



The Journal of Financial 2023 (03)

王 航

2023.7.5



- 1、CLO Performance 贷款抵押债券表现
- 2、Pockets of Predictability 可预测的短期
- 3、The Pollution Premium 污染溢价
- 4、Duration-Driven Returns 久期驱动的回报
- 5、Firm-Level Climate Change Exposure 公司层面气候变化暴露程度
- 6、Macroeconomic News in Asset Pricing and Reality 宏观经济信息在资产定价与现实中的应用
- 7、Who Owns What? A Factor Model for Direct Stockholding 谁拥有什么？直接持股的因子模型
- 8、Integrating Factor Models 集合因子模型
- 9、Visibility Bias in the Transmission of Consumption Beliefs and Under saving 消费信念传递中的可见性偏差与储蓄不足
- 10、Naïve Buying Diversification and Narrow Framing by Individual Investors 个人投资者朴素的购买多元化与窄框架
- 11、Model Comparison with Transaction Costs 对于交易成本的模型比较
- 12、Did FinTech Lenders Facilitate PPP Fraud? 金融科技贷款机构是否增加了PPP欺诈？



1、CLO Performance 贷款抵押债券表现

➤ 问题提出

近年来CLO快速增长，标普2020报告显示，08年金融危机以来，美国有2/3（约2.1万亿美元）的杠杆贷款由CLO提供，包括银行、保险公司、养老基金、共享基金和对冲基金在内的各种金融机构都在投资于CLO。因此，美国和欧洲的监管机构对CLO市场的增长以及这些工具对金融的影响表达了关注。

➤ 研究内容

本文使用统计分析和计量经济学建模，研究CLO及其标的资产的表现。分析了不同来源的CLO和杠杆贷款的数据，包括标普、银团贷款与贸易协会。构建合成公司债券回报，将债券型CLO的表现与评级相似的公司债券进行比较。并使用回归分析测试CLO表现与各种市场缺陷（例如信息不对称和流动性风险）之间的关系。此外，还进行灵敏度分析，以评估其结果对不同假设和规格的可靠性。

➤ 研究方法

实证

➤ 研究数据

Intex Solutions 1997/8-2021/3、Bloomberg data、IHS Markit、Morningstar Direct、CRSP、Bank of America Merrill Lynch

➤ 研究结论

- 股票型CLO 通过利用杠杆贷款市场和 债券型CLO 市场之间经过风险调整的价差获得异常正回报。但这些回报可能是由市场缺陷导致的，而不是由管理者的管理技巧所带来的。
- 股票型CLO 对市场波动表现出很强抵御能力，这种抵御能力源于 CLO 的长期封闭式融资结构，它为股权投资者提供了免受资本外流和展期风险的杠杆头寸。
- 债券型CLO 比同等评级和期限匹配的公司债券具有更高的回报。这种区别是由于信用评级未能捕捉系统性风险、流动性风险和提前还款风险，这使得它们对银行和保险公司具有吸引力。



2、Pockets of Predictability 可预测的短期

➤ 问题提出

长期以来，人们一直关注股票回报的可预测性，在过去的几十年里，时变风险溢价被广泛认为是股票价格波动的一个关键来源，许多宏观金融模型试图外生地产生总体股票市场上的贴现率大幅波动。同时，这些发现也遭到了一些质疑，因为许多经验证据表明，回报可预测性高度不稳定，随着时间和市场的不同变化很大，并且很难在样本外成立。

➤ 研究内容

本文记录了美国股市存在的短期可预测性，并探讨这一发现的可能解释，包括时变风险溢价和粘性预期模型。作者使用灵活的时变参数模型将预测系数估计为时间的非参数函数，并通过实证确定这些可预测性。他们还使用统计和经济绩效衡量标准来评估回报预测的表现，并认为这些回报的可预测性可以用来实现经济收益。

➤ 研究方法

实证研究+粘性预期定价模型

➤ 研究数据

CRSP美股和美国国债日度数据（截止日期2016.12.31）

➤ 研究结论

- 构建了一种非参数核回归方法来检验股票收益具有局部可预测性的短期。实证表明，尽管在绝大多数情况下，股票回报率是不可预测的，但有一些相对较短的时间窗口可以预测股票回报。
- 这些回报的可预测性较大，可以用来获取经济收益，特别是将其与回报预测的经济约束或预测组合方法结合使用。
- 探讨了可能的回报可预测性来源，包括时变风险溢价和粘性预期模型，发现后者与观察到的可预测性相一致，在模型中，投资者将慢慢更新他们对现金流过程中持久成分的信念。



3、The Pollution Premium 污染溢价

➤ 问题提出

近年来，环保意识激增，但人们对工业污染在资产定价中的作用知之甚少。一方面，污染企业可以通过短期内不对减排和环境恢复进行投资来节省成本。另一方面，从长远来看，此类企业造成的负外部性会受到公众、媒体和政府的监督，污染企业可能会受到维权抗议、诉讼和声誉风险以及监管部门的处罚。这些都可能对资产定价造成影响。

➤ 研究内容

首先，本文收集了美国的污染排放数据，并与上市公司股价和会计报表做匹配，实证发现，高污染公司相对于低污染公司具有较高的平均报酬率，且这种污染溢价不能用现有的系统风险、投资者偏好、市场情绪、政治关联或公司治理来解释，而应用环境政策不确定性带来的系统性风险解释。其次，提出并建立了一个与环境政策不确定性相关的一般均衡资产定价模型，使用环境诉讼处罚的增长来衡量制度变更风险，并发现其有助于对排放组合回报横截面进行定价。

➤ 研究方法

实证研究+一般均衡模型

➤ 研究数据

TRI（污染）、Compustat（会计）、CRSP（股价）、Capital IQ（诉讼）、ECHO（诉讼）、Thomson Reuters' ASSET4（环境得分）1991-2016。

➤ 研究结论

- 由有毒物质排放强度高和低的构建的多空投资组合产生的平均超额回报每年约为4.42%。这种正的排放-回报关系不能用常见的风险因素来解释。
- 有毒排放量较高的公司当前盈利能力较高，环境诉讼也较多；政府实施更严格的环境法规后，高排放企业的未来盈利能力较低；排放相关回报的可预测性与环境政策和法规的变化之间存在联系。
- 如果污染成本足够高，政府最好采用强有力的监管制度。由于从弱监管转向强监管制度时，高排放企业的盈利能力将受到更大的负面影响，因此高排放企业更容易受到监管制度变化的风险，从而获得更高的平均超额收益：风险溢价。



4、Duration-Driven Returns 久期驱动的回报

➤ 问题提出

价值、利润、投资、低风险和支付这五类风险因子，因其高度持久性而对股价产生很大影响，它们构成了Fama-French 等因子模型的基础。然而，由于因子很难与经济基本面联系起来，这些因子背后的经济学原理尚不清楚。

➤ 研究内容

本文将风险因子与经济基本面联系起来，通过研究风险因子投资组合中公司现金流的时间，确定其风险调整收益的来源，研究以现金流的持续时间（即公司未来现金流的价值加权到期时间）为核心，使用新颖的单一股票股息期货数据集，来检验超额收益是由近期现金流所驱动的这一假设。

➤ 研究方法

实证

➤ 研究数据

CRSP和XpressFeed（23个国家，1926/8-2019/12，67842只股票）、Deutsche Borse（2010=2019，股票股息期货）、WRDS（2002/7-2016/1，债券）、IBES（1981-2019，长期增长预期）

➤ 研究结论

- 实证发现，基于价值、利润、投资、低风险和支出的风险因子投资都倾向于低增长率的公司，本文将这一共同特征概括为久期因子。
- 现金流持续时间是短期公司溢价的重要决定因素。
- 在对CAPM阿尔法期限结构和现金流久期的合理假设下，久期的影响非常大，足以解释久期因子的溢价。
- 现金流期限较短具有较高CAPM阿尔法的一个可能解释是久期因子面临消费风险，因子的低异常回报与随后几年的低消费相关。



5、 Firm-Level Climate Change Exposure 公司层面气候变化暴露程度

➤ 问题提出

尽管气候变化给企业带来了多方面的深远影响，但鲜有学者研究气候变化对就业、创新和资本市场风险分担的影响，其关键挑战在于难以衡量单个公司如何受到气候变化的影响。

➤ 研究内容

本文基于全球的公司盈余电话会议文本作为研究样本，采用King, Lam和Roberts（2017）提出的机器学习关键字发现算法构建了公司级气候变化敞口指数，捕捉与气候变化相关的机遇、实体和监管冲击相关的暴露程度，并进行了一系列的有效性验证以及经济应用，全面地分析气候变化相关的上行机会和下行风险等多方面的影响。

➤ 研究方法

实证

➤ 研究数据

Refinitiv Eikon（2002-2020，电话会议文本）、S&P Global Trucost（2004-2020，碳排放）、EGKLS 和WSJ（2002-2017，公众对气候变化关注度）、BG（绿色就业）、Google Patents（2002-2019，绿色专利）、Ivy DB OptionMetrics（期权隐含波动率）、Ken French（气候变化暴露因子）、Compustat（公司财务）

➤ 研究结论

- 本文构造的公司级气候变化敞口指数（包含机会敞口和监管风险敞口）能够有效识别行业内公司受气候变化影响的异质性，表明气候变化给公司带来了不同程度的机遇和监管风险。
- 该指数可用于预测与零碳转型相关的重要实际产出，具有较高气候变化风险敞口的公司未来能够创造更多的颠覆性绿色技术就业机会并提高绿色专利申请数量。
- 该气候变化敞口与更高的期权市场风险、风险溢价以及股票横截面回报有关。



6、Macroeconomic News in Asset Pricing and Reality 宏观经济信息在资产定价与现实中的应用

➤ 问题提出

宏观金融研究探索经济增长和随机贴现因子 (SDF) 的关系。模型通常描述经济增长和 SDF 随时间变化的条件期望。由于实际收益率与SDF的条件期望相反，这些模型通常对经济增长（当前和预期未来增长）信息与实际收益率增长具有深刻的意义。

➤ 研究内容

本文利用绿皮书预测修订作为宏观经济信息，将其与名义国债收益率（代表实际收益率）进行回归，发现实际收益率增长与预期未来经济增长信息无关，而与当前经济增长信息呈现强正相关。然后，本文建立了总实际产出的连续时间动态模型并进行实证，以讨论代表性投资者框架下的一阶效应（消费、习惯形成）和相关机制（预防性储蓄、偏好冲击），以及它们如何影响经济增长和实际收益率之间的关系。

➤ 研究方法

实证+模型

➤ 研究数据

FOMC Greenbook projections (1974-2015)、National Income and Product Accounts (NIPA)、Survey of Professional Forecasters (SPF, 1969-2019)

➤ 研究结论

- 实际收益率增长与预期未来经济增长信息无关，而与当前经济增长信息呈现强正相关。
- 经济增长可以通过消费影响收益率，在其他条件相同的情况下，下一时期较高的预期消费会降低预期的相对边际效用，从而提高实际收益率；而如果当期消费的增长被预期为永久性的，代表性投资者预期未来消费习惯会上升，从而提高预期的相对边际效用，这将导致实际收益率下降。
- 在反周期条件波动的情况下，通过减少预防性储蓄动机，高增长将伴随着更高的实际收益率。
- 在代表性投资者框架内，相关机制在经济增长与实际收益率的关系中发挥核心作用。



7、Who Owns What? A Factor Model for Direct Stockholding 谁拥有什么？直接持股的因子模型

➤ 问题提出

对于家庭投资组合的选择，CAPM认为所有投资者都应持有同一风险投资组合，通过不同程度的现金分散来适应不同的风险厌恶程度。然而，有关家庭投资组合的实证与CAPM预测有很大不同，证据表明投资组合构成存在相当大的异质性。要解答这种异质性，就需要对其结构进行一般性的概括，即“谁拥有什么”。

➤ 研究内容

本文构建了一个投资者直接持股的横截面因子模型（类似于Fama-French，本文中的因子为账户特征（年龄、持股数量、种类多元化）和账户持股特征（平均市值、公司年龄、股价）等，同样允许使用少量因子组合进行“降维”），用以完善理论解释，并使用来自印度股票市场的散户数据进行实证。

➤ 研究方法

因子模型+实证

➤ 研究数据

National Securities Depository Limited (NSDL)、Central Depository Services Limited (CDSL)（2002/2-2011/8）、CMIE Prowess（公司数据库）、Datastream、Compustat

➤ 研究结论

- 股票的某些特征与强烈的客户效应有关，这意味着许多投资者的投资组合对这些特征有积极或负面的偏好。最明显的客户群效应与公司年龄和股票价格有关。
- 单一股票账户对特定类型的股票有强烈的偏好，老账户与新账户、大账户与小账户都如此。在对印度股票的横截面数据进行正交处理后，具有类似特征的客户仍然形成了购买类似特征的股票的客户群。
- 探讨了共同持股与股票收益协方差之间的关系，那些更常被共同持有的股票和特征投资组合往往具有更强地相关性。



8、Integrating Factor Models 集合因子模型

➤ 问题提出

随着越来越多的定价因子的出现，学术界正在致力于减少这些预测模型的增长，并提出了两个主要方向，其一是采用经济学原理对这些模型进行限制，从中识别出一组公共因子；另一个则是使用深度学习等方法进行正则化，以确定平均回报率与共同因子或公司特征的关系。然而，哪些是最重要的因子仍存在争议。此外，在形成预期收益或推导均值-方差有效组合的过程中，很少有人进行全面的贝叶斯模型不确定性分析。

➤ 研究内容

本文开发了一个贝叶斯模型框架，以研究不确定性存在下的平均股票回报、协方差矩阵和有效投资组合，将大量因子模型整合成一个集合模型，其中使用时变矩和模型定价误差加权作为知情先验，并根据可靠的经济直觉获得后验概率从而对模型的复杂性进行惩罚，只保留能够大幅提高定价能力的市场外的增量因子或宏观预测因子。然后运用该框架，对14个资产定价因子与13个宏观预测因子进行实证检验。

➤ 研究方法

模型+实证

➤ 研究数据

1977/6-2016/12股市月数据

➤ 研究结论

- 不存在一个明显最优的模型，基础模型表现出显著的定价偏差，并且一致性地被具有时变参数的模型所主导。
- 盈余惯性（PEAD）、质量因子（QMJ）和中介资产在条件资产定价中具有显著的影响。
- 集合模型提供了良好的样本外表现，降低了下行风险，并通过偏离表现不佳的因子，来缓解不利的投资结果。
- 贝叶斯方法在识别模型预测能力方面具有重要作用，而仅基于排名的模型选择可能会提供不稳定的预测。
- 模型的不确定性会放大股票风险，在市场下行时，具有较大后验概率的竞争性因子模型在涉及定价偏差、因子负荷和风险溢价的预期收益上存在显著分歧。



9、Visibility Bias in the Transmission of Consumption Beliefs and Under saving 消费信念传递中的可见性偏差与储蓄不足

➤ 问题提出

由于缺乏或无法有效处理相关信息（如我们很难知道今天的消费/储蓄会给未来带来怎样的满足感，未来的财富状况是充满不确定性的，预测剩余寿命或老年健康状况也很困难），这使得人们对于退休后应该有多少储蓄毫无概念。因此，人们在做储蓄决策时，总想通过社会提示来获取帮助。然而，关于社会学习过程中的偏差怎样影响消费/储蓄选择的问题，一直没有模型解释。

➤ 研究内容

本文从社会心理学出发，分析认为，人们的消费活动具有可见性偏差（相较于非消费活动，消费活动对他人来说更容易获得并受到关注）；同时，人们在关注消费时，无法充分调整选择偏差。因此，人们很容易产生过度消费，导致未来储蓄不足。以此为基础构建均衡模型并进行扩展，求解均衡条件下的过度消费，分析影响过度消费的因素，讨论政策干预效果。

➤ 研究方法

均衡模型

➤ 研究结论

- 各国和各种族的储蓄率存在显著的差异，其可能解释为文化差异影响了关于他人消费的交流，或他人消费的可观察性。
- 城市化与储蓄率将负相关，因为城市化与社交互动的强度增加将提升人们对他人消费的观察；电子通信的使用也可能降低总体储蓄率。
- 在社交网络环境中，与其他条件相同的人相比，观察他人数量越多的消费者会消费更多，而一个人被多少人观察则不影响此人的消费。
- 人们在评估他人想法和行为时会存在偏差。例如，更具社交性的人倾向于高估他人的观念和过度消费。
- 披露有关他人储蓄或消费多少的信息可以减少过度消费，而准确的披露能让储蓄行为更引人注目，从而减少过度消费。



10、Naïve Buying Diversification and Narrow Framing by Individual Investors 个人投资者朴素的购买多元化与窄框架

➤ 问题提出

如何在多只股票间分配投资资金是投资者需要考虑的一个重要问题，但是个人投资者的行为却与理论建议存在偏差，只是使用简单且不完美的方法进行组合投资。分析发现，大多数个人投资者会将几笔交易放在同一天进行购买，且通常平均分配投资，并不关注整体投资组合，在之后的投资中也不会考虑整体投资组合。

➤ 研究内容

本文从行为金融出发，以窄框架效应为基础，调查个人投资者如何分配资金进行多只股票的投资，区分了两种类型的多元化策略：朴素的投资组合多元化（NPD）和朴素的购买多元化（NBD），同时考虑混合购买基金与个股，并通过实证进行检验。

➤ 研究方法

实证

➤ 研究数据

Barclays Wealth（2012/4-2016/6，账户交易历史）、Thomson Reuters MarketPsych Index (TRMI)

➤ 研究结论

- 个人投资者实行NBD策略，而不使用NPD，即个人投资者根据1/N方式分割买入，但很少有投资者对买入金额进行分配以获得1/N的整体投资组合份额。
- NBD是投资者选股的结果，过于关注股票特征，而不考虑投资组合的多元化。
- 平均而言，NBD投资者的表现比非NBD投资者差，且证据显示NBD的使用对投资者的收益造成了大量的损害，但投资者更喜欢NBD，因为它简化了购买决策问题。
- 投资者常常在新购买的股票中使用等权重进行多元化，体现了投资者的窄框架效应，他们重点关注的是当天交易内的相对权重，而不是是否投资的决定以及整个投资组合的情况。
- 个人投资者的行为远离最优，他们正在以一种粗糙的方式实现他们投资组合在一定程度上的多元化，这是一种窄框架下的朴素多元化策略。



11、 Model Comparison with Transaction Costs 对于交易成本的模型比较

➤ 问题提出

尽管已有文献发现了大量影响股票收益的异象，并且提出了许多资产定价模型以解释这些异象，但现有评估模型的方法往往忽视了交易成本的影响。现有评估模型通常采用最大平方夏普比率为标准，基于因子在事后是否满足均值-方差有效来评价模型定价能力，然而这种评价方法可能会产生一些误导，如基于低波动性行业相对反转（LV-IRR）的单因子模型在此标准下的表现优于其他模型，但由于其交易成本高昂，使其并不能成为一个真正可信的资产定价模型。

➤ 研究内容

本文主要研究了在评估和比较资产定价模型时，交易成本的影响，并通过实证手段对多个模型进行了比较。

➤ 研究方法

实证分析

➤ 研究数据

1972/1-2021/12美股月数据

➤ 研究结论

- 评估和比较资产定价模型时，忽视交易成本可能导致误导性结果。对投资机会集的定义应考虑交易成本，只有在扣除成本后仍能产生超额收益的投资机会才能吸引套利资本。
- 考虑交易成本后，Fama和French（2015）五因子模型表现优于其他模型。
- 尽管高交易成本策略的总 α 可能很高，但其并不是一个好的交易策略。因子模型的表现反映的不应是市场摩擦带来的收益，而应是承担风险的收益。
- 交易成本和市场摩擦在评估因子模型表现时具有一阶影响。对于那些高换手率策略或者持有小且流动性差的股票策略，考虑交易成本会显著影响模型的绩效。



11、Did FinTech Lenders Facilitate PPP Fraud? 金融科技贷款机构是否增加了PPP欺诈?

➤ 问题提出

美国政府于2020年宣布了一项“薪酬保护计划”（Paycheck Protection Program, 简称PPP），该计划旨在帮助美国小企业在疫情期间维持经营，向小企业提供可减免的、无抵押的低息贷款，符合条件的企业可向美国小企业管理局（SBA）所认定的机构申请联邦政府担保贷款。PPP贷款计划在2020年4月至2021年5月期间，通过金融科技机构和传统银行分三轮迅速提供超过7930亿美元的贷款资金，是美国历史上最大的小企业支持项目。许多金融科技机构发放贷款时不需要与借款人建立稳定的借贷关系，在审查企业申请贷款的资料时并不严格，同时，金融科技机构本身也不需要保护自身声誉；但是金融科技机构能够更快、更准确地使用金融数据和数字技术，并通过金融科技来检测和组织来自企业和个人的PPP贷款申请。

➤ 研究内容

本文主要研究了金融科技贷款机构是否增加了PPP中的欺诈和误报行为，并与传统银行中存在的企业欺诈和误报进行比较。

➤ 研究方法

实证分析

➤ 研究数据

SBA PPP和EIDL（经济伤害灾难贷款）、OpenCorporate（州企业）、LexisNexis（犯罪）、FinCEN（金融犯罪执法）

➤ 研究结论

- PPP贷款计划在接受企业贷款申请时没有严格的审查，但是传统银行可能比金融科技机构更倾向于遵循标准、严格审查。
- PPP贷款计划中大部分金融科技机构贷款中存在着欺诈和误报行为。
- PPP贷款计划不是一种有效的资本配置来源。
- 金融科技贷款机构在借款人误报和监管程序明显松懈的情况下，会将PPP贷款发放出去，而传统银行则不会出现此种情况。



Thank You!



| 题目 | 方法 |
|--|---------|
| 1、CLO Performance 贷款抵押债券表现 | 实证 |
| 2、Pockets of Predictability 可预测的短期 | 实证+模型 |
| 3、The Pollution Premium 污染溢价 | 实证+模型 |
| 4、Duration-Driven Returns 久期驱动的回报 | 实证 |
| 5、Firm-Level Climate Change Exposure 公司层面气候变化暴露程度 | 实证 |
| 6、Macroeconomic News in Asset Pricing and Reality 资产定价中的宏观经济新闻与现实 | 模型+实证 |
| 7、Who Owns What? A Factor Model for Direct Stockholding 谁拥有什么？直接持股的因子模型 | 因子模型+实证 |
| 8、Integrating Factor Models 集合因子模型 | 模型+实证 |
| 9、Visibility Bias in the Transmission of Consumption Beliefs and Under saving 消费信念与储蓄不足传递中的可见性偏差 | 模型 |
| 10、Naïve Buying Diversification and Narrow Framing by Individual Investors 个人投资者朴素的购买多元化与窄框架 | 实证 |
| 11、Model Comparison with Transaction Costs 交易成本的模型比较 | 实证 |
| 12、Did FinTech Lenders Facilitate PPP Fraud? 金融科技贷款机构是否助长了PPP欺诈? | 实证 |