



# 德勤研究报告.

2009年5月

## 目前金融危机时期艺术品作为一种可替代资产类型的性能与关联性

Dr. Rachel. A. J. Campbell, Maastricht University

Faculty of Economics and Business Administration,  
Maastricht University,  
P.O. Box 616,  
6200 MD Maastricht,  
The Netherlands,  
tel. 31 43 388-4827,  
E-mail: [r.campbell@maastrichtuniversity.unimaas.nl](mailto:r.campbell@maastrichtuniversity.unimaas.nl).

Adriano Picinati di Torcello

Deloitte S.A.  
560, rue de Neudorf  
  
L-2220 Luxembourg  
Grand-Duchy of Luxembourg  
tel. 352 45145 2531  
E-mail: [apicinatiditorcello@deloitte.lu](mailto:apicinatiditorcello@deloitte.lu)

## 背景

在这篇简短的研究报告中，德勤事务所与马斯特里赫特大学的雷切尔·坎贝尔博士合作，考察了作为可替代资产的艺术品，具体考察了艺术品的业绩，以及之前学术文章中所提出的受目前金融危机影响的艺术品与证券之间较低的关联性。

我们利用涉及各种艺术市场领域的艺术市场指数，考察了艺术品的回报和关联性特征，包括大师作品、欧洲印象派、现代和当代艺术市场。

我们选择使用“艺术市场研究”所提供的艺术市场指数，因为它们提供了广泛的、更常见的资料来源，而且它们是被最广泛引用的艺术市场业绩指标。

必须牢记一些告诫。艺术市场指数所报告的业绩，通常应该视为投资者收到的平均回报的上限。艺术市场指数通常会遇到五个问题：首先，它们是基于拍卖价格，而不代表整个艺术市场，其次，就拍卖会上买进的艺术品而言生存者偏差的存在通常并未包括在其中，第三，艺术市场研究的数据有着较高的流动性；几乎有 122000 宗销售，而艺术 100 指数有 24000 宗销售；我们不知道随时间发生的变化，第四是活动与指数发表数据之间的时间间隔的及时性，第五是没有包括交易成本在内。

此外，今天发表的艺术市场指数并不是可供投资参考的，这就意味着指数组合并不是按照指数计算过程中价格和权数将资金分配给指数构成要素而创建出来的。因此，它们应该被视为一种象征式的市场衡量工具。

## 虽然范围小于股票市场，但目前金融危机影响到艺术市场的业绩

利用涵盖1976年1月至2009年3月的数据，我们掌握了不同市场领域33年来每月回报指数数据。在图表1中，我们可以看到一般艺术指数达到年平均回报9.6%。具体说来，大师作品市场达到了9.1%；欧洲印象派达到10.6%，现代艺术平均为10.6%。当代艺术（数据始于1985年，范围只涉及24年）最高回报达到年平均14.3%。与先前的分析相比较，我们观察到所有艺术市场领域每年平均回报的实质性增长至少达到3%。但是，显示业绩增长的这些数字，主要是在2007年艺术市场不凡的业绩驱动下造成的，即当代艺术部分达到了166%。

具体来看金融危机的影响，我们观察到，所有艺术市场领域在2008年10月和11月达到了顶峰，如图表2所示。从巅峰时期至2009年3月，艺术市场部分都经历了负面业绩，范围从大师作品100指数的-6%，到现代艺术100指数的-30%。现代艺术100指数损失最大，达到-30%，而不是像一般预期的那样，当代艺术100指数为-22%，这一点很有趣。

总体来讲，艺术100指数与高峰时相比损失17%，但与同期世界股票指数-42%相比，2008年仍然保持着8%的正面业绩。2009年前三个月中，艺术100指数表明业绩持平，但世界股票指数缩小到-12%。

## 目前金融危机期间艺术品与股票之间的关联性稳步增长

为了考察艺术品市场与股票市场之间关联性的发展，应用的方法包括建立 12 个月移动平均股票数据，使之与艺术市场研究数据相匹配。图表 3 中，结果分别标注了世界股票指数、美国股票指数、英国股票指数的股票数据以及艺术 100 指数。

从这些结果来看，我们看到目前金融危机期间，艺术品与股票之间的关联性取得了实质性增长。关联系数在整个数据期内保持在 10%，如图 4 所示，过去两年艺术 100 指数表现出极高的关联度，达到 45%。类似的模型可以从全球、美国、英国股票市场以及各种艺术市场指数中看到。同样，金额单位采用美元还是欧元并没有任何意义。艺术市场的低落，虽然低于股票市场，但足以实质性地增加艺术品与股票市场之间的关联度。

考察不同的市场领域，我们看到，当代艺术市场、现代艺术市场以及印象派艺术市场与股票市场的关联度更高：大约在 52% 至 59% 之间。不过，大师作品市场几乎是零关联，甚至在短期内也是如此。显然，大师作品部分充分摆脱了信用恐慌。从某种程度上，衰退在这一高端市场某种程度上延缓了，或者大师绘画作品市场上的投资者类型完全不同。

关联度并不稳定，这一点并不奇怪。相比艺术品，股票承受着一些不同的经济和政治风险，当然艺术品也面临着一些同样可能影响全球经济的风险。在全球危机时期，多样化的优势逐渐消失了。另外，我们也注意到，当极端市场活动发生时，关联度就会增加。

## 结论

每一个艺术市场领域的年平均业绩，均高于以前研究报告中的报道；然而这主要是在 2007 年艺术市场的不凡业绩驱动下造成的。自 2008 年 10 月以来，我们观察到，所有艺术市场领域从不同方面受到目前金融危机的负面影响。更多的投机性行业，如现代艺术和当代艺术领域，与其高峰期相比，已经损失达 30%，截止 2009 年 3 月底，仍未显示触底迹象，而大师绘画作品市场只损失了 6%。艺术市场目前业绩萎缩虽然并不比 1990 年代中期证券和艺术市场所经历的情况严重，但也影响了艺术与证券市场之间的关联度。过去两年里，当代、现代以及印象派艺术品行业的关联系数大体增长超过 50%，而大师绘画部分仍保持在 0%。如果这一趋势得到证实，而不仅仅是目前金融危机的结果，艺术品能够在投资组合多样性中发挥作用的机会就会减少，特别是针对某些艺术市场部分。利用埃尔顿、格鲁伯以及帕德伯格<sup>11</sup>使用的规则，推导出某种“有价证券”进入最佳投资组合的条件，并假设艺术市场与资本市场之间有着较高的关联度，这就意味着艺术品必须能够获得扣除交易成本后的最低回报，才能被视为合格的候补，被包括在将会大幅增长的投资组合内。

---

<sup>11</sup>埃尔顿、格鲁伯和帕德伯格（1976 年），“专业管理、公开交易的商业基金”，《商务杂志》，附录 A，第 60 卷第 2 期，1987 年 4 月。埃尔顿、格鲁伯、布朗、古兹曼，《现代投资组合理论以及投资分析》，美国威里出版社，2003 年第 6 版，第 275 页。

图表 1

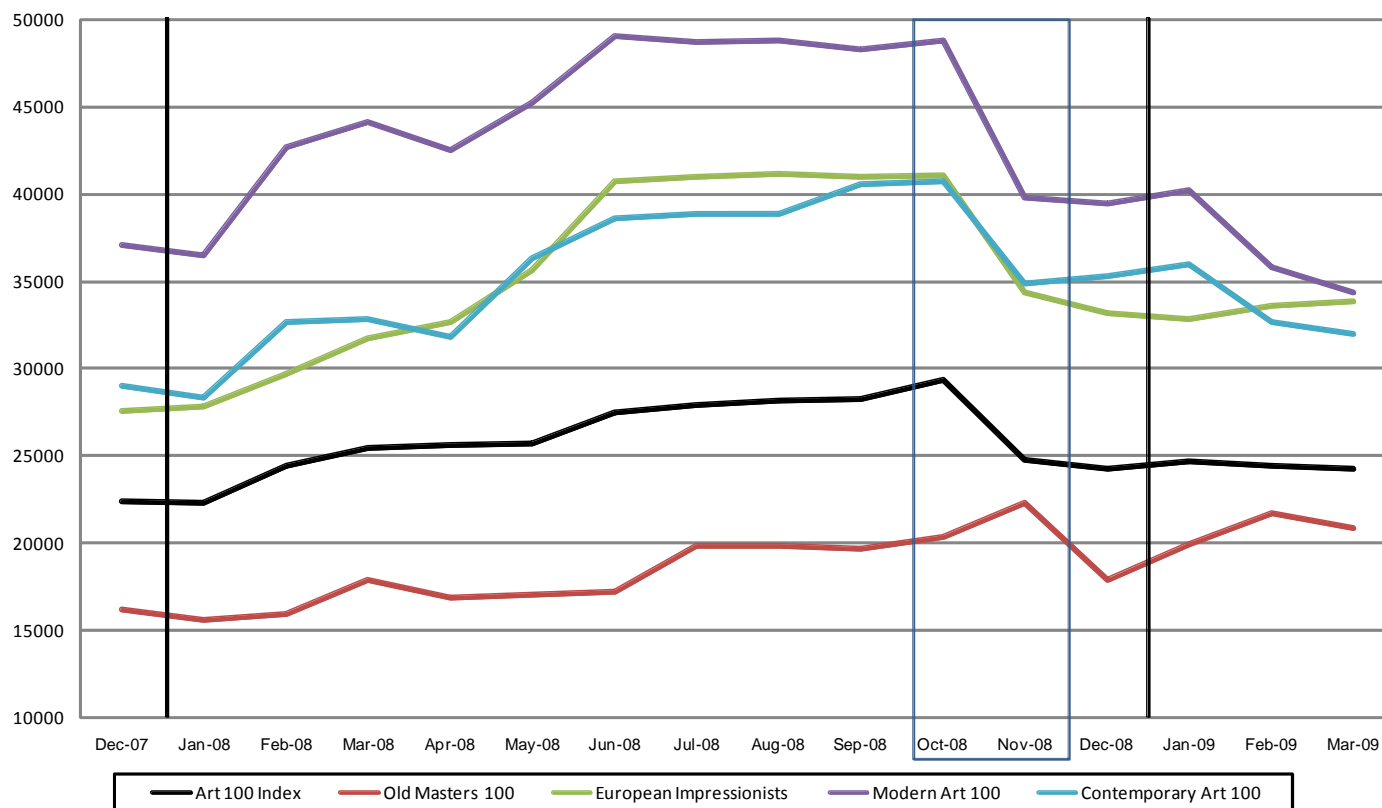
12 个月移动平均统计数据汇总

1976 年 1 月-2009 年 3 月	世界股票 指数-合 计回报指 数	美国股票 指数-合 计回报指 数	英国股票 指数-合 计回报指 数	艺术 100 指数	大师作品 100 指数	欧洲印象 派	现代艺术 100 指数	当代艺术 100 指数
年度平均回报	9.37%	10.48%	12.40%	9.59%	9.14%	10.59%	10.63%	14.29%
年度固定波动	4.60%	4.68%	4.62%	25.04%	34.80%	37.77%	20.02%	37.67%
平均	0.008	0.009	0.010	0.008	0.008	0.009	0.009	0.012
固定波动	0.013	0.014	0.013	0.072	0.100	0.109	0.058	0.109
偏度	-1.064	-0.962	-0.714	-0.213	-0.152	0.228	0.184	3.620
峰度	1.484	1.463	0.995	11.858	18.928	11.855	9.868	25.728
每风险单位回报				0.38	0.26	0.28	0.53	0.38

图表 2

艺术市场领域 - 2008 年 1 月-2009 年 3 月

艺术市场领域 - 指数

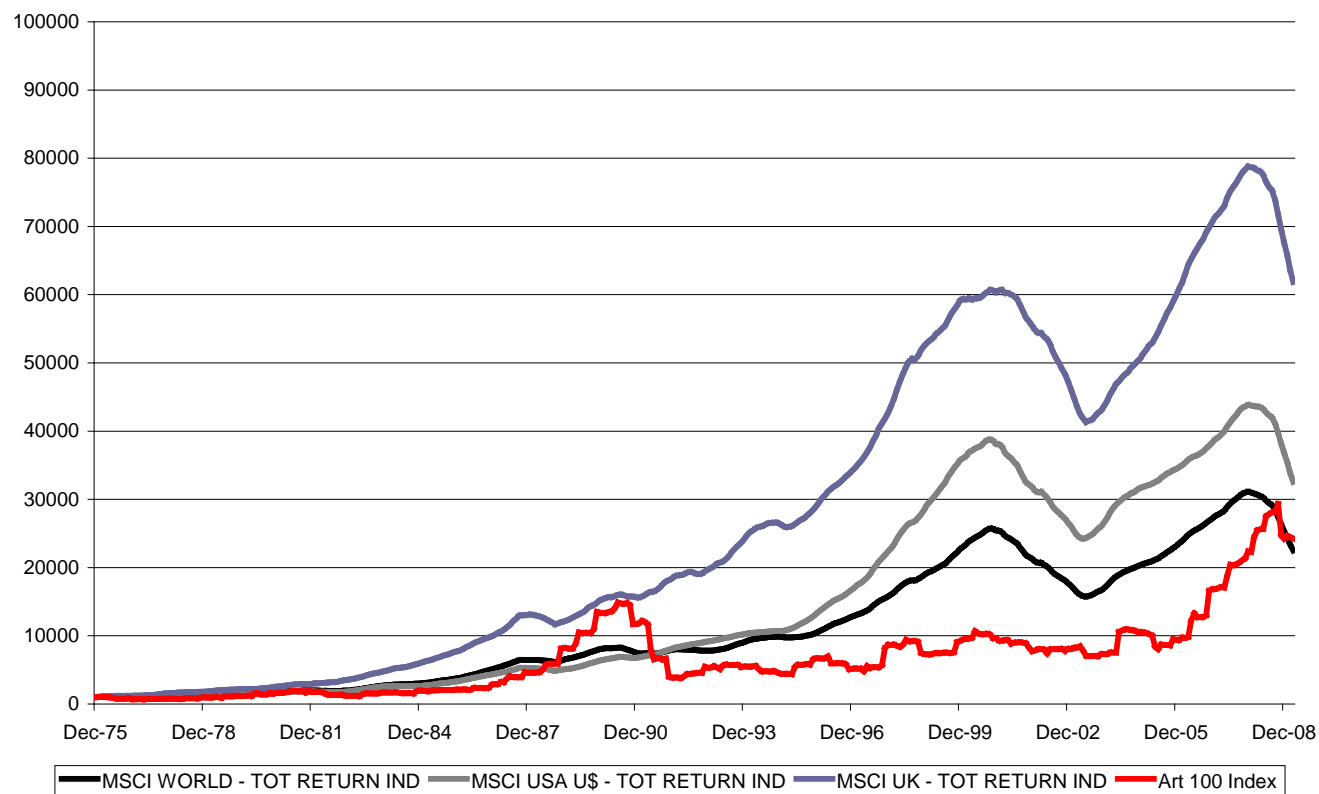


资料来源：©艺术市场研究，2009 年，德勤分析

图表 3

艺术品与股票指数 - 1976 年-2008 年

艺术品与股票  
12 个月移动平均



资料来源：©艺术市场研究，2009 年，雷切尔·坎贝尔博士

图表 4  
关联度指数

艺术 100 指数与：	世界股票	美国股票	英国股票
完整周期	0.1383	0.1041	0.0800
20 年	0.1305	0.1123	0.1040
10 年	0.2275	0.2102	0.2028
5 年	0.2128	0.2239	0.1602
2 年	0.4574	0.4647	0.4580
1 年	0.4703	0.4709	0.4362

当代艺术 100 指数与：	世界股票	美国股票	英国股票
完整周期	-	-	-
20 年	0.0780	0.0410	0.0358
10 年	0.0737	0.0906	0.0804
5 年	0.1966	0.2498	0.1403
2 年	0.5422	0.5275	0.5504
1 年	0.5248	0.5277	0.4948

\*\* 完整周期自 1976 年 1 月至 2009 年 3 月末，20 年数据自 1989 年 3 月始，10 年数据自 1999 年 3 月始，5 年数据自 2004 年 3 月始，2 年数据自 2007 年 3 月始，1 年数据自 2008 年 3 月始。

现代艺术指数与：	世界股票	美国股票	英国股票
完整周期	0.1392	0.0704	0.1075
20年	0.1433	0.0884	0.0897
10年	0.2247	0.2094	0.2230
5年	0.3494	0.3796	0.3173
2年	0.5902	0.5838	0.6050
1年	0.5697	0.5790	0.5416

印象派指数与：	世界股票	美国股票	英国股票
完整周期	0.1048	0.0970	0.0359
20年	0.1068	0.1125	0.0765
10年	0.2022	0.2186	0.1555
5年	0.1930	0.2326	0.1268
2年	0.5212	0.5150	0.5228
1年	0.5992	0.5838	0.5609

大师作品指数与：	世界股票	美国股票	英国股票
完整周期	0.0141	-0.0093	0.0232
20年	0.0231	-0.0038	0.0384
10年	-0.0221	-0.0460	-0.0159
5年	0.0274	0.0313	0.0474
2年	-0.0459	-0.0469	-0.0624
1年	0.0979	0.0835	0.0607

\*\*完整周期自 1976 年 1 月至 2009 年 3 月末，20 年数据自 1989 年 3 月始，10 年数据自 1999 年 3 月始，5 年数据自 2004 年 3 月始，2 年数据自 2007 年 3 月始，1 年数据自 2008 年 3 月始。

#### **About Deloitte**

Deloitte provides audit, tax, consulting, and financial advisory services to public and private clients spanning multiple industries. With a globally connected network of member firms in 140 countries, Deloitte brings world class capabilities and deep local expertise to help clients succeed wherever they operate. Deloitte's 165,000 professionals are committed to becoming the standard of excellence. Deloitte's professionals are unified by a collaborative culture that fosters integrity, outstanding value to markets and clients, commitment to each other, and strength from diversity.

They enjoy an environment of continuous learning, challenging experiences, and enriching career opportunities. Deloitte's professionals are dedicated to strengthening corporate responsibility, building public trust, and making a positive impact in their communities.

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee, and its network of member firms, each of which is a legally separate and independent entity. Please see [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) for a detailed description of the legal structure of Deloitte Touche Tohmatsu Limited and its member firms.

© 2009 • Deloitte S.A. • All rights reserved.

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu**