



# The Journal of Financial 2023 (01)

王 航

2023.04.26



- 1、Optimal Financial Transaction Taxes 最优金融交易税
- 2、Less Mainstream Credit, More Payday Borrowing? Evidence from Debt Collection Restrictions 减少主流信贷，增加发薪日贷款？来自债务催收限制的证据
- 3、Disruption and Credit Markets 颠覆与信贷市场
- 4、How Risky Are US Corporate Assets? 美国企业的资产风险有多大？
- 5、International Yield Curves and Currency Puzzles 国际收益率曲线与货币难题
- 6、Decentralization through Tokenization 通过代币化实现去中心化
- 7、Beyond Basis Basics: Liquidity Demand and Deviations from the Law of One Price 超越基差的基础：流动性需求和一价定律的偏离
- 8、Principal Portfolios 主投资组合
- 9、Small Business Equity Returns: Empirical Evidence from the Business Credit Card Securitization Market 小企业的股权回报：来自商业信用卡证券化市场的实证证据
- 10、Beliefs Aggregation and Return Predictability 信念聚合和回报可预测性
- 11、Bayesian Solutions for the Factor Zoo: We Just Ran Two Quadrillion Models 因子动物园的贝叶斯解决方案：我们刚刚运行了2千万亿个模型



# 1、Optimal Financial Transaction Taxes

## ➤ 问题提出

是否对金融交易进行征税一直是公共经济学非常关注的一个问题，特别是在经济发生动荡的时期，这个问题就会被拿出来广泛讨论，而征税也成为了政策制定者应对危机、增加社会福利所采取的主要手段之一，但是针对这个问题一直缺乏正式的规范性研究。

## ➤ 研究内容

本文认为金融市场包括基本面交易和非基本面交易两种形式，并构建均衡模型，讨论征收金融交易税对社会福利的影响。（基本面交易：投资者将风险转移给愿意承担风险的投资者，或出于流动性、做市或有限套利目的而进行的交易；非基本面交易：出于异质信念而对未来收益进行投注或者赌博的交易。）

## ➤ 研究方法

构建具有异质信念和非基本面交易动机的金融市场均衡模型

数值模拟、比较分析

## ➤ 研究结论

- 最优交易税可以表示为投资者信念和投资组合敏感度的函数，最优税率相当于买方信念加权平均数和卖方信念加权平均数之差的一半，信念是最优税收的关键决定因素。
- 在自由经济中，无论基本面交易的规模如何，若投资者持有与其基本交易动机无关的异质信念，只要政策制定者使用单一信念来计算福利，则正交易税都是最佳选择。
- 最优税收与政策制定者在一定条件下计算福利的信念无关。



## 2、Less Mainstream Credit, More Payday Borrowing? Evidence from Debt Collection Restrictions

### ➤ 问题提出

美国消费者普遍存在金融危机，2016年底有超6000亿美元的未偿还家庭债务已逾期，其中2/3逾期过90天。此现象催生了讨债机构，16年催收机构共追回近790亿贷款。为保护消费者免受违规催收的影响，各州对催债行为进行立法限制。虽然这项立法保护消费者免受违规催收的影响，但它可能对消费信贷市场产生不良影响。而随着消费者失去主流信贷来源，他们可能会转向替代性和更昂贵的金融服务。

### ➤ 研究内容

比较了政府收紧债务催收限制对获得主流信贷和发薪日贷款使用的影响。使用全美200万借款人的资产负债表数据，并将主流信用登记数据与替代信贷数据（如高成本发薪日贷款）联系起来，以调查主流和替代信贷来源之间的替代效应。

### ➤ 研究方法

DID

### ➤ 数据来源

Gies Consumer and small business Credit Panel (GCCP)、Experian

### ➤ 研究结论

- 对限制讨债行为进行立法，借款人获得主流信贷的机会将减少，信用评分会降低，逾期余额将增加。
- 当讨债行为受到限制，主流信贷供应下降时，发薪日借款增加。
- 对于信用评分较低与更有可能遭受财务困境的消费者来说，其影响更大。



## 3、Disruption and Credit Markets

### ➤ 问题提出

20世纪60年代以来，新技术从产生到被广泛采用的时间一直在缩短。特别近20年来，创新颠覆现象持续增加，其对行业中现有企业的影响明显不同于新进入者。虽然颠覆会导致现有企业的退出，但是在企业实践中，违约比退出更有可能发生，也更容易在经济金融中进行定量分析。

### ➤ 研究内容

本文探究了创新性颠覆对企业违约率的影响。作者使用了大量的数据和统计分析方法，以确定创新性颠覆与企业违约率之间的关系，并进一步探讨这种关系是如何发生的。他们发现，创新性颠覆是理解企业违约的关键因素之一，并对各个年龄、估值和杠杆水平的现有公司产生了负面影响。此外，作者还提出了一些策略来减轻颠覆对信用价值产生的负面影响。

### ➤ 研究方法

多元回归模型、事件研究法、OLS

### ➤ 数据来源

Mergent FISD、Compustat、Capital IQ、VentureXpert、Burgiss、Pitchbook和美国专利商标局。

### ➤ 研究结论

- 创新颠覆是理解企业违约的关键因素之一。
- 颠覆对各个年龄、估值和杠杆水平的现有公司产生了负面影响。
- 颠覆对企业违约率的影响是通过多种渠道实现的，包括市场份额流失、成本上升、需求下降等。
- 现有公司可以采取一些策略来减轻颠覆对其信用价值产生的负面影响，例如加强创新能力、提高产品质量、改善客户体验等。



## 4、How Risky Are US Corporate Assets?

### ➤ 问题提出

风险与收益的权衡是金融经济学的核心问题，风险和回报的经济分析一直是大多数宏观金融文献的主题。这种分析几乎只关注公司、部门或市场指数的每股投资，股票的价格由其支付的现值（即股息）决定。然而，金融市场提供了各种其他手段，公司还可以通过其向投资者输送资源（如发行债券）来增加投资者收益。那么，投资公司资产的整个市场供应（股票和债券），就成为了一个有吸引力的策略。

### ➤ 研究内容

本文使用市场数据对美国公司债券和股票进行测量，以衡量美国公司资产的价值和向投资者支付的回报。同时，本文还开发了一个资产定价框架（总资产波动性和总净回购嵌入长期风险模型）来解释实证结果，并提供了一些扩展和稳健性检验。

### ➤ 研究方法

实证研究

### ➤ 数据来源

彭博巴克莱公司债券指数数据库（债券），CRSP（股票），Compustat、Flow of Funds和Mergent（债务账面价值）

### ➤ 研究结论

- 公司总支付（派息）具有高度波动性，在公司筹集资金时会变为负值，且具有非周期性。
- 公司资产回报与股票回报相似，两者都受经济增长波动的影响。
- 非周期性但不稳定的净回购掩盖了总派息中的现金部分对经济增长风险的敞口。





## 5、 International Yield Curves and Currency Puzzles

### ➤ 问题提出

对于汇率的动态的解释，现有研究主要从定价内核的视角出发，根据汇率的资产市场说（AMV）使用债券价格来确定国内外定价内核。但是，研究发现，通过AMV推断的折旧率的变化与观察到的折旧率几乎没有关系，即存在外汇波动异常。如今，依然没有方案能够在匹配收益率的显著特征下，同时捕捉波动性和远期溢价异常。

### ➤ 研究内容

本文探讨了使用债券价格来估计国内外定价核函数所面临的挑战，以及如何通过创新定价核函数来解决货币难题（将影响汇率但不影响债券的创新纳入到定价核函数），并将有关国际收益率之间的跨国差异新闻与有关货币风险溢价的新闻联系起来。

### ➤ 研究方法

构建汇率期限结构模型：UFX（外汇不受债券影响）、SFX，实证

### ➤ 数据来源

Federal Reserve, Bank of England, Japanese Ministry of Finance, Bundes-bank, Reserve Bank of Australia, CRSP

### ➤ 研究结论

- 新的定价核函数方法可以解决货币难题，这种方法是将影响汇率但不影响债券的创新纳入到定价核函数中。
- UFX模型和SFX模型都可以很好地匹配收益率，但是SFX模型所隐含的汇率存在严重问题。
- 本文提出的方法可以将有关国际收益率之间的跨国差异新闻与有关货币风险溢价的新闻联系起来，从而更好地解释跨国差异。



## 6、Decentralization through Tokenization

### ➤ 问题提出

数字经济的扩散和金融科技行业的崛起导致了两个重要趋势。首先，相当多的数字平台通过发行加密货币或代币为其开发和运营进行融资。其次，随着亚马逊、谷歌和脸书等在线平台在我们的日常生活中变得越来越普遍，数字平台和用户之间的关系越来越紧张（如定价权垄断、用户隐私）。在线平台与其用户之间的冲突对平台的设计构成了新的挑战，并引发了是否可以脱媒以保护消费者的问题。

### ➤ 研究内容

本文探讨通过代币化实现数字平台去中心化的方法，以解决平台和用户之间的冲突。作者认为，通过公用事业代币可以将控制权委托给用户，从而防止平台剥削用户。此外，本文还讨论了使用公用事业代币和股权进行融资的利弊，并探讨了非用户（例如代币投资者和验证者）如何影响平台和用户之间的冲突。

### ➤ 研究方法

均衡模型

### ➤ 研究结论

- 公用事业代币可以作为一种承诺方式来防止平台剥削用户，从而促进数字平台去中心化。
- 公用事业代币和股权都可以用于平台的融资，但它们各自具有不同的利弊。
- 在代币模型中，平台的去中心化程度与平台对用户剥削的关注程度相关。当用户对平台剥削的关注程度越高时，去中心化程度越大。
- 在代币模型中，平台所有者对用户参与进行补贴、最大化网络效应的好处和平台基本面、承诺问题相关。当平台基本面较强且承诺问题不严重时，所有者补贴用户参与和最大化网络效应的好处更大。





# 7、Beyond Basis Basics: Liquidity Demand and Deviations from the Law of One Price

## ➤ 问题提出

近年来对基差的研究主要集中在产生基差的期货供给方的摩擦上，缺乏对需求方的探讨。

## ➤ 研究内容

本文探讨股指期货中流动性需求和价格偏离的问题。作者通过分析期货-现金基差，探讨了基差如何提供有价值的信息，以了解全球市场中股票市场所暴露的流动性需求。

## ➤ 研究方法

均衡模型、实证分析

## ➤ 数据来源

18个发达市场的股票指数上市期货（S&P 500, NASDAQ等）、Bloomberg

## ➤ 研究结论

- 基差反映了股票指数暴露的持续供需失衡，可能导致的年度溢价达到5%至6%。
- 基差与交易商的期货头寸负相关，与客户的期货头寸正相关。
- 期货和现货收益同时与基差的变化正相关。
- 基差能够负向预测期货和现货收益，并且具有相同的符号。



## 8、Principal Portfolios

### ➤ 问题提出

大部分资产定价以 $t$ 时刻证券 $i$ 的条件预期收益 $S_{i,t}$ 为起点。在均衡资产定价模型中， $S_{i,t}$ 可以代表相对于市场（或定价核）的条件 $\beta$ ，或者代表一个不可知的均衡因素预测因子（如每项资产的估值比率或其最近的价格动量），有着一个标准的分析范式，而本文提出了一种新的方法来分析资产价格。

### ➤ 研究内容

本文提出了一种新的方法，作者构建“预测矩阵”（奇异值分解，奇异向量PPs），以此来分析资产价格。这种方法展示了（i）如何根据交叉可预测性进行最优投资，其中最优是指一类线性交易策略中的回报最大化策略；（ii）如何找到最佳的 $\alpha$ 和 $\beta$ 策略；（iii）对资产定价模型进行新的测试。

### ➤ 研究方法

均衡模型、实证分析

### ➤ 数据来源

1963.07-2019年底年美国股市的日数据

### ➤ 研究结论

- 推导出封闭形式的最优策略。它由“预测矩阵”的特征向量组成，本文称之为“主投资组合”。
- 将问题分解为 $\alpha$ 和 $\beta$ ，分别给出具有零和正因子暴露的最优策略。
- 对资产定价模型进行了新的测试。通过实证分析，在几个数据集中，主投资组合对标准因子提供了显著的样本外 $\alpha$ 。



# 9、 Small Business Equity Returns: Empirical Evidence from the Business Credit Card Securitization Market

## ➤ 问题提出

2020年美国小企业管理局报告称，全美有3170万家小企业，其就业人数占私营部门总就业人数的47.1%。此外，美国非公司企业股权的总价值超12万亿美元，占家庭总财富的很大一部分。因此，投资小企业的预期回报是一个重要问题。但是，人们对小企业的股权回报知之甚少。这可能是由于小企业的股票不在资本市场交易：没有实际的市场价格，很难直接估计小企业股票的回报。以往的研究采用私募股权和风险资本回报来代替小企业的股权回报。但真正典型的小企业要远比接受风险资本或私募股权融资的公司小很多。因此，私募股权和风险资本市场的结果可能不能代表小企业部门。

## ➤ 研究内容

本文介绍了一种估算小型创业公司投资回报的新方法。该方法的关键是使用二级市场价格进行商业信用卡证券化，信用卡专门针对小企业（如员工少于10人、年收入少于300万美元）。从二级市场价格中，直接确定这些小型创业公司资产的债务债权回报。然后，扩展了Merton（1974）的结构信贷模型，来解决这些公司股权投资的隐含风险和回报指标。

## ➤ 研究方法

均衡模型（Merton模型）、实证分析

## ➤ 数据来源

商业信用卡发行商（Advanta和American Express）证券化数据集

## ➤ 研究结论

- 小企业股权溢价可能远远高于公共股权溢价。
- 小型创业企业的投资风险很大。
- 使用证券化债务市场的价格，可以为衡量传统上难以研究的资产类别的风险和回报提供新思路。



## 10、Beliefs Aggregation and Return Predictability

### ➤ 问题提出

尽管现有研究已经发现了股票回报短期时间序列的动量效应，但众所周知的是，很难从理论上解释这种现象为什么会出现在竞争市场之中。因此，本文提出了一个基于私人信息流的竞争性交易动态模型。

### ➤ 研究内容

本文首先介绍了一个两期模型，并描述了价格抑制背后的直觉。之后，作者考虑了离散交易下的竞争性交易动态模型，并进一步阐明了产生价格抑制的机制。最后，分析了持有期回报的预测，并校准了模型参数。

### ➤ 研究方法

均衡模型、数值模拟

### ➤ 研究结论

- 当交易员对未来估值存在分歧时，竞争性市场会以一种诱导回报时间序列动量的方式来聚合这种分歧。
- 尽管交易者始终应用贝叶斯定律，但回报是可预测的。
- 交易者不仅会基于长期基本价值进行交易，还会根据预见到未来分歧而产生的短期机会进行交易，就像凯恩斯选美博弈一样。
- 短期投机抑制了价格波动并产生了时间序列动量。



# 11、Bayesian Solutions for the Factor Zoo: We Just Ran Two Quadrillion Models

## ➤ 问题提出

过去十年里，实证资产定价有两个前沿观察结果：首先，由于因子动物园现象，产生了和股票回报一样多的经验“定价”风险来源；其次，弱因素（即与资产回报的真实协方差渐近为零的因素）可能既具有经验相关性，又可能对真实风险来源的推断无效。然而，到目前为止，还没有提出一般的方法来证明：（i）适用于可交易和不可交易的因子，（ii）可以处理整个因子库，（iii）在误定价下仍然有效，（iv）对弱推理问题稳健，（v）提供优于（样本内和样本外）流行模型（具有可观察或潜在因子）的经验定价内核。

## ➤ 研究内容

本文提出一种新的框架，用于分析线性资产定价模型。该框架可以处理高维问题，并提供可靠的风险价格估计，包括可交易和不可交易因子，并检测弱识别因子。对于竞争因子和非嵌套模型，该方法自动选择最佳规则，或者如果没有明确的优胜规则，则提供贝叶斯模型平均-随机折现因子（BMA-SDF）。

## ➤ 研究方法

贝叶斯模型、实证分析

## ➤ 研究数据

1963年7月至2017年12月美股月度数据

## ➤ 研究结论

- 似乎只有少数几个因子是股票横截面收益的稳健决定因素。
- 三到六个稳健因子共同提供了一个大大优于显著基准的模型。
- “真正的”潜在SDF在以前文献中所提出的因子空间中是很密集的，可能包含23到25个可观察因子。
- 在可能的模型范围内的BMA提供了一个新的基准SDF，用于样本内和样本外的实证资产定价。



Thank You!





题目	方法
1、最优金融交易税	模型+数值模拟
2、减少主流信贷，增加发薪日贷款？来自债务催收限制的证据	实证 (DID)
3、颠覆与信贷市场	实证
4、美国企业的资产风险有多大？	实证
5、国际收益率曲线与货币难题	模型+实证
6、通过代币化实现去中心化	模型
7、超越基差的基础:流动性需求和一价定律的偏离	模型+实证
8、主投资组合	模型+实证
9、小企业的股权回报：来自商业信用卡证券化市场的实证证据	模型+实证
10、信念聚合和回报可预测性	模型+数值模拟
11、因子动物园的贝叶斯解决方案:我们刚刚运行了2千万亿个模型	模型+实证