

The Value of Expert Opinion in the Pricing of Bordeaux Wine Futures

Robert H. Ashton

原文刊载于 Journal of Wine Economics 2016 年 2 月

文章概述

本文分析了专家意见对于确定波尔多期货市场价格的价值。所研究的专家意见是世界上最重要的两位葡萄酒专家（**Robert Parker** 和 **Jancis Robinson**）在 2004 到 2012 年期间为 1700 多种波尔多葡萄酒提供的葡萄酒质量评级。

结果显示，在控制了其他已知价格决定因素的影响后，专家的评级对价格的影响不论在经济学上还是在统计学上都是显著的。因此，专家的意见在这种情况下具有重要价值。结果还进一步显示：尽管 **Parker** 意见对价格的影响大于 **Robinson**，但综合两位专家质量评级对价格的影响明显大于 **Parker** 单独的评级。

正如假设的一般，因为其他质量相关信息的可用性不同，所以对于在波尔多不同地区生产的葡萄酒，所得结果的大小有所区别。但所有结果在几个备选样本规格和其他研究设计中均是鲁棒的。

一、研究问题

专家的意见在许多情况下都很有价值，对其他的专家以及依赖其判断和建议的人都有很大的影响。因此相当多的研究对专家意见的固有特征（如可靠性和共识）及其经济后果进行了研究。近年来，很多的研究都开始探讨质量评级对波尔多期货市场上葡萄酒价格的影响这一话题，本研究是通过探索 **Parker** 和 **Robinson** 对 1700 多种波尔多葡萄酒价格的影响对本类研究做一定的补充。

本文探讨的几个核心问题为：

- 专家的评级对波尔多期货价格是否有显著影响？
- 专家评级对不同地区葡萄酒的价格影响是否相同？
- 不同的专家对价格的影响是否相同？
- 专家评级之间有没有互补性？

二、研究思路

- 首先，作者整理了现有的文献，点明本研究的特殊之处：研究表明，在零售市场上，高评级葡萄酒的需求大于低评级葡萄酒（**Friberg and Grönqvist, 2012**），这证实了专家意见对葡萄酒需求的价值。与之不同，本研究所关注的是专家意见对葡萄酒价格而非需求的影响。
- 其次，说明了选择红酒期货市场的原因，并介绍研究背景，寻找“享乐模型”中的解释变量；
- 然后，针对核心问题构建本文的四个假设，设定模型回归进行验证，解释回归结果。
- 最后，得出结论，给出指导建议。

三、数据与方法

- 数据来源

Bordovervie（<http://www.bordoverview.com>），由阿姆斯特丹的葡萄酒商人/顾问 **David Bolomey** 创建和维护。从 2004 年开始，这个来源包含了美国和欧洲的几个著名酒评家每年对数百种波尔多红酒的期酒价格和数字评分。本文只考虑 **Parker**和**Robinson**的评分，因为早先的研究表明，他们的评分与其他知名酒评家的评分相比差异较小。

二者的评分标准见 Table 1 数据的节选见 Table 2、4

Table 1 Wine Rating Scales	
Robert Parker's scale	Jancis Robinson's scale
96-100: An extraordinary wine of profound and complex character displaying all the attributes expected of a classic wine of its variety. Wines of this caliber are worth a special effort to find, purchase, and consume.	20: Truly exceptional
90-95: An outstanding wine of exceptional complexity and character. In short, these are terrific wines.	19: A humdinger
80-89: A barely above-average to very good wine displaying various degrees of finesse and flavor, as well as character with no noticeable flaws. ^a	18: A cut above superior
70-79: An average wine with little distinction except that it is soundly made. In essence, a straightforward, innocuous wine. ^a	17: Superior
60-69: A below-average wine containing noticeable deficiencies, such as excessive acidity and/or tannin, an absence of flavor, or possibly dirty aromas or flavors.	16: Distinguished
50-59: A wine deemed to be unacceptable.	15: Average, a perfectly nice drink with no faults but not much excitement
	14: Deadly dull
	13: Borderline faulty or unbalanced
	12: Faulty or unbalanced
	10.5-11.5: Faulty
	10: Undrinkable

Notes: ^a Parker further distinguishes between the top and bottom halves of the 80-89 and 70-79 categories, noting that wines in the 85-89 range are "very, very good [and] often are great values," and wines in the 75-79 range are "generally pleasant, straightforward wines that lack complexity, character, or depth."

Table 2 Sample Description					
A. Number of observations		Left Bank		Right Bank	
In database		1,599		1,752	
With price information		1,289		1,285	
Rated by Robert Parker (RP)		1,132		1,345	
Rated by Jancis Robinson (JR)		1,252		1,177	
Rated by RP and JR		1,016		991	
Rated by RP and JR and with price information		922		834	
B. Sample composition					
Appellation	No.	%	Appellation	No.	%
Left Bank			Right Bank		
Margaux	190	20.6	St. Emilion	492	59.0
Pauillac	177	19.2	Pomerol	250	30.0
Pessac-Leognan	144	15.6	Fronsac	39	4.7
St. Julien	125	13.6	Cotes de Castillon	23	2.8
St. Estephe	114	12.4	Lalande-de-Pomerol	21	2.5
Haut-Medoc	100	10.8	Canon-Fronsac	3	0.4
Medoc	38	4.1	Cotes de Bordeaux	3	0.4
Moulis	23	2.5	Cotes de Bourg	2	0.2
Lisrac	10	1.1	Cotes de Blaye	1	0.1
Graves	1	0.1			
	922	100.0		834	100.0

Table 4 Prices by Classification Status			
Prices			
	N	Mean	Standard deviation
Left Bank			
Classified wines			
Medoc first growth	43	497.30	301.41
Medoc second growth	118	85.11	58.68
Medoc third growth	89	58.13	53.40
Medoc fourth growth	78	39.00	15.61
Medoc fifth growth	135	35.93	21.98
Graves cru classe	84	73.20	121.93
Nonclassified wines	375	31.79	31.00
Total	922		
Right Bank			
Classified wines			
St. Emilion premier grand cru (A)	19	639.95	402.17
St. Emilion premier grand cru (B)	103	85.51	62.93
St. Emilion grand cru classe	191	37.31	26.58
Nonclassified wines	521	82.06	201.37
Total	834		

- 模型设定

本文采用的模型为“享乐模型”：

$$Price = \beta_0 + \beta_1 year + \beta_2 Status + \beta_3 Vintage + \beta_4 Score_{Parker} + \beta_5 Score_{Robinson}$$

四、实证结果与结论

Table 6 Hedonic Pricing Results									
Left Bank					Right Bank				
Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	Variable	(5)	(6)	(7)	(8)
2005	0.341*** (0.074)	0.116* (0.061)	0.287*** (0.065)	0.115** (0.056)	2005	0.272** (0.106)	-0.163** (0.082)	0.081 (0.095)	-0.224*** (0.076)
2006	0.320*** (0.083)	0.268*** (0.067)	0.263*** (0.073)	0.236*** (0.062)	2006	0.209* (0.118)	0.057 (0.090)	0.023 (0.105)	-0.041 (0.083)
2007	0.274*** (0.082)	0.416*** (0.066)	0.364*** (0.072)	0.457*** (0.061)	2007	0.015 (0.112)	0.100 (0.085)	0.009 (0.099)	0.084 (0.078)
2008	0.080 (0.079)	0.009 (0.064)	0.044 (0.069)	-0.005 (0.058)	2008	-0.075 (0.113)	-0.278** (0.086)	-0.328*** (0.101)	-0.411*** (0.080)
2009	0.547*** (0.076)	0.138** (0.064)	0.442*** (0.067)	0.130** (0.059)	2009	0.188* (0.109)	-0.349*** (0.085)	-0.047 (0.097)	-0.424*** (0.079)
2010	0.719*** (0.077)	0.349*** (0.064)	0.559*** (0.068)	0.297*** (0.059)	2010	0.433*** (0.110)	-0.071 (0.085)	0.255*** (0.097)	-0.114 (0.079)
2011	0.521*** (0.080)	0.463*** (0.065)	0.508*** (0.070)	0.463*** (0.059)	2011	0.093 (0.114)	-0.069 (0.087)	0.024 (0.101)	-0.090 (0.080)
2012	0.365*** (0.080)	0.326*** (0.064)	0.271*** (0.070)	0.265*** (0.059)	2012	-0.026 (0.114)	-0.262*** (0.086)	-0.249** (0.101)	-0.372*** (0.080)
Medoc first	2.821*** (0.089)	1.926*** (0.082)	2.043*** (0.091)	1.521*** (0.081)	Premier cru (A)	2.547*** (0.178)	1.698*** (0.139)	1.876*** (0.163)	1.388*** (0.131)
Medoc second	1.051*** (0.058)	0.531*** (0.053)	0.798*** (0.053)	0.437*** (0.049)	Premier cru (B)	0.485*** (0.082)	0.207*** (0.063)	0.424*** (0.073)	0.207*** (0.059)
Medoc third	0.645*** (0.065)	0.337*** (0.054)	0.452*** (0.058)	0.251*** (0.050)	Grand cru classe	-0.279*** (0.065)	-0.219*** (0.049)	-0.174*** (0.058)	-0.152*** (0.046)
Medoc fourth	0.404*** (0.069)	0.113** (0.057)	0.317*** (0.060)	0.099* (0.052)	Parker		0.162*** (0.007)		0.140*** (0.006)
Medoc fifth	0.265*** (0.055)	0.142*** (0.045)	0.166*** (0.049)	0.092** (0.041)	Robinson			0.399*** (0.026)	0.255*** (0.022)

Notes: Standard errors in parentheses. ***, $P < 0.01$; **, $P < 0.05$; *, $P < 0.10$.

从表中可以看出设定的4个假设均得到验证。

- ✓ 对于左岸和右岸的葡萄酒，在控制了分类地位和年份之后，**Parker** 的评级对波尔多期货价格仍有显著影响。
- ✓ **Parker**的评级对右岸葡萄酒的波尔多期货价格的影响明显大于左岸葡萄酒的影响。
- ✓ 对于左岸和右岸的葡萄酒，**Parker** 的评级对波尔多期货价格的影响明显大于 **Robinson** 的评级。
- ✓ 对于左岸和右岸的葡萄酒，**Parker** 的评级和 **Robinson** 的评级相结合，对波尔多期货价格的影响明显大于 **Parker** 单独的评级。

五、重要参考文献

- [1] Abadie, A. (2005). Semiparametric difference-in-differences estimators. Review of Economic Studies, 72(1), 1–19
- [2] Haushalter, G. (2010). Bordeaux wines: Production and economics. Keynote speech presented at Masters of Wine Symposium, Le Conseil Interprofessionel du Vin de Bordeaux, June 25
- [3] Dimson, E., Rousseau, P.L., and Spaenjers, C. (2015). The price of wine. Journal of Financial Economics, 118(2), 431–449.
- [4] Di Vittorio, A., and Ginsburgh, V. (1996). Pricing red wines of M édoc vintages from 1949 to 1989 at Christie’s auctions. Journal de la Soci é té de Statistique de Paris, 137, 19–49.