

从拍卖数据试探古瓷投资的避险组合

吴梦瑜

(华东政法大学, 上海 201620)

摘要:古瓷是艺术品投资的重要门类,其绝大部分来自国内外拍卖行。随着参与者数量增加,趋势投资者跟风投机。市场风云变幻,买进容易变现难的问题最为棘手,如何选择古瓷品种以规避风险?为此,笔者搜集整理了国内外代表性拍卖企业(中国嘉德与纽约苏富比)近10余年的古瓷拍卖数据,分析古瓷投资趋势,并使用Eviews软件计算各类古瓷间收藏相关系数,总结出古瓷避险投资组合,最后通过艺术价值、历史价值与市场价值三方面考察该投资组合的可行性与收益性。

关键词:拍卖;古瓷投资;避险组合

中图分类号: TQ174.74 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2278(2015)03-0316-06

The Hedging Investment Tactics of Ancient Porcelain According to Auction Data

WU Mengyu

(East China University of Political Science and Law, Shanghai 201620, China)

Abstract: Ancient porcelains, most of which come from worldwide action market, are a significant category of art investment. As the number of anticipators goes up, some investors may want to make a fortune from the “bandwagon effect”. However, trend changes easily and cashability of ancient porcelains fluctuates. How to select a hedging porcelain assortment to avoid its liquidity risk? According to nearly 10 years of auction data of China Guardian Auctions and Sotheby’s, we can analyze the trend of porcelain investment. Through the calculation of the correlation coefficient using Eviews, conclusions could be drawn to apply for a risk-avoiding investment portfolio. The final part demonstrates the feasibility and profitability of the portfolio from the aspects of artistic value, historical value and marketable value.

Key words: auction; ancient porcelain investment; hedging tactics

艺术品、房地产、证券,可谓理财界的鼎立三足。相比之下,艺术品投资门槛高、回报期长、回报率不稳定。古瓷是艺术品投资的重要门类,其大多为拍卖所得,拍品主要为高古瓷、明瓷以及清瓷三类。但拍卖行情难以预测,买进容易变现难,加剧了投资风险。相关系数被应用于度量变量间随机变动的联动性,如何利用相关系数来选择古瓷投资种类组合,从而规避投资风险,成为亟待解决的问题。

一、艺术品投资风险与投资组合理论

“盛世古董乱世金”。对绝大多数竞拍者来说,投资古董不仅是出于柏拉图式的欣赏,更主要的是为了能够在未来获得增值收益。由于艺术品除

了最终转手变现的单笔收入之外,不存在其他任何未来现金流;投资者完全凭借主观判断决定投资与否,古董收藏具备一定盲目性;市场上的羊群效应增加了古董的转手难度,买易卖难。投资风险不容小觑。

据收藏界艺术品经纪商多年跟踪国内处于流通领域的艺术品,发现30年后其市场价值不增反降的约占95%。若是再将30年内的通货膨胀率纳入考量,艺术品投资的实际保值效用差强人意。再者,古董市场鱼龙混杂,投资者若买到错误标的或者赝品,亏损便为必然。

马科维茨投资组合理论是基于证券投资的收益-风险权衡的理论依据。其中,投资收益由期望(均值)衡量,收益的风险由方差(或标准差)衡量。该理论以理性投资者为假设前提,因理性人会在收益一

收稿日期: 2014-11-19。

修订日期: 2015-01-20。

Received date: 2014-11-19.

Revised date: 2015-01-20.

通信联系人: 吴梦瑜(1995-),女。

Correspondent author: WU Mengyu(1995-), female.

定时追求风险最小化,投资组合理论由此提供计算各项资产配置比例的模型。对于单个资产风险的衡量采用收益率方差(标准差)一项即可,但多种资产并存时,协方差对结果的影响就远远超过方差。协方差用于衡量两个变量的总体误差,其值由变量间相关系数以及变量方差决定并正向变动。方差可视为协方差的特例,即两个相同变量的协方差。

投资组合理论的核心思想在于“组合的风险小于风险的组合”,也就是自古以来“不把鸡蛋全放一个篮子”的避险意识。前文分析可知,多个资产的风险与其间相关系数正向相关,相关系数越大,资产收益率相关性(联动性)越强,风险分散程度越低;反之相关系数越小,风险分散程度越高,投资组合规避风险的效果越强。

二、2003—2013古瓷拍品数据分析

古瓷拍品按朝代主要划分为高古瓷、明瓷、清瓷三大类。现代普遍接受的观点认为,高古瓷是明清之前瓷器的统称。对于上拍极少的年代不详或近代的瓷器,在此不作统计。翻阅多年年鉴以及拍卖图录可见:从拍卖场次看,苏富比的拍卖场次以常

规化的春秋拍为主,瓷杂项目每场列席,中国嘉德有春秋拍和四季拍;从拍品数量看,苏富比在单场数量上高于中国嘉德,说明古瓷在国外颇受追捧,但同时苏富比在总量上较落后,尤其高古瓷类稀有品种数量滞后,这很大程度上与瓷类易碎易裂、外销成本高的特殊属性有关;从拍质以及成交价看,中国嘉德拍出的天价古瓷远逊于苏富比,权威机构雅昌艺术市场监测中心对其评价“高端不高,低端不低”。

投资组合理论虽然是为证券投资而创立,但对于同为投资选项的古董投资,面对同样的理性人假设,理论是可以借用的。笔者对近10余年在代表性拍卖行苏富比与中国嘉德交易成功的中国古瓷数量进行搜集整理,并用Eviews软件计算不同朝代(高古、明、清)古瓷拍量的收藏相关系数,由此分析古瓷投资的普遍特点以及相应风险规避策略。

(一)苏富比

2003—2013年苏富比中国瓷器春秋拍数量及相关系数分别统计见表1至表4。

为避免时间序列以及季度影响,笔者将春秋拍汇总,得出三者修正后的相关系数见表5。

表1
Tab.1

Spring auction	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Earlier (x1)	1	1	1	1	2	3	1	2	5	3	8
Ming (x2)	33	33	13	33	29	25	10	29	44	32	46
Qing (x3)	101	81	59	101	60	108	17	60	181	126	91

数据来源:2003—2013雅昌艺术市场监测报告。下同

表2
Tab.2

Correlation			
	X1	X2	X3
X1	1.000000	0.681363	0.451739
X2	0.681363	1.000000	0.716583
X3	0.451739	0.716583	1.000000

表3
Tab.3

Autumn auction	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Earlier (x1)	5	18	5		2	6	2	2	3	6	3
Ming (x2)	24	6	24	39	17	27	21	17	32	49	39
Qing (x3)	70	44	70	87	62	101	108	62	126	106	132

表4

Tab.4

Correlation			
	X1	X2	X3
X1	1.000000	-0.0390733	-0.468928
X2	-0.0390733	1.000000	0.771419
X3	-0.468928	0.771419	1.000000

(二)中国嘉德

2003-2013年中国嘉德中国瓷器春秋拍数量及
相关系数分别统计见表6至表9。

将春秋拍汇总,得出三者修正后的相关系数聊
见表10。

(三)避险投资组合

综合分析修正后的相关系数与各期相关系数,
可以发现苏富比拍卖状况受春秋季节性波动影响较
小,这可能与国际拍卖参与群体广,资金实力强有
关,但无论国内或国外拍卖行,市场收藏趋势明显
体现出以下三大特点:

(1)高古瓷(X1)与明瓷(X2)的收藏相关性恒强于

高古瓷(X1)与清瓷(X3)。

(2)明瓷(X2)与清瓷(X3)具有极大收藏相关性。

(3)高古瓷(X1)与清瓷(X3)几乎不具有收藏相关
性。

由前文提到的投资组合理念,我们可以得出针
对古瓷收藏的风险分散策略:站在风险规避的角
度,同时投资明瓷(X2)与清瓷(X3)的增值绝不是一
个明智的收藏策略,“清瓷(X3)+高古瓷(X1)”的选
择无疑是最佳避险组合,“明瓷(X2)+高古瓷(X1)”
次之。

三、高古瓷避险式投资有望异军突起

表5

Tab.5

Correlation			
	X1	X2	X3
X1	1.000000	-0.111079	-0.072673
X2	-0.111079	1.000000	0.712441
X3	-0.072673	0.712441	1.000000

表6

Tab.6

Spring auction	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Earlier (x1)	0	4	5	3	0	1	6	9	101	13	10
Ming (x2)	11	18	22	26	14	14	19	21	21	50	3
Qing (x3)	180	171	154	157	118	111	160	119	148	149	30

表7

Tab.7

Correlation			
	X1	X2	X3
X1	1.000000	0.102167	0.046602
X2	0.102167	1.000000	0.432035
X3	0.046602	0.432035	1.000000

表8
Tab.8

Autumn Auction	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Earlier (x1)	0	6	1	27	3	1	9	43	0	5	40
Ming (x2)	13	20	20	27	10	19	14	43	6	29	4
Qing (x3)	159	176	99	123	76	107	125	208	47	169	44

表9
Tab.9

Correlation			
	X1	X2	X3
X1	1.000000	0.369172	0.128981
X2	0.369172	1.000000	0.811405
X3	0.128981	0.811405	1.000000

表10
Tab.10

Correlation			
	X1	X2	X3
X1	1.000000	0.079343	0.079180
X2	0.079343	1.000000	0.301232
X3	0.079180	0.301232	1.000000

古瓷拍品重在历史与工艺，历史可推测现世存量的稀有性，工艺则反映技术造诣的偏好性。拍量规模、占比大小均能直观显现拍品的受欢迎度。苏富比与中国嘉德古瓷拍品中，清瓷以压倒之势成为收藏者的宠儿，纵观近年来的古瓷拍场，明清官窑瓷一旦现身必然引发激烈竞拍，相比之下，在苏富比常年以个位数上拍的高古瓷显得经营惨淡，国内流拍率则常在40%至80%间徘徊。为了分析高古瓷能否真正起到抵御风险的效果，下面从艺术文化价值、历史价值、市场价值三方面，探究将高古瓷与明清瓷进行投资组合的可行性与收益性。

(一)品味高雅赋予文化价值

制瓷工艺随时代不断进步。从高古瓷发展到明清瓷，用《饮流斋说瓷》中的一句话形容恰当不过：“由朴以趋华，由简以趋赅，乃必循之轨也。”高古瓷所处的宋元及前期，制瓷以实用性为主、工艺性为辅。中华传统以“材美工巧”又实用合称为真正之美，于斯而论，返璞归真式的高古瓷着实不逊于精致匠气的明清瓷。高古瓷多以釉色、造形更胜一筹，具体来讲，魏晋隋唐始产青瓷，唐朝

不仅有青白素色瓷，也有雍容华贵的唐三彩，宋瓷简洁清秀，元瓷厚重雄浑，此时期的制瓷工艺追求形态纹路的自然美、神韵美。高古瓷窑分散各地，原料技术良莠不齐，成品质量往往千差万别。有明一代，手工制瓷业格局转变，整体专业化、精细化，瓷器也改为以精细华丽、装饰繁缛为特点。高古瓷如芙蓉出水，明清瓷则如错采镂金，二者并行不悖，前者虽符合孔孟儒家“温婉谦和”的思想传统，但现实生活中一色明净的素瓷未必能完全满足市场需求。

高古瓷长期受到投资者冷落，主要应归于对其工艺价值欣赏力不足。投资古董，艺术品“古”和投资者“懂”缺一不可。相比明清瓷，高古瓷年代久，器形拙，精品少，认同度远不及明清瓷。殊不知，收藏界将高古瓷的定义为“玩瓷的最高境界”，宋瓷更是被誉为瓷器发展的巅峰。宋瓷是典型的高雅文化产物，做工多以神韵、内涵来展现其价值，如今谈及古雅文化，人们的第一反应便是“朴素”与“简约”的内在自然美。在不熟悉艺术传承与历史背景时，人们只会盲目投机、跟风炒

作,面对深沉含蓄的高古文化更是如此。高古瓷深埋千年,重见天日时却依旧光彩照人,对其近乎痴迷的中国文物保护基金会主任丁仰振先生如是说:

“每样器物都蕴含着当时的时代风格…经历了一千多年形成的光是无法复制的,那是一种由内而外散发出来的光,是柔和的,像包上了一层塑料薄膜…由此产生出的玉质感给人一种美的享受。”可惜急功近利的投资者对于文化既缺乏了解也缺乏兴趣,趋利避害让他们只敢投资“看得懂”、“买得起”的明清瓷,羊群效应导致市场定位失灵。

广东省文物艺术品行业协会副会长楼钢表示,宋瓷作为高古瓷代表,其收藏受掣的瓶颈不是政策对高古文物的保护,而是投资者的文化内涵。在拍卖业发展的10多年里,中国投资者整体文化水平已经有了明显提升,高古瓷价值发现的前景向好。

(二)存世稀少凸显历史价值

由于高古瓷现存稀少,群众基础薄弱,因此各大拍卖行顺理成章地用明清瓷挤占市场。雅昌艺术网统计了世界范围内曾上拍过的高古瓷,发现元代以前的件数在3000左右,若是剔除其中重复上拍的件数,最终成功竞拍的不到区区2000件。和“人丁兴旺”的明清瓷相比,这数字只能是零头。物以稀为贵,沉寂了一个多世纪的“潜力股”终于有开始崭露头角的势头。2014年,虽然国内拍卖总额同期每场下降30%-40%，“天价”古瓷也偃旗息鼓,但高古瓷、单色素瓷类的拍品数量不降反升,精品宋瓷不仅出现在国内各大拍卖行中,香港举办的数场宋瓷专拍也表现不俗。种种迹象表明,古董市场正逐步回归理性,非专业投资者的离场,带动市场走入稳健发展的良性循环。高古瓷作为潜力股,在2015及以后有望持续其强劲势头。

高古瓷窑口众多,“五大官窑”、“五大民窑”不胜枚举,投资者缺乏深入了解时往往谨慎要价,因此其中个体价位分化极大。低端的日常用瓷如吉州窑的虎斑、兔毫盏前些年仅数百元,高端如2014年春拍1.14亿的“克拉克旧藏北宋定窑大碗”、2006年1.76亿元拍出的宋汝窑天青釉撇口瓶,绝大

部分普通成色的宋代瓷瓶价位则在几十万元。

再者,因工艺简单、纹路易仿,而鉴定专家又多长于明清瓷,高古瓷也成为古瓷市场上的赝品重灾区,上世纪90年代北京就曾文物学家将地摊货误辨成高古文物的案例。高古瓷的稀缺性可以汝窑为例,据统计,汝窑瓷现存仅60余件,除去北京故宫博物院17件,上海、天津、台北、英国、日本、美国几处博物馆的官方典藏,只剩2至3件由私人收藏。

(三)升值潜质提升市场价值

价值是价格的基准,价格最终由市场供求关系决定。前文数据也可证,明清瓷器长期以来占据主流市场,高古瓷行情萎靡不振。但最新秋拍报告显示,2014年的明清官窑市场大幅缩水,投资者因此将注意力转移至“物美价廉”的“潜力股”,大批价值低估的精品高古瓷如耀州窑瓷从海外回流香港拍场,带动投资者群体的审美转变和重新估值,收藏有轮动趋势。下表是对宋瓷2013至2014年总成交量的统计见表11。

根据雅昌艺术监测中心(AMMA)统计,2010年宋瓷平均拍价28万元,到了2012年增幅三倍至92万,而后的2013年由于流通中的宋瓷数量猛增,其均价下滑至56万元,但依旧是3年前的2倍,2014年“天价”定窑大碗掀起宋瓷热,均价飙升至174万元。

无独有偶,在艺术市场调整时期,宋瓷并非一枝独秀。一件估价仅数万元的浅绛名家程门瓷瓶,在中国嘉德去年的一期四季拍中以80万高价落锤。酒香不怕巷子深,可见高古瓷并非鸡肋,只要流传有据,慧眼识珠的投资者依然会争相购买。结合上表的价格区间成交量,以宋瓷为代表的高古瓷涨势傲人,投资前景明朗。

另一方面,放眼全球,在中国投资者、中国拍卖企业与国际接轨的大方向下,纽约、伦敦等地的国际知名拍企便成为国内拍卖行奋起直追的风向标,行业审美标准与价值观必然有联动效应。2013年3月的纽约亚洲艺术周中,苏富比和佳士得高古

表11
Tab.11

Price range	>100 million yuan	50-100 million yuan	10-50 million yuan	5-10 million yuan	1-5 million yuan	0.5-1 million yuan	0.1-0.5 million	50,000-100,000 yuan	<50,000 yuan
2014	1	1	4	3	16	15	82	30	15

瓷的上拍率和成交率均明显上升，国内投资者纷纷侧目，如前文提到的天价“克拉克旧藏北宋定窑大碗”就于此刷新佳士得2003年1239.41万港元宋定窑黑釉鸂鶒斑碗长达10年的定窑价格记录。经对比，从北京保利在2010年以低价35.8万元拍出类似的宋定窑白釉刻缠枝芙蓉花碗、2013年310.5万元的元代窑水盂、北京东正同年598万元的宋代哥窑盘等一系列时间轴数据可以乐观估计，高古瓷投资的信心正逐步上升，向国外看齐的步伐会填平高古瓷的“价值洼地”，行情走高的趋势明显。

四、结 语

艺术品的特殊性质决定了其投资回收期长、收益率不确定，与房地产、证券并驾齐驱的艺术品投资独缺风险规避机制。研究古瓷定价的文献众多，但从定价衍生出的投资种类组合策略相关的研究却相当少见。将传统的证券投资组合理论与古瓷拍卖数据实况相结合，分析总结各类古瓷的收藏相关系数，可以明确创新式的投资策略，开拓古瓷投资、收藏的新思路。

参考文献：

- [1]詹棠森等. 古陶瓷艺术的评价因素和定价法与定价随机模型研究[J]. 陶瓷科学与技术, 2013: 04.
- [2]常栓怀, 宋元梁. 艺术品的价格决定与博弈——以古瓷器价格为例[J]. 求索, 2010: 01.
- [3]刘涛. 芙蓉出水 错采镂金——宋瓷与明清瓷审美说略[J]. 故宫博物院院刊, 2012: 01.
- [4]陈建奇等. 全球主要艺术品市场价格影响因素分析[J]. 国际贸易, 2014: 07.
- [5]赵梦莹. 当下艺术品市场瓷杂部分价格走势分析——以2012年秋拍为例[D]. 复旦大学, 2013.
- [6]李海燕. 艺术品投资价值及投资策略分析[D]. 上海交通大学, 2013.
- [7]董凡. 艺术品市场上永远的宠儿——历代官窑瓷器拍卖行情走势分析[J]. 收藏界, 2005: 01.
- [8]易广英. 近10年知名拍卖行瓷器拍卖数据析清三代官窑器未来收藏趋势[D]. 景德镇陶瓷学院, 2014.
- [9]刘翔宇. 中国当代艺术品交易机制研究[D]. 山东大学, 2012.
- [10]邓伟. 艺术品拍卖价格的外部影响因素研究[D]. 湖南大学, 2014.
- [11]尹俞潼. 陶瓷艺术品定价研究[D]. 景德镇陶瓷学院, 2014.
- [12]王贵信. 我国艺术品投资风险管控问题研究[D]. 广西大学, 2013.
- [13]涂礼达等. “盛世典藏”视阈下的艺术品市场投资风险分析[J]. 企业经济, 2013: 04.
- [14]雍建华. 当前我国艺术品投资风险规避分析[J]. 特区经济, 2008: 05.