



The Journal of Finance 2023(02)APR

王光耀

2023.05.10



Content

- Pricing Currency Risks
- A Model of Systemic Bank Runs
- Biased Auctioneers
- Discount-Rate Risk in Private Equity: Evidence from Secondary Market Transactions
- Do Municipal Bond Dealers Give Their Customers “Fair and Reasonable” Pricing?
- Information Aggregation via Contracting
- Equilibrium Bitcoin Pricing
- Local Experiences, Search, and Spillovers in the Housing Market
- Model Secrecy and Stress Tests
- The Gender Gap in Housing Returns
- Monetary Stimulus amidst the Infrastructure Investment Spree: Evidence from China’s Loan-Level Data



Pricing Currency Risks

- 问题提出：货币市场的横截面很小，条件预期收益可以用很少的信号来表征：利差、趋势和均值回归。利用这些属性来构建单个货币的事前均值方差有效投资组合。
- 研究内容：我们认为对横截面 (CS) 货币定价的研究可以富有成效地偏离股票文献建立的因子挖掘路径。因为在存在条件信息的情况下，均值-方差优化问题的直接解在汇率设置中是可行的。它的价值是显而易见的：人们获得了一种衡量所谓的无条件均值方差有效 (UMVE) 货币组合的方法，该方法无条件地为这些货币中所有可接受的动态交易策略定价。对 UMVE 投资组合的衡量可以帮助指导旨在了解货币定价的研究。
- 研究方法：实证资产定价
- 研究数据：G10 货币样本 1985 年 1 月至 2020 年 5 月的货币远期汇率
- 研究结论：
 - 首先，UMVE 投资组合的样本 SR 超过 1，并且无法用任何现有因素来解释。
 - 其次，我们表明货币回报率的大多数常见变化是由于未定价的风险，即不要求风险溢价的因素。
 - 第三，我们记录了对许多现有因素进行择时的巨大收益，因为这些因素的条件动态随时间变化很大。
 - 第四，已定价的货币风险实际上与股票市场的已定价风险、对股票和外汇差异的冲击以及中介资本无关。
 - 最后，货币回报的条件最大 SR 在样本中呈强烈下降趋势，其周期性成分与宏观经济总量和市场回报的条件方差测量呈负相关。



A Model of Systemic Bank Runs

- 问题提出：为什么银行挤兑会随着资产价格一起变动？是什么导致了急剧的崩溃？
- 研究内容：
 - 系统性银行挤兑模型，将银行挤兑与资产价格联系起来，并展示了解释系统性危机的放大机制。
 - 在以市场为基础的银行体系中模拟银行挤兑，其中有许多银行，这些银行拥有可交易资产和可流动债务，共享一个共同的资产市场（例如，资产清算市场、回购市场和银行间拆借市场）
 - 该模型显示了一家银行的挤兑如何通过资产市场影响其他银行的挤兑，以及如何受其影响，以及一次小的冲击如何放大为一场系统性危机，其特征是广泛的挤兑伴随着资产价格的暴跌。
 - 重点是研究债权人之间的银行内部协调与资产市场中的跨银行互动之间的相互作用，这对于解释经验事实和阐明政策措施至关重要。
 - 该模型解释了经验事实并具有新颖的政策含义。
- 研究方法：global games
- 研究结论：
 - 对于高度严重的危机，政府最好仅使用其有限的资源来支持资产市场。
 - 对于低度危机，支持银行是最佳的。
 - 对于中度危机，最好混合这两种措施。



Biased Auctioneers

- 问题提出：艺术品拍卖通常组织为“英式”（即升序出价、公开喊价）拍卖。在大多数拍卖之前，拍卖行专家会公开分享每件拍品的低估价和高估价。
- 研究内容：
- 构建了一种神经网络算法，可以根据视觉和非视觉对象的特征为拍卖中的艺术品生成价格预测。
- 研究方法：机器学习
- 研究数据：
- Blouin Art Sales Index
- 使用 2008 年至 2015 年期间在拍卖会上提供的画作数据。我们的数据集总共包含来自数百家拍卖行的约 130,000 名艺术家的 120 万件作品的信息。艺术家，艺术品，拍卖，高质量图像。
- 研究结论：
- 相对于拍卖行预售估值而言，更高的自动估值与更高的价格与估值比率和更低的买入率相关，表明估值的信息效率低下。
- 拍卖师的预测错误在艺术家和拍卖行层面都存在，因此可以使用过去错误的信息直接预测自己。
- 第一个检验拍卖师低估和高估模式的持久性和可预测性的论文。



Discount-Rate Risk in Private Equity: Evidence from Secondary Market Transactions

- 问题提出：由于二级市场价格数据不公开，投资者和学者仅限于使用现金流量数据来评估 PE 的风险和回报。
- 1. 贴现率风险到底是如何造成基于现金流量的投资业绩衡量标准与资本资产定价模型 (CAPM) alpha 等标准衡量标准之间的差异？
- 2. PE 中的贴现率风险在多大程度上会在两种类型的投资绩效衡量标准之间产生有意义的实证差异？
- 研究内容：
 - 我们推导了 Korteweg 和 Nagel (2016 年) 的广义公开市场等价物 (GPME) 与 alpha 之间的关系，当两者都相对于相同的随机贴现因子 (SDF) 进行测量时。
 - 我们调查了 PE 中的贴现率风险在多大程度上导致 GPME 和 CAPM alpha 之间存在有意义的实证差异。使用从大型中介机构获得的数据为收购基金构建基于市场的指数，使我们能够衡量 PE 的 CAPM alpha。
- 研究方法：实证分析
- 研究数据：PE 二级市场交易数据
- 研究结论：
 - PE 的贴现率差异很大，这是基于现金流量的市盈率绩效衡量指标无法轻易获得的见解。我们以多种方式证实了这一结果。alpha 解释了贴现率风险溢价。
 - 我们基于市场的收购基金指数比我们考虑的基于资产净值的指数更密切地跟踪公共股本。
 - 对于可以进入二级市场的投资者而言，GPME 并不能恰当地代表 PE 增量投资带来的边际效用收益。



Do Municipal Bond Dealers Give Their Customers “Fair and Reasonable” Pricing?

- 问题提出：金融公司经常承诺低定价并优先考虑客户的最大利益。然而，并非所有的定价和费用都是透明的，金融服务公司面临利益冲突，因为对最佳定价和低费用的承诺可能会以牺牲公司利润和员工奖金为代价。因此，在实践中，金融公司是否将客户利益放在首位？
- 研究内容：我们研究了金融公司在大范围金融领域的定价实践，其中存在潜在的利益冲突，散户投资者的透明度有限——市政债券市场。与其他场外交易证券相比，市政债券因其具有吸引力的税收特征而经常出售给散户投资者。
- 研究方法：回归分析 机器学习
- 研究数据：2011年7月到2017年12月的MSRB学术数据。该数据集包括每条交易记录的买卖交易商字段，其中填充了匿名交易商ID。
- 研究结论：
 - 首先，自从市政债券文献中首次提到高加价以来，尽管为提高透明度和提高执行质量做出了重大监管努力，但在过去15年中，市政债券对零售客户的加价仍然很高且变化不定。
 - 其次，即使是同一天出售的同一种债券，甚至同一交易商在同一天出售的市政债券购买价格也经常出现显著差异，这让人怀疑是否符合监管要求的公平和一致的定价。
 - 第三，交易商使用的做法可能会利用投资者有限的注意力和认知偏差，例如使用整数价格和收益率，将收益率目标定在高于显著阈值，以及对长期债券进行差异化加价，所有这些都与更高的加价相关。
 - 第四，不同交易商的加价差异很大，交易商过去参与战略定价实践的倾向及其市场份额是个别债券加价的有力预测指标。



Information Aggregation via Contracting

- 问题提出：当一群私人信息分散的投资人共同投资一个有风险的项目时，他们应该如何分配项目的利润？
- 研究内容：我们研究了通过合同进行信息聚合这一探索较少的主题。我们专注于投资者具有规模收益不变 (CRS) 生产技术的项目的问题。精心设计的合同可以在所有投资者之间适当分配利润，可以用这种或有时间表代替信息聚合，从而实现信息高效分配。
- 研究方法：博弈论 均衡模型
- 研究结论：
 - 根据投资者的风险承受能力按比例分配利润的简单合约可以通过改变投资者在决定投资策略如何响应私人信息时的冒险动机来促进信息聚合。我们的结果提供了一种基于契约的信息聚合方法，这是通过众所周知的理性预期均衡模型中所见的或有计划从内生市场变量（例如价格）中学习的替代方法。在没有外部性的情况下，利润分享契约引起的信息有效分配也是帕累托最优的，而当存在外部性时，利润分享契约可以额外调整激励并协调信息的使用以获得帕累托最佳分配。



Equilibrium Bitcoin Pricing

- 问题提出：加密货币的基本价值是什么？高市场估值反映的是基本面还是投机？高波动性是否反映了投资者的非理性？
- 研究内容：我们提供了一个框架来解决这些问题。加密货币的基础是它预期提供的净交易收益。然而，除了基本面的变化外，加密货币均衡价格的变化还反映了太阳黑子驱动的外部波动性。
- 我们的理论模型涉及具有随机禀赋的重叠代代理人，他们可以交易标准法定货币（如美元）和加密货币（如比特币）。
- 研究方法：均衡模型 实证分析
- 研究结论：
 - 我们建立了一个重叠的世代理性预期均衡模型，将加密货币的价格与其基本面联系起来：交易的成本和收益。该模型还显示了与基本面无关的外部波动可能增加均衡价格波动。
 - 然后，我们根据手工收集的基理事件数据集来校准均衡定价方程，这些基理事件会影响代理人的使用成本和收益。我们表明，这些基理事件的重要性，并且我们提供了它们随时推移的相对重要性的量化指标。



Local Experiences, Search, and Spillovers in the Housing Market

- 研究内容：我们利用一个新的数据集来跟踪澳大利亚的在线房屋搜索活动，以及研究潜在购房者的搜索行为如何响应本地（邮政编码级别）已实现的房价增长，以及体验通过哪些渠道影响行为。然后，我们探讨了对销售价格和待售房屋库存的实际影响。
- 研究结论：我们发现，经历更高价格增长的买家会更广泛地搜索地点和房屋特征，并且搜索持续时间更短，从而更快地与列表匹配。搜索广度的增加和搜索持续时间的减少产生溢出效应，导致同一大都市区其他街区的价格上涨和库存减少。
- 研究方法：实证分析
- 研究数据：
 - realestate.com.au 需求方行为信息，房源信息，用户特征的信息，数据集覆盖了整个澳大利亚
- 研究结论：
 - 当地实际价格增长的差异解释了当地家庭搜索行为的差异，并导致大都市地区房屋销售价格和挂牌库存的溢出效应。



Model Secrecy and Stress Tests

- 问题提出：监管机构是否应该披露他们用来对银行进行压力测试的模型？
- 研究内容：我们提出了一个程式化的框架，使我们能够检查在测试前向银行披露监管机构的压力测试模型的效果。我们的环境有两个主要力量。不透露会减少博弈，但也会促使银行减少对具有社会吸引力的资产的投资。
- 在我们的模型中，银行比监管机构更能识别和衡量风险，但银行和监管机构之间存在利益冲突——银行想要承担比社会期望更多的风险。银行可以投资更安全资产或风险资产。银行知道危机期间风险在资产的价值是多少，但监管机构只观察到该价值的嘈杂信号。该信号可以代表监管机构模型预测的资产价值，也可以代表模型参数。
- 在危机期间，银行更愿意投资于风险资产，而不考虑其真实价值，而监管机构只有在该价值足够高时才偏好风险资产。如果银行投资于安全资产，它总是通过的。如果银行投资于风险资产，它需要通过压力测试。如果银行投资于风险资产，它需要通过测试。未能通过测试的银行需要降低风险，这对银行来说代价高昂。
- 我们主要关注监管者是否应该在银行做出投资决定之前向银行透露他的私人信号。至关重要的是，我们允许监管机构不仅可以选择披露政策，还可以选择通过门槛。监管机构可以通过选择最低资本要求或公布的压力情景的严重程度来调整通过门槛。
- 研究方法：均衡模型
- 研究结论：如果监管机构在调整通过阈值方面具有充分的灵活性，那么不公开总是比公开更可取。但是，如果监管披露或不能自由调整通过门槛，那么对于某些参数值，即使监管机构可以完全调整通过阈值，某些披露也是最佳的。



The Gender Gap in Housing Returns

- 问题提出：住房是一种非流动性和异质性资产，其价格通过双边谈判确定。住房回报方面的性别差距似乎很明显且普遍存在。
- 研究内容：我们调查了男性和女性在住房投资财务回报方面的差异。我们估计住房投资回报中性别差异的大小，并测试驱动这些差异的潜在机制，包括市场时机、持有时间、谈判、风险、杠杆、维护、房地产经纪人和偏好。
- 研究方法：实证分析 OLS
- 研究数据：主要房屋交易数据来自 CoreLogic 收集的县契约记录，包括交易日期、销售价格、房产的确切地址以及交易双方的姓名等信息。
- 研究结论：
 - 我们发现单身男性的无杠杆年化回报率比单身女性高 1.5 个百分点。大约 45% 的原始住房回报率性别差异可以用市场时机来解释，即选择何时何地购买以及何时出售。然而，即使在考虑了市场时机之后，仍然存在巨大的性别差距。
 - 在未经调整的原始基础上，夫妻的表现不如单身女性，但夫妻的低回报主要是由于市场时机。在调整了购买和销售的地点和时间后，夫妻双方的表现明显优于单身女性，低于单身男性。情侣们也表现出独特的动态，因为他们在购买方面表现不如单身男性，但在销售方面表现优于单身男性。
 - 大多数美国购房者使用贷款价值比为 80% 或更高的抵押贷款购买住房，并且在出售时没有支付大部分本金。因此，实际赚取的回报通常是杠杆回报。
 - 我们发现性别差距随商业周期而变化。在平均受教育程度、收入和房价水平较高的地区，性别差距仍然很大。
 - 在调整市场时机差异后检查剩余的性别差距。比较在同一年月进行交易的男性和女性，女性以比男性高 1% 至 2% 的价格购买相同的房产，并以低 2% 至 3% 的价格出售。这种交易价格的性别差异源于标价的选择和相对于标价的协商折扣的差异。我们发现女性买家以较高的价格购买，但女性卖家在销售时也会选择以较低的价格列出。此外，女性会协商比标价更差的折扣。我们发现最高交易价格与男性卖家和女性买家相关，最低交易价格与女性卖家和男性买家相关。女性卖家和男性买家与相对于标价的最高协商折扣相关联，而男性卖家和女性买家与最小折扣相关联。



Monetary Stimulus amidst the Infrastructure Investment Spree: Evidence from China's Loan-Level Data

- 问题提出：大规模财政扩张往往伴随着“银行信贷扩张海啸”，扩张性财政政策可用于将银行信贷瞄准特定部门，如何从经验上区分货币刺激对银行体系的影响与财政扩张的影响以及这两种影响是否互补或替代？
- 研究内容：
 - 将货币刺激对信贷分配的总影响分解为两个部分：财政-货币相互作用效应（相互作用效应）和没有财政扩张的货币效应（纯效应）
 - 评估财政货币互动渠道在货币政策传导对国有企业和非国有企业之间信贷分配的总影响中的关键作用
- 研究方法：两阶段实证框架来识别财政-货币互动渠道
- 研究数据：07-13 贷款数据 中国工业普查 (CIC) CEIC CSMAR
- 研究结论：
 - 基础设施投资的增加显著削弱了货币政策对非国有企业贷款的传导，同时加强了货币对国有企业信贷的影响。财政-货币互动渠道是了解国有企业在刺激期间享有的优惠信贷准入的关键。
 - 通过基础设施投资进行的财政扩张扩大了对基础设施部门国有企业信贷的积极货币影响，但并未削弱对该部门非国有企业信贷的影响。财政扩张似乎实现了加强货币传导至分配给基础设施部门的信贷的目标。然而，基础设施投资热潮最终排挤了本应由2009年货币刺激措施产生的银行贷款，从而对非国有企业在整个经济中的投资产生了不利影响。由此产生的资本配置不当是财政扩张对货币传导的意外后果。



THANK YOU