括号内为怀特稳健标准误, **、*和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著水平。

表 2 结果表明: 尺寸变量在各个市场的回归中都显著, 而签名、题识和是否离世变量在北京市场显著, 但对香港市场、纽约和伦敦市场没有显著影响。可能的解释是海外拍卖行对艺术品的真假更有保证, 艺术品的签名和题识因素对艺术品的价格影响不显著; 海外艺术品市场对艺术家是否离世因素也不敏感, 这也印证了离岸二级市场以当代艺术为主, 在岸市场则以近现代绘画为主, 中国在岸市场过分依赖传统的存量市场而不是当代的增量市场的特征。

图 2 呈现了北京、香港、纽约和伦敦市场的艺术品价格指数¹。从整体水平来看, 最近几年, 香港市场、纽约和伦敦市场的价格指数高于北京市场的价格指数。纽约和伦敦市场虽然聚集不少中国艺术精品, 但总体市场远小于北京市场和香港市场的体量。北京市场和香港市场是中国艺术品拍卖最主要的两大市场, 两个市场在 2000 - 2017 年间的价格趋势大体一致, 在 2009 - 2011 之间表现异常繁荣, 随后呈现出一定程度的回落。在 2013 年后三个市场均出现价格持续下降。总之, 2009 年以前, 海外两个市场与中国大陆市场走势相关性不强, 2009 年以后, 离岸香港、纽约和伦敦市场与在岸北京市场价格走势趋于保持大体同步。

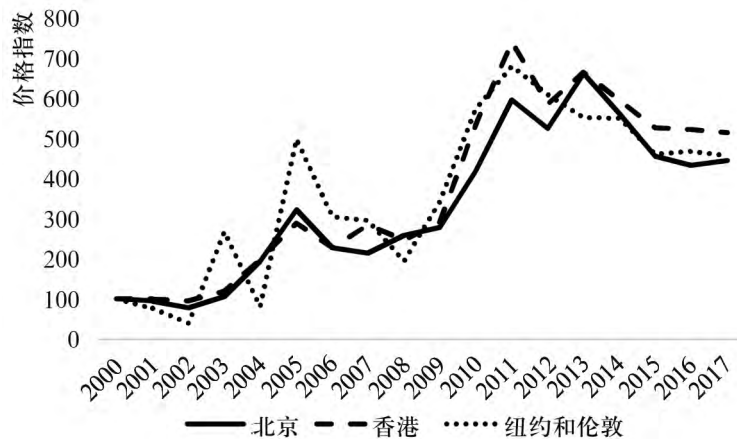


图 2 中国艺术品特征价格指数

2003 年以后, 中国大陆艺术品市场发展进入快车道, 价格攀升使国有博物馆和真正热爱并理解艺术品的文人藏家等老一辈藏家逐渐淡出市场, 中国艺术品市场从收藏时代向投资时代转变, 大量企业家和高净值人群成为最有实力的买家主体, 改变着市场买家的结构, 艺术品市场投机氛围较浓。

2009 年次贷危机后货币宽松, 大量的流动性因为没有好的资产而无处安放, “找资产”成为最普遍和最直接的诉求。2009 - 2011 年平均每年有几十只到上百只的艺术品基金设立, 企业家资金和艺术品基金流入市场推动了艺术品价格和规模的攀升。在艺术品市场, 名家收藏、稀缺性都会给作品增值, 流传有序的精品之作历来是藏家追逐和争夺的对象。

¹ 由于篇幅所限, 正文仅呈现特征价格指数图, 如需要具体特征价格指数数据, 可以联系作者获取。

最近几年,中国艺术品拍卖市场出现了明显的两极分化现象:一方面,中低端的普通艺术品成交量大幅萎缩;另一方面,稀缺的艺术精品非常抢手,亿元级成交的拍品屡见不鲜,购买力强劲。在艺术品拍卖的顶端市场,多家企业或企业家天价争夺稀缺的艺术精品作为其成立的私人美术馆的镇馆之宝,文化战略布局、资产配置、广告宣传和品位炫耀性效应兼具。随着时间的推移,中国艺术品拍卖市场不断升级,只看中文化精神价值的纯粹收藏者或者只为赚钱的纯粹投机者越来越少,资本盲目追求的非理性时代已经过去,投资者一般具有较高的艺术品鉴赏能力和相当的经济实力,在海内外市场购买艺术精品,既满足审美愉悦、社会地位等精神需求,也希望通过投资艺术品实现资产配置和分散风险功能。

(二) 艺术品收益率

根据特征价格法得出的艺术品价格指数,我们可以进一步算出各个市场的收益率情况。从表3可以看出,香港市场的年复合收益率最高,为10.08%,同时波动率最低,为30.61%。北京市场的年复合收益率为9.12%,波动为32.69%。纽约和伦敦市场的复合收益率为9.32%,但波动非常高,达189.33%。总体来说,香港市场与北京市场投资特征相近,从收益风险比来看,香港市场和北京市场比纽约和伦敦市场有更多的投资优势;纽约和伦敦市场规模较小,市场波动较大。从夏普比率来看,我们将各个市场的国债收益率水平作为无风险利率,得到的结果与收益风险比类似,香港市场的夏普比率为28.43%,表现优于北京市场的20.05%以及纽约和伦敦市场的4.17%。

表3 特征价格法年复合收益率

	全球	北京	香港	纽约和伦敦
2001年	-2.65%	-6.14%	-0.77%	-23.94%
2002年	-20.86%	-17.64%	-4.81%	-48.98%
2003年	31.28%	36.12%	25.52%	585.10%
2004年	82.12%	82.87%	66.83%	-69.87%
2005年	65.20%	66.68%	45.54%	519.23%
2006年	-29.59%	-29.50%	-21.34%	-38.96%
2007年	-2.20%	-5.70%	25.38%	-2.75%
2008年	15.80%	19.93%	-13.91%	-34.20%
2009年	9.67%	7.75%	18.55%	75.87%
2010年	50.53%	50.73%	82.91%	67.18%
2011年	42.26%	42.16%	39.12%	18.77%
2012年	-12.64%	-11.71%	-21.06%	-10.48%
2013年	22.43%	25.63%	13.69%	-9.48%
2014年	-13.87%	-15.09%	-10.73%	-0.27%
2015年	-17.13%	-18.80%	-11.46%	-16.21%

续表

	全球	北京	香港	纽约和伦敦
2016 年	-4.09%	-4.93%	-0.66%	1.61%
2017 年	3.00%	2.79%	-1.56%	-2.25%
年复合收益率	8.96%	9.12%	10.08%	9.32%
波动率	31.94%	32.69%	30.61%	189.33%
收益/风险	28.04%	27.91%	32.92%	4.92%
夏普比率	22.72%	20.05%	28.43%	4.17%

2009 年之前,北京市场与香港市场收益率的相关性为 0.8536,2009 年之后,两个市场表现同步更加明显,北京和香港市场收益率的相关系数达到 0.9259。此外,纽约和伦敦市场在 2009 年之前与北京和香港市场的关联度不高,2009 年之后,纽约和伦敦市场与北京和香港逐步趋同,特别是与香港市场与纽约和伦敦市场收益率的相关系数达到 0.9352。

五、离岸与在岸中国艺术品市场联动的逻辑

由于纽约和伦敦的市场体量较小,离岸与在岸市场的联动更多地体现在香港市场与内地市场之间的流动,因此本节首先使用出现在香港与北京市场的重复交易数据,识别重复交易样本在不同地区的流动情况,考察重复交易艺术品的市场分布、收益特征与互动情况。

(一) 离岸与在岸艺术品的流动

艺术精品作为可以跨市场交易的高价值商品,艺术品卖家和买家可以根据各个交易市场的特征和表现,选择最佳收益风险交易策略。如果各个市场存在套利机会,投资者会选择在相对低价市场买入,在高价市场卖出,获取最高的投资回报。因此,通过重复交易数据的交易地点,我们可以识别艺术品在不同市场间的流动情况,进而反映艺术品市场资金的流动情况。

为了识别样本中的重复交易数据,本文以整体样本为基础,从作者姓名、作品名称、作品尺寸、创作年代、款识等多个维度进行筛选。由于装裱和度量等原因,重复交易的艺术品在不同交易场合下尺寸会有微小差异,因此我们在比照重复交易样本时,对尺寸取整数进行匹配,最终得到 17 737 对重复交易数据。本文把超过两次交易的艺术品调整为两两重复交易对,并按时间先后顺序,分别把交易时间看做买入时间和卖出时间,对应买入价格和卖出价格。由于大部分重复交易出现在北京市场,其次出现在香港市场,纽约和伦敦出现的重复交易情况非常少,因此本节把重点放在北京和香港地区的艺术品收益的分析。

为了考察不同市场样本收益率的特征,本文按照第一次交易市场 and 第二次交易市场

划分,将重复交易数据划分四个部分:北京-北京、香港-香港、北京-香港、香港-北京。北京-北京表示第一次交易地点和第二次交易地点都在北京;香港-香港表示两次交易地点都在香港;北京-香港表示第一次交易地点在北京,第二次交易地点转移到香港;香港-北京表示第一次交易地点在香港,第二次交易地点在北京。北京-香港和香港-北京这两种交易策略反映了重复交易样本在不同市场间流动的情况。

进一步,本文使用重复交易模型分别估算北京-北京、香港-香港、北京-香港和香港-北京四种交易策略的收益率。我们将收益率结果进行换算,与特征价格模型一致,将2000年基期指数设定为100,可以得出不同交易策略下的价格指数如图3所示。香港市场与北京市场的走势一致,北京-香港交易策略在2010年后价格指数快速增长,总体来说,远远领先于北京-北京、香港-香港和香港-北京交易策略的市场表现。北京市场爆发性增长期过后,在岸市场发展的动力明显不足;香港市场以稳定的市场表现,较高的收益率,吸引了艺术品精品拍卖和优质藏家在香港聚集,从在岸到离岸交易的艺术品具有更高的溢价水平。

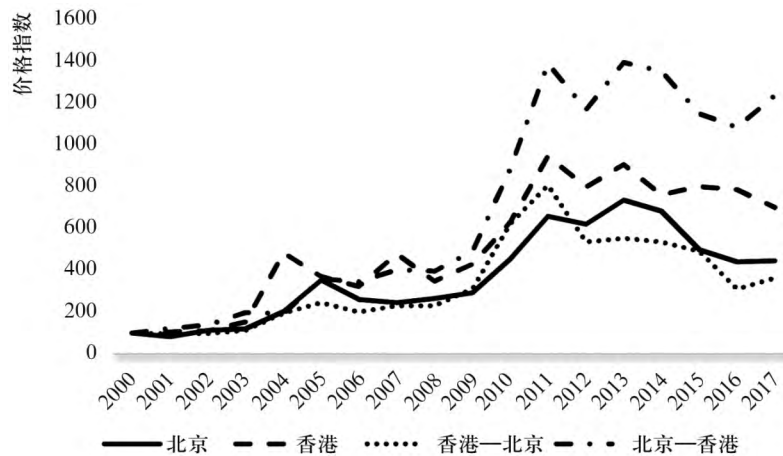


图3 中国艺术品重复交易价格指数

(二) 离岸与在岸艺术品收益率的比较

离岸与在岸艺术品收益率存在差异,通过跟踪重复交易样本的交易地区的分布情况,我们能够进一步分析区域交易策略与投资收益率的关系,进而理清离岸与在岸中国艺术品市场的联系。本部分考察不同交易地区,交易策略对艺术品收益率的影响。本文借鉴 Mei and Moses (2002) 对重复交易模型稍加变形,加入不同交易地点与持有时间的交叉项,考察不同交易地点对收益率的影响。考虑如下回归方程:

$$r_i = \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \mu_t + \sum_j^k \rho_j (s_i - b_i) D_{ij} + \sum_{t=b_i+1}^{s_i} \eta_{it} \quad (7)$$

其中, $s_i - b_i$ 为卖出时间 s_i 与买入时间 b_i 的差,表示艺术品 i 的持有期限; D_{ij} 表示重复交易数据交易地点变化的虚拟变量; ρ_j 度量交易地点变化带来的超额收益情况; k 表示

回归方程中虚拟变量的个数。本文将北京-北京交易作为交易地点变化的基准,比较北京-香港、香港-香港和香港-北京交易策略与北京-北京交易策略的收益差别。本文主要关注系数 ρ_j 的大小和方向,考察重复交易地点的选择是否会影响到艺术品的收益率。

表 4 采用等式(6)一致的估计方法,回归结果(1)使用全样本数据,结果显示与基准北京-北京交易策略相比,北京-香港交易策略与香港-香港交易策略有更高的收益率,第二次交易发生在香港地区对艺术品收益率有正向影响;其中,第一次交易在北京,第二次交易在香港的北京-香港交易策略有最高的收益率。回归结果(2)-(4)展示了交易地点对不同时代艺术品收益率影响的差异。北京-香港交易策略对古代和近现代艺术品有正向影响,而当代艺术品在不同交易策略下没有显著的收益率差异。

表 4 艺术品收益率与交易地点

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	古代	近现代	当代
北京-香港	0.0503 ^{***} (6.57)	0.0560 ^{**} (2.56)	0.0409 ^{***} (4.84)	0.0257 (0.97)
香港-香港	0.0184 [*] (1.71)	0.051 (1.35)	0.0049 (0.42)	0.0062 (0.19)
香港-北京	0.0089 (0.96)	-0.0242 (-0.8)	0.0038 (0.39)	0.0805 (1.58)
μ_t	是	是	是	是
观测值	17 626	3 297	11 250	2 580
调整 R 方	0.2293	0.1032	0.293	0.2914

注:表 6 回归使用 Case and Shiller (1987) 三阶段最小二乘法,表中结果省略回归变量 μ_t ; 括号内为 t 值,***、**和* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著水平。

中国艺术品在岸和离岸市场的形成与发展有其内在的市场机制和动力。香港艺术品离岸市场的优势明显,以下综合因素促成了北京-香港策略占优。具体表现在:

第一,香港艺术品交易的宏观环境具有较强的竞争力。与中国内地相比,香港在税收、外汇和文物艺术品流通方面政策方面具有明显的优势,香港文物艺术品和资金进出较为自由,艺术品关税和增值税均为零。中国内地文物艺术品的进口税率远高于香港地区和欧美国家,阻碍了文物艺术品回流和中国拍卖企业海外征集,境外优秀的艺术品难以进入国内市场。由于自由港的优势,不少内地藏家将竞得的艺术品留在香港。

第二,香港艺术品市场的需求和供给资源多元,国际化程度较高。香港艺术品市场的客户来自全球,对亚洲尤其是大中华地区的辐射能力强,既有众多的内地高净值资产配置需求,也有不少对中国书画认可度较高的、成熟专业的华裔客户群体(例如,中国台湾和香港)。国际知名拍卖行专业的市场运营推动了整个市场专业化水平和活跃度,从 2012

年开始,为满足客户需要,许多国内一线拍卖行纷纷落地香港,选择将海外回流部分的拍品在香港拍卖,海外中国艺术品离岸市场的交易体量相应增加。最近几年,越来越多的国际一线画廊、艺博会争相落户中国香港,国际知名拍卖企业为了方便中国藏家,将更多重要拍卖转移至香港¹。

第三,投资收益和资产配置效应吸引资金流入香港市场。从本文的计量分析中可以看出,无论是整体投资收益、艺术精品收益率,还是考虑到风险后的夏普指数投资收益,香港都是几个市场中最高的。由于资本的逐利性,高收益会吸引更多资金流向香港。最近20年,艺术品等另类资产越来越多地成为中国高净值人群的资产配置选项。云妍等(2018)根据史料研究中国清代官绅家庭资产结构,发现随着财富的增加,家庭投资的内容会发生转向,田地、房产等不动产的比重显著下降,而古董、瓷器和玉器等资产的比重上升。Oosterlinck(2017)研究发现,在第二次世界大战中被占领的法国,艺术品价格指数高于股票、债券、黑市黄金和外汇;作者进一步研究发现,由于艺术精品体小价高,易于携带,小的艺术品比大的艺术品价格指数更高。艺术精品的特质使其便于在不同的收藏动机和环境之间自然转换。

六、结论与政策建议

随着中国经济快速发展,精神文化和财富管理需求越来越强烈,艺术精品恰恰是这两种需求融合的优质载体。本文选择离岸和在岸的艺术品交易重镇和核心拍卖行近20年的交易数据,以中国书画作为研究样本,探究中国买家的艺术品投资行为特征,进而研究海内外中国艺术品市场的发展机制和特征。

本文研究结论如下:第一,艺术品的财务收益和精神收益是艺术品投资收藏消费的主要原因,不同市场间艺术品资产收益和资产配置功能的差异是艺术品市场资金流动的动力。艺术精品价格不断攀升使艺术品财务收益越来越明显。艺术品区别于股票、债券等传统资产在于其社会历史和文化精神等人文属性,区别于房地产在于其是动产,与黄金具有相似的避险功能。全球艺术品市场的形成、流动和发展有其深刻的历史和市场机理及原因。艺术精品多维的特征在很大程度上满足了高净值人群多元化需求,也推动了海内外中国艺术品市场的形成、发展与变化。第二,香港市场中国艺术品投资收益率全球最高。纽约和伦敦市场投资收益率低于北京和香港。在重复交易中,北京-香港交易策略收益率较高。最近十年,欧美市场的价格指数与北京和香港市场关联度增高,北京和香港作为中国艺术品最大的在岸和离岸市场相互联动,各具特色。一方面,香港作为中国的一部分,政治、经济等的密切关联使香港中国艺术品市场与北京市场的价格走势趋同。香港市场中国艺术品投资收益最为丰厚。另一方面,香港离中国大陆近,自由港、专业的艺术品保管库、金融服务和高度国际化又使香港市场具有得天独厚的发展空间,无论对于海内

1 中国拍卖行业协会与 Artnet《中国文物艺术品全球拍卖统计年报2016》。

外艺术品的供给方(画廊、博览会和拍卖行)还是国内外艺术品的需求方(藏家)都具有很大的吸引力,香港艺术品市场极具发展潜质。

基于以上研究,我们提出以下政策建议:

第一,为中国艺术品市场国际化营造良好的市场机制。文物艺术品是全世界的共同财富,象征着人类的文明和进步程度,国际性特征明显。中华民族优秀文化博大精深,艺术品是非常易于国际传播和接受的载体。但是中国艺术品市场较为封闭,在中国大陆艺术品市场上交易的几乎都是本国作品,海外艺术品、拍卖行和藏家市场占比都很低。与此同时,中国的艺术品除了瓷器外,其余艺术品在国际市场上的认可度也不高。总体来说,中国艺术品市场国际化的深度和广度具有很大发展空间。民间持有艺术品有利于艺术品的保管和市场效率提升,需要构建中国艺术品“走出去”和国外艺术品“引进来”的市场机制,适当降低进口艺术品增值税,鼓励优秀文物艺术品流入,同时扩大中国艺术品在欧美的市场份额、接受度和影响力。

第二,着力规范艺术品市场。首先,中国艺术品市场虚假交易、暗箱操作、制假售假、拍卖成交不付款等乱象屡见不鲜,导致很多高净值人群不敢进入,严重影响了在岸中国艺术品市场的健康发展。缺乏诚信体系是制约中国艺术品市场发展的一大障碍。政府以及相关部门应大力推动诚信机制建设,加大惩戒力度,为艺术品市场健康发展提供良好的制度环境。其次,艺术品市场法律法规不完善,盲点较多。应坚决打击艺术品违法违规交易,净化中国艺术品市场环境。

参考文献

- [1]黄隽、李越欣和夏晓华 2017,《艺术品的金融属性:投资收益与资产配置》,《经济理论与经济管理》第4期,第60~71页。
- [2]石阳和李曜 2013,《中国艺术品投资收益:整体特征与杰作效应》,《金融研究》第12期,第194~206页。
- [3]雅昌艺术市场监测中心和 Artprice 2018,《2017年度艺术市场报告》,雅昌艺术市场监测中心。
- [4]云妍、陈志武和林展 2018,《清代官绅家庭资产结构一般特征初探:以抄产档案为中心的研究》,《金融研究》第2期,第61~81页。
- [5]中国拍卖行业协会和 Artnet 2017,《中国文物艺术品全球拍卖统计年报 2016》,中国拍卖行业协会。
- [6]中国拍卖行业协会和 Artnet 2018,《中国文物艺术品全球拍卖统计年报 2017》,中国拍卖行业协会。
- [7]Anderson, R. C., 1974, "Paintings as an Investment" *Economic Inquiry*, 12(1), pp. 13~26.
- [8]Ashenfelter, O. and K. Graddy, 2003, "Auctions and the Price of Art" *Journal of Economic Literature*, 41(3), pp. 763~787.
- [9]Baumol, W. J., 1986, "Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game" *The American Economic Review*, 76(2), pp. 10~14.
- [10]Case, K. E., & R. J. Shiller, 1987, "Prices of Single-Family Homes since 1970: New Indexes for Four Cities" *New England Economic Review*, (Sep), pp. 45~56.
- [11]Deloitte and ArtTactic, 2014, Art & Finance Report 2013.
- [12]Deloitte and ArtTactic, 2018, Art & Finance Report 2017.
- [13]Frey, B. S. and R. Eichenberger, 1995, "On the Rate of Return in the Art Market: Survey and Evaluation" *European Economic Review*, 39(3-4), pp. 528~537.

- [14] Frey, B. S. and W. W. Pommerehne, 1989, "Art Investment: an Empirical Inquiry" *Southern Economic Journal*, pp. 396 ~ 409.
- [15] Goetzmann, W. N., 1992, "The Accuracy of Real Estate Indices: Repeat Sale Estimators" *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5(1), pp. 5 ~ 53.
- [16] Goetzmann, W. N., 1993, "Accounting for Taste: Art and the Financial Markets over Three Centuries" *The American Economic Review*, 83(5), pp. 1370 ~ 1376.
- [17] Mandel, B. R., 2009, "Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good" *American Economic Review*, 99(4), pp. 1653 ~ 1663.
- [18] Mei, J. and M. Moses, 2002, "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces" *American Economic Review*, 92(5), pp. 1656 ~ 1668.
- [19] Oosterlinck, K., 2017, "Art as a Wartime Investment: Conspicuous Consumption and Discretion" *The Economic Journal*, 127(607), pp. 2665 ~ 2701.
- [20] Pesando, J. E., 1993, "Art as an Investment: The Market for Modern Prints" *The American Economic Review*, pp. 1075 ~ 1089.
- [21] Pesando, J. E. and P. M. Shum, 2007, "The Law of One Price, Noise and Irrational Exuberance: the Auction Market for Picasso Prints" *Journal of Cultural Economics*, 31(4), pp. 263 ~ 277.
- [22] Renneboog, L. and C. Spaenjers, 2013, "Buying beauty: On Prices and Returns in the Art Market" *Management Science*, 59(1), pp. 36 ~ 53.
- [23] Worthington, A. C., and H. Higgs, 2004, "Art as an Investment: Risk, Return and Portfolio Diversification in Major Painting Markets" *Accounting & Finance* 44(2), pp. 257 ~ 271.

Chinese Art as an Investment: Characteristics and Interactions in Offshore and Onshore Markets

HUANG Jun LI Yuexin

(School of Applied Economics, Renmin University of China)

Summary: In the past 20 years, Chinese art markets have become among the most important art auction markets globally. Since 2009, the turnover of Chinese art markets has been comparable in magnitude to those of the United States and the United Kingdom. According to statistics from the China Association of Auctioneers (CAA), the total turnover of Chinese art in mainland China and overseas regions accounted for 36% of the total global art auction turnover in 2017. The driving forces behind Chinese art markets' development are the abundant supply of Chinese cultural resources, rapid economic growth, and the growing wealth of collectors and investors. As art is an asset class and a consumption good, it derives both financial returns and aesthetic value. In addition, because artworks are not standardized assets and art markets are not transparent, risks and returns can both be very high. Amid the rise of China's wealthy population, art is often used as an asset allocation tool.

Since the beginning of the 20th century, many Chinese cultural relics have flowed abroad, usually to prosperous areas. Chinese onshore art markets are mainly concentrated in Beijing, and the offshore markets are concentrated in Hong Kong, New York and London. Chinese art has attracted the attention of international

investors , and overseas auction houses have increased the number of Chinese art auctions. The overseas offshore market has become an important source of Chinese art auctions. Due to differences in Eastern and Western tastes , however , painting and calligraphy are the major categories in mainland China , while antiques , porcelain and jade artworks are more popular overseas.

This paper investigates the performances and characteristics of major offshore and onshore Chinese art markets , including the major art auction markets in Beijing , Hong Kong , New York and London. This paper applies the Artron AMMA database of global Chinese art auction observations from 2000 to 2017 and computes global Chinese art price indices for Beijing , Hong Kong , New York and London. A hedonic model is used to construct these indices , which cover over 300 000 auction observations of Chinese paintings and calligraphies in major auction markets. The results show that the Beijing and Hong Kong markets are the two largest onshore and offshore art auction markets , and they have similar price trends.

In addition , repeat sales are used to investigate the flows of Chinese art in offshore and onshore markets. Returns in the New York and London markets are lower than those in Beijing and Hong Kong; investors received the highest returns when their artworks were bought in Beijing and later sold in Hong Kong. The premiums in Hong Kong attract investors and collectors to this region , the largest offshore Chinese art market. Hong Kong's mature and safe investment environment contributes to the prosperous art market.

The main contributions of this paper are as follows: (1) Based on auction observations of the world's major Chinese art markets , a hedonic pricing model is used to construct onshore and offshore art price indices to offer a more complete picture of Chinese art auction markets. (2) In addition , this paper compares characteristics of Chinese art across offshore and onshore markets in Beijing , Hong Kong , New York and London. (3) This paper also uses repeat sales sample to investigate the motivations and preferences of Chinese buyers. (4) Lastly , it offers a new perspective on the dynamics of offshore and onshore markets.

The paper is organized as follows. After an introductory first section , the second section reviews the literature. The third section introduces the methodology and data sources. The fourth section analyzes the price indices and returns of Chinese art. In the fifth section , the connection between offshore and onshore art markets is explored. The sixth section concludes.

Keywords: Chinese Art Markets , Offshore and Onshore Markets , Risk and Return , Portfolio Diversification

JEL Classification: G11 , G12 , Z11

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)