

## 深度报告

## 金融工程

## 数量化投资

## 另类投资系列报告之一

2010年5月5日

本报告的独到之处

■首次覆盖大类资产中的艺术品投资领域，对近十年来国内外艺术品投资的发展状况做了全面的论述和分析，并尝试提出未来一段时期内的投资方向。

## 专题报告

## 艺术品投资综述及投资实务探讨

艺术品是容纳货币流动性的一种大类资产，它不但带有资本品的特点——抗通胀、规避风险、获取收益，同时，这个投资的过程充满艺术欣赏带来的各种其它效用：思想乃至灵魂的认可和升华、拥有美和永恒的满足、让某种表达或感觉永久传世的梦想。

“100年以前，道琼斯指数有33家蓝筹股公司，如今，只留下通用电气。而1900年100个印象派和古典派大家，如今还有95个人的画作活跃在各大顶级拍卖会上。”“就像其他任何引起人们欲望的东西一样，油画有需求；就像其他任何稀有的东西一样，油画有价格。就像其他任何东西一样，它的价格是由供需关系所决定的。”

长期来看，艺术品投资的收益率与股票和债券相当，在部分阶段甚至超过这两个传统投资品种。在短期内却可以在全球领域内可以通过艺术品的文化内涵指示未来的区域经济热点。

目前油画仍是国际市场的绝对主流，佳士得、苏富比这两家百年老店几乎垄断了高端拍卖市场，但是中国艺术品投资正在迅速崛起。2009年艺术品投资市场单价最高的艺术品前一百中，终于首次出现了符合中国当代买家主流审美的中国古代画作。

中国高端艺术品投资市场发展在2008年之后终于出现了价值和审美观的主导，出现了更多康雍乾官窑以外的艺术品。一个时代的落后，需要好几代人通过数倍的代价来弥补。这种代价如果仅仅物化为货币符号就太轻了——定价权在谁的手里？主流审美观又由谁来决定呢？

2009年底，民生银行发售了“艺术品投资计划”2号，这个投资计划在艺术品投资的基础上还采取了分级制度。

未来数年中俄罗斯、亚非文化值得关注。对于投资周期较长的艺术品投资组合，不建议在其中包含过多的皇权色彩，建议加大自然题材的书画、天然珍贵材质的杂项和具有精细工艺的瓷器。我们相信投资观念、审美标准的轮回，在所有的市场都是相通的。2009年的众多时尚大片里面已经出现了“胖模特”，谁说胖仕女不会卷土重来？估值是构建中长期组合需要重点考虑的因素，中短期组合则需要加大目前为国际市场所普遍关注的画家组合，以保证流动性。

无论如何，希望这篇其实没有什么量化色彩的报告，带来一些投资领域的新角度、新空气。民生银行的艺术品投资基金一定不是未来投资者能选择的唯一的产品，艺术品投资基金必将进入某些投资者的组合，成为抗通胀资产中或不可或缺的一部分，艺术品投资本身门槛较高，但是打包成金融产品之后，就具备了零售的可能，我们相信，在理财产品领域，这也是一个可以关注的方向。

分析师 董艺婷

电话 021-60933155

E-mail dongyt@guosen.com.cn

SAC执业证书编号：S0980210030026

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 内容目录

艺术品投资综述 .....	5
艺术品投资简介 .....	5
艺术品定价 .....	6
艺术品投资收益率分析 .....	7
艺术品国际市场份额——美国持续居首但份额下降中国崛起 .....	9
艺术品投资品种分布——油画仍是绝对主流 .....	9
拍卖经纪商格局——佳士得、苏富比百年老店几乎垄断拍卖市场 ....	10
艺术品投资常用指数介绍 .....	11
海外艺术品指数 .....	11
梅/摩艺术品指数 .....	12
本土艺术品投资指数 .....	13
历年天价艺术品解读 .....	14
全球 2002 年以来的年度天价艺术品 .....	14
佳士得、苏富比香港历年天价艺术品 .....	18
艺术品投资实务 .....	20
艺术品投资组合构建 .....	20
伴随经济实力增长，中国艺术家作品国际地位迅速上升 .....	21
机构投资者与艺术品投资 .....	22
中国艺术品投资十年 .....	23
艺术品市场发展趋势展望及投资建议 .....	26
题外话：关于研究目的 .....	27

## 图表目录

图 1: Monet(莫奈)的印象派开山之作——《日出》 .....	5
图 2: 2009 年在苏富比春拍中创下单色瓷纪录的清乾隆粉青釉浮雕镂空长颈胆套瓶 .....	6
图 3: 2005 年在伦敦佳士得拍卖会上创下青花瓷拍卖纪录的元青花罐“鬼谷下山” .....	6
图 4: 1900 年以来美国油画投资与资本市场收益率比较(坐标时间为起点) .....	7
表 1: 艺术品投资收益率与股票/债券收益率比较总结 .....	8
图 5: 2009 年国际艺术品投资市场各国份额 .....	9
图 6: 2009 年国际艺术品投资品种份额分布(左: 拍卖市场, 右: 零售市场) .....	10
图 7: 2009 年拍卖行市场份额分布(左: 拍卖市场, 右: 零售市场) .....	11
表 2: 二十世纪八十年代意大利艺术品指数与苏富比指数、Pesendo、de la Barre 艺术品指数对比(后二者为学者) .....	11
图 8: 梅/摩指数 VS 标普 500 指数 1958-2008 .....	12
表 3: 雅昌油画 100 成分指数和国画 400 指数样本公司 .....	13
图 9: 雅昌国画 400 指数 VS 上证综指 .....	14
图 10: 雅昌油画 100 指数 VS 上证综指 .....	14
图 11: Rubens Peter Paul, Massacre of the Innocents (《对无辜者的屠杀》) .....	14
图 12: 毕加索, Garçon à la pipe .....	15
图 13: 张晓刚代表作《大家庭》 .....	16

图 14: Warhol Andy, 100 cans of soup 10 Marilyns .....	17
图 15: Francis Bacon, Triptych .....	17
图 16: 曾巩, 局事帖 .....	18
图 17: 佳士得香港 2009 秋拍魁首粉钻戒指 .....	19
图 18: 苏富比香港 2010 春拍魁首乾隆“太上皇帝”玉玺 .....	19
表 4: 佳士得香港 1998-2009 天价艺术品 .....	19
表 5: 苏富比香港 1996-2010 天价艺术品 .....	19
表 6: 股票投资与艺术品投资常见特性比较 .....	20
图 19: 苏富比纽约总部 2010 年春季挂上中国国旗 .....	21
图 20: 苏富比香港十年拍卖纪录分类统计 (总量) .....	23
图 21: 苏富比香港十年拍卖纪录分类统计 (比例) .....	23
图 22: 佳士得香港十年拍卖纪录分类统计 (总量) .....	24
图 23: 佳士得香港十年拍卖纪录分类统计 (比例) .....	24
图 24: 二巨头香港十年拍卖纪录分类统计 (总量) .....	24
图 25: 二巨头香港十年拍卖纪录分类统计 (比例) .....	24
图 26: 佳士得香港历年拍卖品成交情况统计 (件数) .....	25
图 27: 苏富比香港历年拍卖品成交情况统计 (件数) .....	25
图 28: 佳士得香港历年拍卖品成交情况统计 (比例) .....	25
图 29: 苏富比香港历年拍卖品成交情况统计 (比例) .....	25
图 30: 佳士得香港历年拍卖品成交情况统计 (金额) .....	26
图 31: 苏富比香港历年拍卖品成交情况统计 (金额) .....	26

## 艺术品投资综述

### 艺术品投资简介

艺术品投资，是目前大类资产投资中透明度最低、定价最困难的一个领域，然而一百多年的艺术品投资历史，却与资本市场一样，伴随着各种定价理论、资产配置理论的发展和争论。在梵高、毕加索、齐白石这样的大师身后讨论所谓的定价和收益率，似有焚琴煮鹤之嫌，但是，让我们从投资获取的“效用”角度来思考艺术品投资：艺术品是容纳货币流动性的一种大类资产，它不但带有资本品的特点——抗争通胀、规避风险、获取收益，同时，这个投资的过程充满艺术欣赏带来的各种其它效用：思想乃至灵魂的认可和升华、拥有美和永恒的满足、让某种表达或感觉永久传世的梦想。

目前艺术品投资领域被广为引用的“梅-摩”指数创始人之一、长江商学院的副院长梅建平有一段被频繁引用的话：“100年以前，道琼斯指数有33家蓝筹股公司，如今，33家蓝筹股公司只留下一家，就是通用电气。就像这次金融危机，158年的雷曼兄弟倒闭了，很多百年老店也难逃倒闭的危险。而1900年100个印象派和古典派大家，如今还有95个人的画作活跃在各大顶级拍卖会上。所以可以说，艺术品最能经历时间的考验，是最好的投资。”

图 1: Monet(莫奈)的印象派开山之作——《日出》

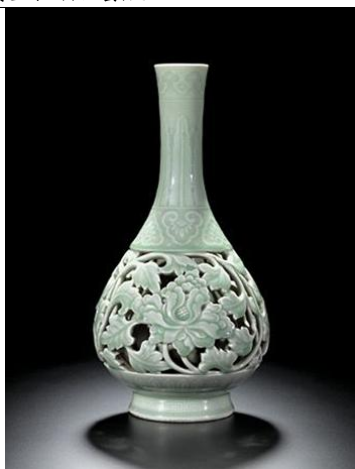


资料来源: <http://www.nwflaa.com/tag/claude-monet/>



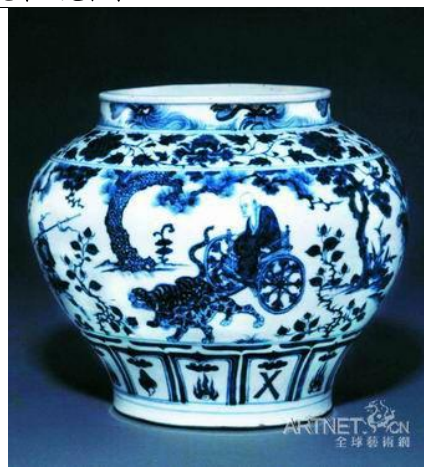
艺术品投资也有不同的板块，目前学术界、包括国内现有的少数进行艺术品投资研究和分析的机构或学者，大多把书画类艺术品当做研究的主要标的，因为这一类别是迄今为止历史最长、存世数量最多、拍卖纪录最多、拍卖纪录最高的艺术品门类。但是在以中国文化为代表的亚洲区，艺术品投资的“板块”还包括：瓷器、雕塑、玉器、古籍善本、珠宝、家具和其他杂项。其中瓷器是中国艺术品中独有的大类，目前单色瓷的拍卖纪录是2009年苏富比春拍中的“清乾隆粉青釉浮雕镂空长颈胆套瓶”4770万港币，而青花瓷的拍卖纪录是2005年7月12日，元代青花瓷罐“鬼谷下山”在英国伦敦1568.8万英镑(合2.45亿人民币)的成交价格，后者的纪录同时也是亚洲文物在全球可查的最高拍卖纪录。

图 2: 2009 年在苏富比春拍中创下单色瓷纪录的清乾隆粉青釉浮雕镂空长颈胆套瓶



资料来源: <http://www.artnet.com>

图 3: 2005 年在伦敦佳士得拍卖会上创下青花瓷拍卖纪录的元青花罐“鬼谷下山”



资料来源: <http://www.artnet.com>

## 艺术品定价

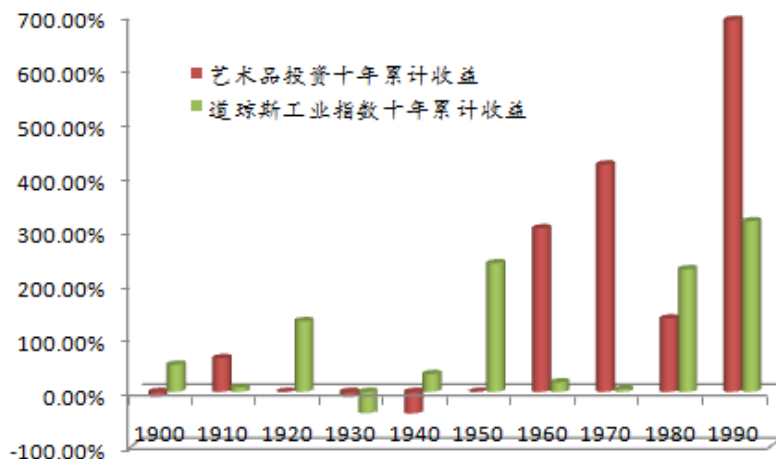
关于艺术品定价，学术界有两种长期争论的观点。观点一认为，艺术品（在国际市场上以油画为主）是没有基本价值的，没有任何一个艺术家、收藏者或者市场分析者能够评估市场价格处于高位还是低位，也没有所谓的“均衡”价格。需求的波动很大，收到收藏者的爱好、潮流影响，导致艺术品价格是不可预测的。观点二认为，艺术品的价值是由当时社会的价值观决定的，而不是这个艺术品产生时的“天然成本”，这些价值观是有社会群体所固有的文化理念和消费习惯所决定的，因此可以预测、具有均衡价格、与其他资产价格可比。

Grampp1989 年发表在 *Art, Artists and Economics* 上的《为无价定价》(Pricing the Priceless) 中有一段话被反复引用：“就像其他任何引起人们欲望的东西一样，油画有需求；就像其他任何稀有的东西一样，油画有价格。就像其他任何东西一样，它的价格是由供需关系所决定的。”

艺术品的交易价格标杆通常是在拍卖会上产生的，拍卖会上的公开交易记录很大程度上能够影响当时的艺术品市场，而且拍卖纪录通常会在某一个阶段内频频刷新。1987 年 3 月，梵高的《向日葵》在拍卖会上以 3990 万美元成交，11 月，他的另一幅名作《鸢尾花》就在苏富比的拍卖会上以 5390 万美元刷新了梵高作品的价格纪录。1989 年毕加索的自画像以 4780 万美元成交，（1981 年这幅自画像的拍卖纪录是 580 万美元），之后不久毕加索的《皮耶瑞得特的婚礼》以 6000 万美元再次刷新油画拍卖纪录，1990 年，梵高的《嘉舍医师的画像》则拍出了 8250 万美元的天价，一直到 2006 年，这一纪录才被奥地利画家 Gustav Klimt 的《阿德勒·布洛赫-鲍尔夫人肖像》

(Portrait of Adele Bloch-Bauer I) 以 1.35 亿美元打破。

图 4：1900 年以来美国油画投资与资本市场收益率比较(坐标时间为起点)



资料来源：William N. Goetzmann, 2001, Bloomberg, 国信证券经济研究所

### 艺术品投资收益率分析

艺术品投资的交易环节与股票、债券投资有较大的区别，交易并非连续竞价，通过拍卖形式成交，交易场所分散，交易的每一个品种几乎都是唯一的，由此导致艺术品投资收益率的分析需要应用一些特殊的统计分析方法，同时，对研究者获取数据的能力有极大的考验。在现有文献中，大部分（或者说几乎所有）的文献都是基于美国或欧洲市场上的油画拍卖数据来进行的，由于存世量较大，有成熟的流派和时代划分标准，这个种类几乎垄断了学术文献中的艺术品投资指数构成。此外就是不得不提到艺术品拍卖的龙头公司：佳士得和苏富比，这两家公司超长的历史和完整的交易数据，以及在拍卖界无可比拟的行业地位，使他们的拍卖结果被反复引用和分析，大多数顶级艺术品的拍卖都是通过这两家公司举行的。

**结论一：艺术品投资的收益率与股票和债券相当，在部分阶段甚至超过这两个传统投资品种。**

Pesando 和 Shum 1999 年研究了毕加索作品在 1977 年到 1996 年的重复拍卖纪录（即同一副作品在此区间内至少被买卖过两次，消除作品本身的差异带来的计算偏差），毕加索作品在 1990 年前后达到价格顶峰，然后出现了一轮暴跌。即便在九十年代中期有过一轮温和反弹，这个区间内的收益率仍然很低（1.5%，低于美国国家债券同期的年化 2.3% 的收益率）。同期油画投资的波动性却超过了债券和股票。

在其他时间阶段内，这个收益率的比较各有胜负，我们特别强调这 20 年，是因为它伴随了美国股市长达 20 年的牛市，其中还出现了一个油画艺术品的价格顶峰，有些拍卖纪录甚至维持到 20 年后的今天，与近两年中国艺术品投资的场景有一定的可比性。

大部分研究都认为，艺术品投资与股票、债券市场的长期收益率相关性极弱，从这个角度来看，艺术品作为投资的一种类别，它可以分散投资组合的风险。

**表 1：艺术品投资收益率与股票/债券收益率比较总结**

标的	时间	收益率(%) 实际*名义	对比资产收益率(%)	研究者
<b>书画总计</b>				
	1800-1970	3.3	6.6 (股票)	Anderson (1974)
	1652-1961	0.55	2.5 (政府债券)	Baumol (1986)
	1635-1987	1.5	3.0 (政府债券)	Frev and Pommerehne (1989b)
	1716-1986	2.0	3.3 (英格兰银行利率)	Goetzmann (1993)
	1700-1961	0.9		Buelens and Ginsburgh (1993)
	1946-1968	10.5	14.3 (股票)	Stein (1977)
	1950-1987	1.6	2.4 (政府债券)	Frev and Pommerehne (1989b)
<b>特别种类油画</b>				
印象派油画	1951-1969	17.2		Anderson (1974)
印象派油画	1700-1961	3.0		Buelens and Ginsburgh (1993)
文艺复兴晚期	1951-1969	7.8		Anderson (1974)
英国画	1700-1961	0.6		Buelens and Ginsburgh (1993)
五十年代后油画	1960-1990	5.9		Rouae et al. (1991)
特别艺术家作品	1960-1988	6.7	高于日本股市低于美国	Chanel et al. (1994)
现代中国油画	1980-1990	53		Mok et al. (1993)
<b>其他书画</b>				
绘画作品	1951-1969	27		Anderson (1974)
绘画作品	1950-1970	11.3		Holub et al. (1993)
水彩	1950-1970	15.8		Holub et al. (1993)
印刷品	1977-1992	1.5	2.5 (美国国债), 8.1 (股票)	Pesando (1993)
<b>文物</b>				
Stradivari 小提琴	1803-1987	2.2		Ross and Zondervan (1993)
古代家具	1967-1986	7	7.3(90 天短期债券)	Graeser (1993)
<b>杂项</b>				
Mettlach 啤酒杯	1983-1993	-1.1	3.3(短期债券)	Kellv (1994)
玩具士兵	1967-1982	19		Wellington and Gallo (1984)
古代火把	1978-1984	-2.3	4.0(90 天短期债券)	Averv and Colonna (1987)
<b>收藏家专项</b>				
H.Mettler 收藏印	1915-1979	2.8	1.2(瑞士政府债券)	Frev and Sema (1990)
<b>象派油画</b>				
G.Guterman 收藏	1981-1988	3.2	6.9(美国政府债券)	
<b>古代大师作品</b>				
英国铁路工人养		6.9	7.5(金融时报指数)	
<b>老基金</b>				
Asiatica 收藏古代	sold 1987	3		
<b>大师作品</b>				
Asiatica 收藏印象	sold 1989	9.9		
<b>派油画</b>				

数据来源: *Journal of Cultural Economics*, 国信证券经济研究所



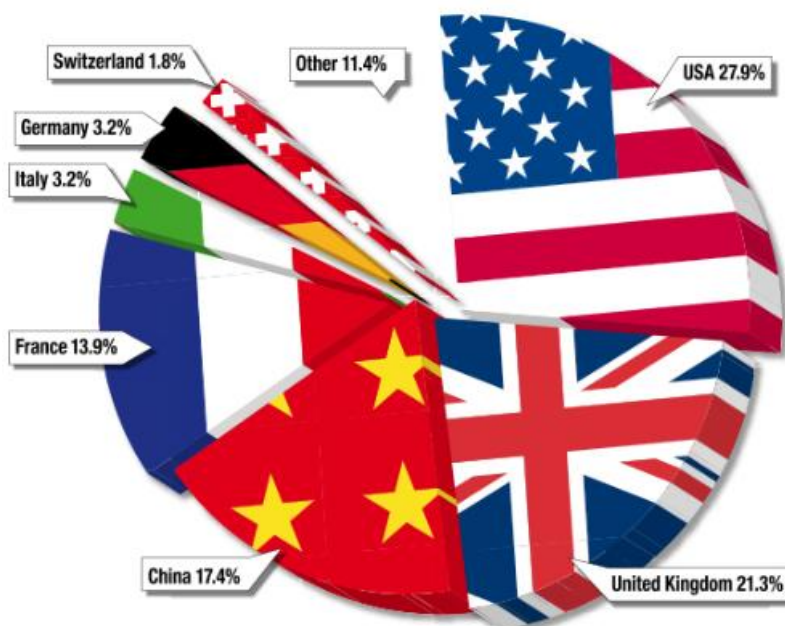
**结论二：艺术品投资的收益率从长期来看和资本市场、固定资产投资不具有显著相关性，但是在短期内有很强的相关性，甚至在全球领域内可以通过艺术品的文化内涵指示未来较短时间内（半年到两年）的区域经济热点。**

作为社会主流文化（或者是社会优势群体的主流文化）和心态的折射，艺术品投资的交易品种和价格变化，在短期内对资本市场的方向和对经济的发展倾向，都有一定的参考意义。尤其是在 1-3 年间集中出现的天价拍品，往往体现了当时社会特别崇尚的某种思潮、文化或价值观。后文中我们将试图做一定的解释和分析。

### 艺术品国际市场份额——美国持续居首但份额下降中国崛起

2009 年国际艺术品拍卖市场的市场份额分布，从拍卖市场来看（相应的是零售市场），美国仍然是老大，27.9%，英国次之，21.3%，加起来正好超过半数，但是在 2002 年，美国的市场份额就达到了 41.9%。十年时间里，美国一直持续占据着艺术品拍卖市场份额第一的地位，但是优势逐年缩小。2002 年市场份额超过 1% 的国家和地区中，还没有出现中国大陆，中国香港的份额是 1.1%，但是到了 2009 年，中国大陆和香港的市场份额已经达到了 17.4%。中国市场份额的上升有两个原因，一是艺术品投资理念的迅速推行，另外一个原因，则是代表中国文化的中国艺术品本身所占据的市场份额在上升，在大中华区的拍卖市场中，中国文化代表作显然是主流品种。

图 5：2009 年国际艺术品投资市场各国份额



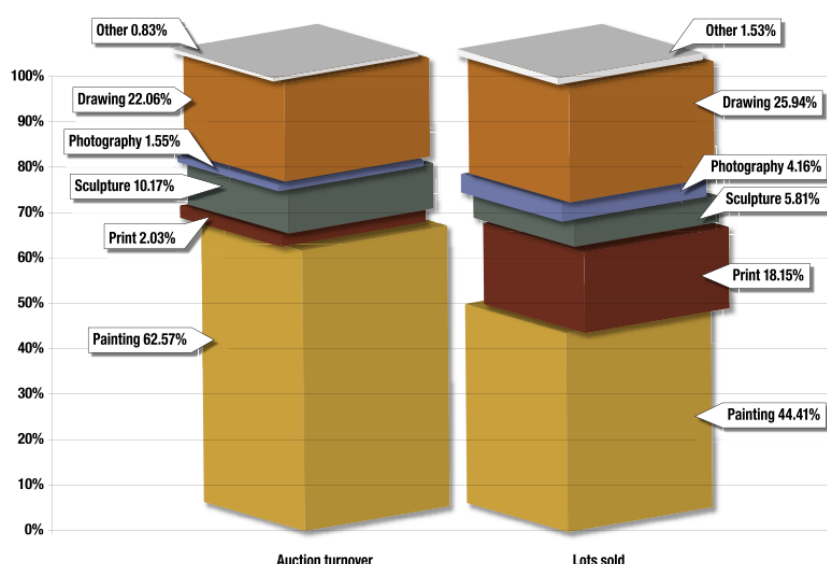
资料来源：<http://www.artprice.com>，国信证券经济研究所

### 艺术品投资品种分布——油画仍是绝对主流

2009 年国际艺术品按照具体品种的分类来看，油画仍是绝对主流，占据了艺术品市场的半壁江山，其他市场份额较大的品种主要集中在素描和雕塑等西方艺术常见的表现形式中，在中国市场占据主流的瓷器、玉器并不在其中。这其中可以看到文化艺术传承形式在以中国为代表的东方和以英美为代表的西方出现了两种截然不同的路径：西方人在传统的艺术表现形式上进行的是内容和风格的创新；而东方文化的传统表现形式由于工具、工艺的传承本身出现了很大的断代，表现形式本

身就面临一个没有主流价值观的时代——现代人无法用传统形式表达当代的主流思潮，而传统文化从形式到内容都显得那么遥远而虚幻，逐渐成为一种不可复制和再现的稀缺资源。我们完全可以相信西方社会可能诞生新生代的毕加索，但是东方不会再有官窑，不会再有竹林七贤。

图 6：2009 年国际艺术品投资品种份额分布（左：拍卖市场，右：零售市场）



资料来源：<http://www.artprice.com>，国信证券经济研究所

### 拍卖经纪商格局——佳士得、苏富比百年老店几乎垄断拍卖市场

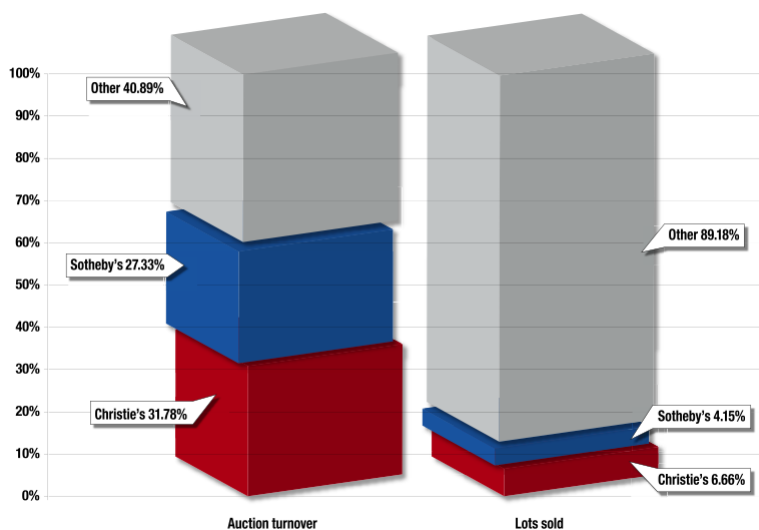
根据 Artprice 的统计，2009 年全球艺术品拍卖的全部成交中，半数以上来自佳士得和苏富比的贡献。我们不排除这其中有统计因素——两家百年老店几乎是艺术品投资研究者须臾不可离的核心研究内容，他们的数据历史长、透明可查。但是这两家公司、他们的拥趸和反对者都非常欣喜地承认，或被迫承认，艺术品拍卖市场没有其他外部力量可以撼动他们的核心地位。从市场份额到顶级艺术品的拍卖场所选择，从佣金比例的制定到艺术品相关法律法规的制定，处处都有他们的巨大影响力。

苏富比(Sotheby's)是一家上市公司(NYSE: BID)，由 Samuel Baker 于 1744 年(乾隆九年)在伦敦创立。1964 年，苏富比收购了美国最大的艺术品拍卖人 Parke-Bernet。1983 年，苏富比则被美国富豪 A. Alfred Taubman 收购，并在 1998 年将其上市。

佳士得(Christie)则是 1766 年由詹姆士·佳士得(James Christie)在伦敦创立的，1973 年至 1999 年，佳士得是伦敦证券交易所的一家上市公司。之后，佳士得进行了私有化，由法国人 François Pinault 所有。2009 年著名的圆明园兽首铜像鼠首和兔首拍卖事件就与佳士得有关。

2009 年两大巨头的市场份额接近艺术品拍卖市场的 60%，在覆盖了全球主要的艺术品市场之后，两大巨头的地位几乎不可撼动。与其他经纪行不同的是，鉴赏、保险、安全、法律、守密、信用等等无法在短期内树立起来的附加因素成为艺术品拍卖公司的最大门槛。由于高端艺术品拍卖所特有的、单笔交易金额巨大、安全和检验要求极高的特性，大部分跨境的国际买家会容忍高佣金比例，用以换取交易的顺利进行。

图 7：2009 年拍卖行市场份额分布（左：拍卖市场，右：零售市场）



资料来源：<http://www.artprice.com>，国信证券经济研究所

## 艺术品投资常用指数介绍

### 海外艺术品指数

海外艺术品投资指数的发展时间比较长，中介机构和学者们为此做了长期的探讨和应用，由于交易形式特别，又具有一定的私密要求，数据收集是艺术品指数最为困难的一个环节。

表 2：二十世纪八十年代意大利艺术品指数与苏富比指数、Pesendo、de la Barre 艺术品指数对比（后二者为学者）

	AMI	苏富比	Pesendo	de la Barre
1983 春季	100.00	100.00	100.00	100.00
1983 秋季	66.84	—	97.63	—
1984 春季	110.09	123.54	105.34	119.07
1984 秋季	131.01	—	104.60	—
1985 春季	125.43	144.38	113.09	139.79
1985 秋季	116.92	—	116.07	—
1986 春季	111.92	163.42	140.92	151.73
1986 秋季	129.68	—	145.65	—
1987 春季	142.53	255.02	181.49	220.74
1987 秋季	150.23	—	186.08	—
1983 春季	100.00	100.00	100.00	100.00
1983 秋季	66.84	—	97.63	—
1984 春季	110.09	123.54	105.34	119.07
1984 秋季	131.01	—	104.60	—
1985 春季	125.43	144.38	113.09	139.79
1985 秋季	116.92	—	116.07	—
1986 春季	111.92	163.42	140.92	151.73
1986 秋季	129.68	—	145.65	—
1987 春季	142.53	255.02	181.49	220.74
1987 秋季	150.23	—	186.08	—

数据来源：Journal of Cultural Economics, 国信证券经济研究所

苏富比指数为印象派指数和现代派指数各 50% 权重加权后的结果

苏富比公司根据自己的拍卖纪录构建了艺术品综合指数和分类指数(例如印象派指数、现代派指数等等),由于这个指数的算法过多地考虑了苏富比公司对艺术品本身的估值和选择,因此学术界对苏富比的态度是:既无法离开苏富比的参考价值,又认为这个指数不够客观。学术界通常采取的修正方法是:在苏富比、佳士得(拍卖公司占据了艺术品市场 45%的市场份额,其中苏富比和佳士得的市场份额接近拍卖公司的半数)的拍卖纪录基础上,结合其他拍卖公司或经纪人的公开数据,考虑可比拍卖的反复出现(这点非常重要),重新编制学术界认为较为客观的艺术品指数。

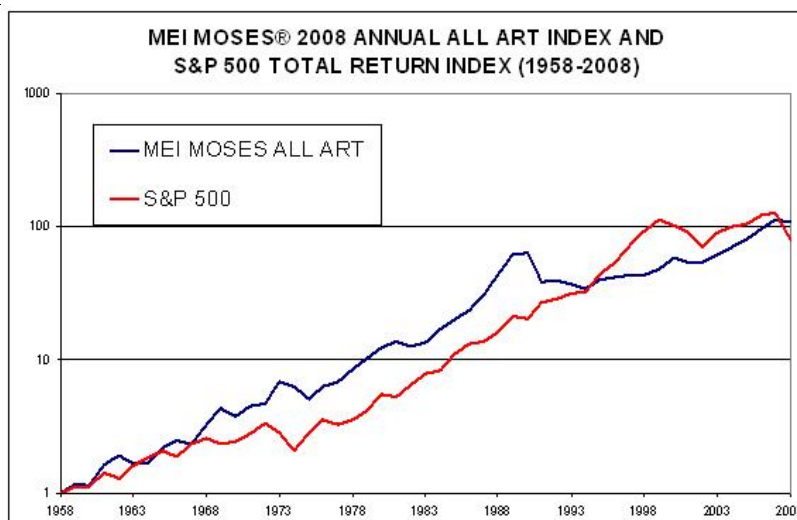
但是,遗憾的是,学者们并不花费时间去维护这些指数,他们只是应用某几十年来的数据提出对指数如何进行更合理的编制和修正。我们只能在文献中查到这些未商用的指数,作为我们对过去某个阶段艺术品投资市场走势的参考。

### 梅/摩艺术品指数

梅/摩艺术品指数虽然发展时间不长,但是目前在艺术品投资指数中的地位十分重要。指数的创始人是长江商学院的副院长梅建平和他的朋友 Mose 创建的。该指数已经建立了一个大概拥有全球 15000 对重复拍卖交易的信息,并且每年还将增加 1000 对拍卖信息。指数应用的是和编制标准普尔住宅房地产指数相类似的方法和数据收集原理。

梅/摩艺术品投资指数把全球艺术品市场分解成古代艺术和 19 世纪艺术、印象派和现代艺术、战后艺术和当代艺术、1950 年前的美国艺术、拉美艺术 5 大收藏门类。从梅/摩综合指数和标普 500 指数的对比来看,1958-2008 的 50 年中,二者的收益率各有胜负,长期累积效果相差无几。

图 8: 梅/摩指数 VS 标普 500 指数 1958-2008



资料来源: <http://www.artprice.com>, 国信证券经济研究所

梅/摩从 2002 年起发布艺术品投资年度报告,报告名称是 Art market trends 200\*。我们在年报中看到的,除了指数的当年和历史表现之外,还有这一年全球主流拍卖市场的交易情况、不同国家、不同门类艺术品市场的交易情况、当年顶级艺术品和顶级艺术家当年及去年作品的拍卖情况。目前这一指数体系开始关注中国艺术品,并从 2009 年起开始在国内发布它的年报。

## 本土艺术品投资指数

雅昌油画 100 成分指数和国画 400 指数

雅昌油画 100 成分指数和国画 400 指数是由国内的艺术品投资门户网站 [www.artron.com](http://www.artron.com) 发布的，目前在国内相对最为专业和稳定的艺术品指数，可惜的是，标的仍然集中在画作上，没有覆盖国人关注的收藏大类中更具中国特色的瓷器、玉器和皇权艺术品（包括官窑、宣德炉、珠宝等）。

国画拍卖指数的样本公司中除了之前我们提到的佳士得和苏富比之外，还包含了国内的 13 家大型拍卖公司，包括著名的保利、瀚海、朵云轩和西泠。油画拍卖的样本公司则达到了 77 家。

**表 3：雅昌油画 100 成分指数和国画 400 指数样本公司**

国画 400 指数样本公司				
中国嘉德	北京翰海	中贸圣佳	北京荣宝	北京华辰
北京保利	北京匡时	北京诚轩	北京永乐	长风拍卖
上海崇源	朵云轩	西泠拍卖	苏富比	佳士得
油画 100 指数样本公司				
中国嘉德	北京翰海	北京荣宝	中贸圣佳	北京华辰
北京保利	匡时国际	北京九歌	北京诚轩	北京永乐
长风拍卖	北京歌德	春秋拍卖	中拍国际	蓝天国拍
上海崇源	朵云轩	上海敬华	上海工美	上海东方
西泠拍卖	江苏嘉恒	上海天衡	上海道明	上海中天
广州嘉德	广东保利	广州艺拍	广州艺拍	江苏爱涛
佳士得	苏富比	罗芙奥	景薰楼	金仕发
北京鸿正	太平洋	北京传是	中鸿信	中鼎国际
诚铭国际	北京嘉信	中诚信	阳光国际	雍和嘉诚
天津文物	中雅正	南京正大	浙江中财	上海晨安
浙商拍卖	阳光艾德	浙江钱塘	上海博海	上海国拍
上海嘉泰	上海鸿海	上海泓盛	保利上海	抱趣堂
浙江南北	宝龙伯得富	菲利浦斯	德国纳高	台北艺流
崇源国际	崇源抱趣	澳门中信	台北中诚	云南典藏
北京鸿正	太平洋	北京传是	中鸿信	中鼎国际
重庆中艺	诗婢家	天麒麟		

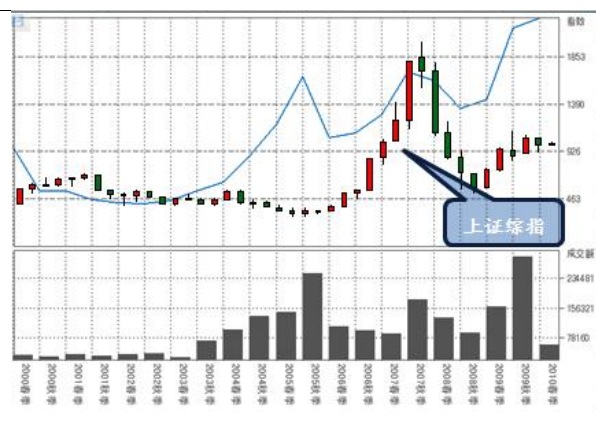
数据来源：[www.artron.com](http://www.artron.com)

两个指数的历史都不是很长，不过区区 10 年，但是从这 10 年的情况来看，国内艺术品投资确实经历了一个从无到有的过程，发展速度超过了同期的股票市场。在 2005 年之前，国内油画和国画市场基本保持了同步增长，但是在 2005 年之后，成交量和价格指数都出现了比较大的分化，尤其在近两年，国画的增长速度远远超过了油画，2008 年的短暂调整之后，09 年创出了天价天量。国画与油画的分化程度，与中国国画艺术品在国际市场上的增长速度是息息相关的。

直观地对比雅昌的两个指数和上证综指，我们不能直观得到什么结论，毕竟艺术品指数在前面五年的时间内由于样本和成交量都太少，不具备说服力。可以看到 2007 年，两个市场有一个重叠的顶峰，2009 年艺术品市场创出历史新高，但股票市场指数显然要逊色得多。我们认为艺术品投资在国内所扮演的角色更类似于高端房地产——是处于财富金字塔和投资者修养顶端的人群抗通胀、吸收多余流动性的重要选择，这些投资品对流动性的要求很低，收藏（或叫购买、投资）的人并不太多考虑短期内利用这些投资品回收流动性或获取差价的可能。

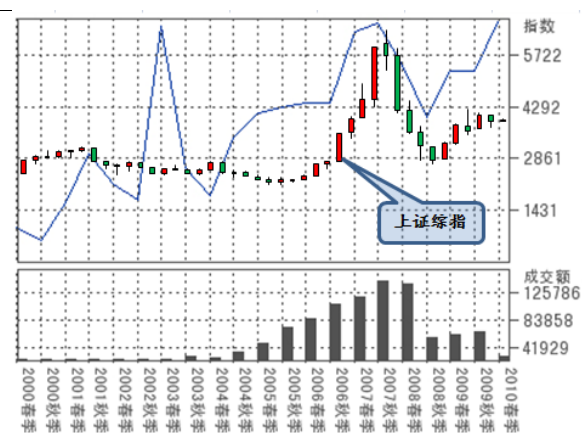


图 9：雅昌国画 400 指数 VS 上证综指



资料来源：[www.arttron.com](http://www.arttron.com)，国信证券经济研究所

图 10：雅昌油画 100 指数 VS 上证综指



资料来源：[www.arttron.com](http://www.arttron.com)，国信证券经济研究所

## 历年天价艺术品解读

### 全球 2002 年以来的年度天价艺术品

2002 年全球 TOP5：巴洛克风格画家 Rubens Peter Paul, Massacre of the Innocents (《对无辜者的屠杀》)，苏富比伦敦秋拍，69,714,000 美元。二、三、四分别是毕加索的 Nu au Collier (《戴项炼的裸女》) 和莫奈的两幅 Nymphéas (《睡莲》)。第五是罗马尼亚雕塑家 Brancusi 的铜雕 Danaide (《达那伊德》)，达那伊德是希腊神话中阿耳戈斯国王达那俄斯的 50 个女儿的名字。排名前一百的天价艺术品中没有任何中国人的身影，全部在佳士得或苏富比的伦敦春秋两季拍卖会上成交，西方传统艺术占据了所有的席位，毕加索和莫奈的名字反复出现。

图 11：Rubens Peter Paul, Massacre of the Innocents (《对无辜者的屠杀》)



资料来源：<http://zh.wikipedia.org>

2003 年全球 TOP5：奥地利印象派画家 Gustav Klimt 的 Landhaus am Attersee, 2600 万美元, 苏富比伦敦秋拍。二、三、四、五分别为北意大利帕多瓦地方画派代表 Andrea Mantegna 的 Descent Into Limbo; Amedeo Modigliani 的 Nu couché, sur le côté gauche; Pierre-Auguste Renoir (国人所熟悉的印象派画家雷诺阿) 的 Madame Leon Clapissou, Leger Femand 的 La femme en rouge et vert。仍然是印象派油画和个别雕塑占据绝对优势, 尽管作者有所变动, 这一年的作品对我们来说生僻了很多, 许多作品甚至连中译名都查不到, 但前一百名的格局和成交场所与 2002 年相比都没有发生任何变化。

2004 年是美国和英国的牛市, 法国市场陷入低迷。天价艺术品仍然是油画的天下, 毕加索重回榜首, 他的 Garçon à la pipe 拍出了 9300 万美元的价格, 第二名是高更的《母爱》; 第三名, Modigliani Amedeo 的妻子画像 Jeanne Hebuterne devant une porte; 第四名, Vermeer Van Delft Jan, 又是一幅女性题材的油画, Young Woman seated at the Virginals; 第五名, 莫奈, Les courses au Bois de Boulogne。前一百名中只有一件拍品由波士顿的一家拍卖公司交易成功, 其余的仍为佳士得和苏富比垄断, 依然没有出现任何大中华区的艺术品。除了莫奈的作品之外, 前四充满着阴柔之美。

图 12: 毕加索, Garçon à la pipe



资料来源: <http://zh.wikipedia.org>

2005 年是突破性的一年, 前 100 的天价艺术品中仍是老面孔, 但是, 总成交额前 50 名的艺术家中赫然出现了从百名开外跃居前列的吴冠中和张大千。天价艺术品仍然是油画的天下, 但是风格与 2004 年截然不同, 世界经济高歌猛进的一年, 艺术品市场也一扫柔美之气, 出现了大气、硬朗和抽象并存。

榜首是 Canaletto antonio canal 气势恢宏的《威尼斯大运河》, 1660 万英镑; 第二名是 Brancusi Constantin 的 Oiseau dans l'espace; 第三名, Smith David 的 CubicXXVIII (这是一组抽象的雕塑之一, 充满令人无法释怀的张力和压力); 第四名, Toulouse-Lautrec de Henri 的 La blanchisseuse, 一个背对观众阴郁地望着窗外的女子; 第五名, 抽象派画家 Rothko Mark 一幅色彩艳丽的 Homage to Matisse。前一百名的成交仍为佳士得和苏富比垄断。

2006 年, 美国市场进一步与欧洲市场拉开差距, 标普 500 也毫不留情地大幅

跑赢了金融时报指数。美国人的审美影响了天价艺术品的成交，前五名的作品分别属于毕加索、古斯塔夫克里姆特、高更、梵高，并且此四人在前 100 名拍品中出现的次数不下 30 次，偏好集中得令人咂舌。毕加索这次的作品是 *Dora Maar au chat*，拍出了 8500 万美元的价格。

值得一提的是，1958 年出生的张晓刚，年度单人作品总金额从 1446 名跃居 38 名。前 100 名艺术家中，在世的仅有三人，另两位分别是 1921 年出生的赵无极，和 1932 年出生的、以胖唯美，画作充满圆润卡通人物风格的 Botero Fernando。由张晓刚率先成为国际市场上中国当代艺术的第一人，有其必然性——所谓西方主流文化对中国的认识正在从批判向部分接受过渡的过程中，张晓刚对十九世纪六十年代隐晦的批判非常微妙地契合了这种心理，他最活跃的作品突出的关注点并非艺术水平、绘画风格、年代的价值，而是思想，其实个人更愿意欣赏他细腻的油画，带有东方艺术少有的光影之美。

图 13：张晓刚代表作《大家庭》



资料来源: <http://www.ce.cn>

2007 年 Artprice 一反常态没有公布当年的 top100 拍卖品，而是列出了单个艺术家交易总额的前 500 名，单价最高的作者也是个人总额第一的艺术家——Warhol Andy，被称作“波普教父”，他的玛丽莲梦露系列广为人知。“波普”是流行艺术 (popular art) 的简称，又称新写实主义，因为波普艺术 (Pop Art) 的 POP 通常被视为“流行的、时髦的”一词 (popular) 的缩写。它代表着一种流行文化，是在美国现代文明的影响下而产生的，多以社会上流的形象或戏剧中的偶然事件作为表现内容。它的诉求是：力求表现自我，追求标新立异的心理。

这一年是中国当代艺术爆发式增长的一年，张晓刚的排名 2007 年上升到了第 22 名。岳敏君、曾梵志、赵无极、吴冠中分别名列 26/27/30/39 名。如果我们认为国际艺术品投资者从 2007 年开始感受到人民币资产在组合中的收益风险比上升，并因此开始注意中国艺术品，而把中国当代艺术家的作品当做最为合适的投资标的，那么，这个“中国组合”的偏好与中国本土艺术品投资者有着较大的偏差。张晓刚、岳敏君这样的当代艺术家，固然在艺术造诣上登峰造极，但是，他们的作品与目前国内最具购买力的一代人心底的隐痛暗暗相合，或者说这一代艺术品投资者未必具有收藏他们的作品以正视过去的勇气，他们更愿意在美轮美奂的古代艺术品中寻找信心与平和。也许这个高价组合在 15-20 年后能获得预期中的增值，但短期内我并不认为国内买家会接过它们。



图 14: Warhol Andy, 100 cans of soup 10 Marylins



资料来源: <http://www.ce.cn>

2008 年金融危机爆发, 艺术品市场同样在劫难逃, 但是 Francis Bacon 戏剧化地成为 2008 年最大的赢家, 前五的天价艺术品中他占据了两席, 排名第一的 Triptych 拍出了 7700 万美元的价格, 第四、第七、第十一, 全都是他的作品, 个人作品年度成交总金额达到了 2.56 亿美元, 直逼长期居雄的毕加索。Bacon 被称作上世纪英国最独特的现代主义画家, 他主要致力于人物的肖像画, 画作充满了歇斯底里、隔离、痛苦等等不愉快的感觉, 并用超现实主义的绘画手法将这些感觉演绎到极致, 从而使其画作中呈现的精神恐慌带有极强的冲击力, 站在他的作品前, 一种厌烦且无法解脱的情绪油然而生。因此他的作品在 2008 年的表现就更显得戏剧化——恐慌, 全世界范围的恐慌, 也许这不是巧合, 也不是戏剧化, 只是投资者心态的折射。

图 15: Francis Bacon, Triptych



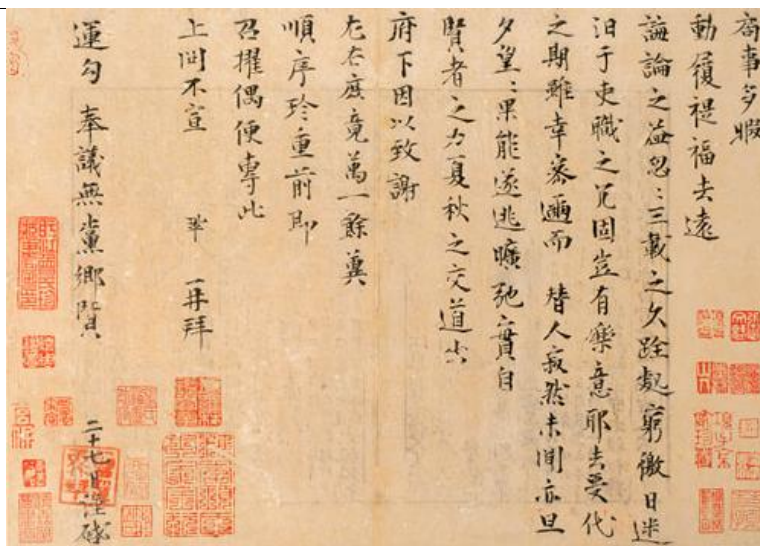
资料来源: <http://www.hfineart.com>

经历过 2008 年的大萧条，2009 年艺术品投资市场的恢复历程非常痛苦——成交仅达到了 2007 年顶峰时期的 1/3，而单价最高的艺术品前一百中，终于出现了符合中国当代买家主流审美的中国古代画作，而且不是一件。

排名第七：中国明朝风景画大师吴彬，《十八应真图卷》，成交价 2210 万美元（这也是中国拍卖行成交记录首次进入全球前十，保利 2009 年秋拍）；同一场拍卖会上，齐白石画作《可惜无声》以 1247 万美金即 8500 万人民币成交；此外还有前文提到过的曾巩孤品《局事帖》，9700 万人民币。2008 年中国经济及资本市场独立的强势推动了她的主流审美得以被高价承认——尽管这一形式显得如此资本化，但我们不得不承认资本的强悍对审美的影响。

而其他天价艺术中则仍是老面孔，毕加索又回到了个人作品成交总金额的榜首，单价第一的是拉斐尔的缪斯头像，2600 万英镑。

图 16：曾巩，局事帖



资料来源: <http://www.xcwhj.gov.cn>

### 佳士得、苏富比香港历年天价艺术品

回到佳士得和苏富比的香港拍卖会，我们看到的天价艺术品呈现出一个截然不同的效果：24 件天价艺术品中，19 件属于康熙乾三世！其中 13 件是瓷器！只有在 2007 年之后，康熙乾瓷器才让出第一的宝座，但近两年苏富比香港排名第一的拍品仍与乾隆朝有关，且直接代表了皇权——2009 年是以 8578 万港币成交的御制紫檀木雕八宝云蝠纹“水波云龙”宝座，2010 年春拍排名第一的则是清乾隆帝御宝题诗‘太上皇帝’白玉圆玺。

2010 苏富比香港拍卖会夺魁的乾隆圆形御玺，以温润乳白的白玉精琢而成，印面以篆体浅阳雕“太上皇帝”四字，是于乾隆皇帝八十五岁，改当太上皇帝时制造，有二百多年历史。玉质极佳之外，表面有俏色，并且巧妙地结合了皇家最尊贵的黄色与双龙的造型，具有极强的皇权色彩，又带有乾隆皇帝在盛世顶峰对自己“完美一生”“十全”的自诩。2010 年春拍的成交价为 9586 万港币，曾经也是香港苏富比 07 年秋拍的天价艺术品之一，时隔 2 年半的时间，再次出现在苏富比的拍卖会上，价格上涨了 100%。2007 年这场特设专拍的三十件“清宫遗珍”，总估价为一亿至二亿七千万港元，均于是十九世纪中或后期四散至国外的皇室珍品。



图 17: 佳士得香港 2009 秋拍魁首粉钻戒指



资料来源: [www.arttron.com](http://www.arttron.com), 国信证券经济研究所

图 18: 苏富比香港 2010 春拍魁首乾隆“太上皇帝”玉玺



资料来源: [www.findart.com](http://www.findart.com), 国信证券经济研究所

表 4: 佳士得香港 1998-2009 天价艺术品

年份	排名第一艺术品成交价(港币)	艺术品名称	类型
1998	6620000	清康熙 黄地珐琅彩荷花纹酒杯	瓷器
1999	17840000	清雍正 珐琅彩月季绿竹诗意小杯	瓷器
2000	33045000	清乾隆 粉彩花蝶纹如意耳尊	瓷器
2001	11925000	清乾隆 黄地洋彩吉祥花卉铺首耳大尊	瓷器
2002	32524100	清雍正 珐琅彩题诗过墙梅竹纹盘	瓷器
2003	23583750	清康熙 寿山石嵌人物图雕空龙寿纹十二扇围屏	杂项
2004	40943750	明永乐 青花内外底龙戏珠纹棱口洗	瓷器
2005	47160000	元十四世纪中期 青花“锦香亭”图罐	瓷器
2006	151320000	清乾隆 御制珐琅彩杏林春燕图盘	瓷器
2007	50720000	清雍正 粉彩过枝福寿双全盘	瓷器
2008	75367500	曾梵志 1996 年作 面具系列 1996 NO. 6	书画
2009	83540000	Vivid Pink an Exquisite Colored Diamond and Diamond Ring	珠宝

数据来源: <http://www.arttron.com>, 国信证券经济研究所

表 5: 苏富比香港 1996-2010 天价艺术品

年份	排名第一艺术品成交价(港币)	艺术品名称	类型
1996	3547170	明宣德 青花及暗花双凤穿莲纹撇口盘	瓷器
1998	11020000	明永乐 青花如意垂肩折枝花卉瓜果纹梅瓶	瓷器
2000	20944750	清乾隆 外粉青酱釉地描地金银莲纹粉彩镂空	瓷器
2001	12694750	清乾隆 青花穿花龙纹梅瓶	瓷器
2002	41500000	清雍正 粉彩蝠桃《福寿》纹橄榄瓶	瓷器
2003	29182400	清乾隆 御制古月轩珐琅彩内佛手果子外花石纹题诗盘	瓷器
2004	41502400	清乾隆 胭脂红地轧道锦纹粉彩缠枝花卉纹梅瓶	瓷器
2005	44920000	清乾隆 外粉青釉浮雕芭蕉镂空缠枝花卉纹内青花六方套瓶	瓷器
2006	46040000	清乾隆 御制金桃鞘「天字十字号」「宝胜」腰刀	杂项
2007	72000000	徐悲鸿 1939 年作 放下你的鞭子	书画
2009	85780000	清乾隆 御制紫檀木雕八宝云蝠纹“水波云龙”宝座	皇权
2010	95860000	乾隆帝御宝题诗白玉圆玺	皇权

数据来源: <http://www.arttron.com>, 国信证券经济研究所

关于佳士得和苏富比十余年以来的天价艺术品分析,我们看到了中国艺术品投资市场发展在 2008 年之后出现的新现象——终于出现了价值和审美观的主导,出现了康雍乾官窑以外的艺术品(这些艺术品往往都是带着“回国”的性质出现在香港拍卖会上的,买家的心态中也必不可少地包含了“购回”所带来的自豪感,与纯粹的欣赏收藏或投资有一定区别)。

## 艺术品投资实务

### 艺术品投资组合构建

已经有众多学术研究公认艺术品作为投资品种的一类,完全可以与固定资产、债券、股票等传统投资品一起,形成一个风险分散的投资组合,艺术品本身,通过组合的构建,也可以形成一个风险分散的投资组合(例如上个世纪九十年代美国艺术品市场大跌期间,当代艺术、19 世纪欧洲艺术、古欧洲艺术和 20 世纪英国油画所构成的组合,被认为是一个较为合理的投资组合)。

但是,相信这些学者从未用自己的财产进行过大规模的艺术品投资,与一切投资可能遇到的问题一样:回顾历史的时候我们非常清楚一个最好的组合是什么样的,但是面对未来进行决策,即便我们相信各种方法和工具的力量,投资的智慧始终或不可缺,这就是为什么投资者有无数,成功者却寥寥。对于艺术品来说,这个任务就显得更为困难,因为即便我们做出了无比正确的组合建议,也未必能在市场上以预期的价格在预期的时间买到相应的标的,交易的过程往往需要更高的成本去推动,或是更多的时间去等待。这也就是为什么在众多文献中我们无法看到学者们的建议,未来我们用什么方式去投资艺术品?

我们尝试比较了一下面对全球市场进行资产配置的时候,股票市场主动投资和艺术品投资所需要考虑的因素。

表 6: 股票投资与艺术品投资常见特性比较

	全球配置股票组合主动管理	艺术品投资
择时	宏观经济形势分析、汇率、股票市场开放程度	宏观经济形势分析、汇率、文化接受度
风格配置	宏观经济热点、相对估值比较	社会文化热点、主流审美、估值比较
行业(类别)	行业景气预期、相对估值比较	创作者接受度、同类艺术品其他创作比较
品种选择	公司业务、财务、管理能力分析	稀缺性、创作者、品相、寓意、材质
分析工具	指数、统计数据、组合管理模型	指数、信心指数、拍卖纪录、组合管理
理财产品	品种极多、有标准化产品	管理人负责制、无标准化产品
收益预期	长期趋势趋同(10 年以上周期),中期分化显著(3-5)年周期,极端状态趋同	
风险管理	可分散化	可分散化
管理成本	流程复杂,边际成本低	流程简单,但边际成本高(还需硬件环境)
交易成本	低	高(10%佣金)
流动性	强	弱
附加效用	低	高(欣赏、实用)
市场规范度	高	低(场外交易比例高、赝品监管难度高)
投资者群体	覆盖面广	高端投资者为主

数据来源:国信证券经济研究所

我们观察了国画指数的成分艺术家,目前(指 2010 年春季)作品单价最高的是傅抱石(215.88 万元/平方米),齐白石、林风眠、张大千、李可染分列 6、7、9、10;成交量排名前三的仍然是齐白石、张大千和徐悲鸿。排名前 50 的艺术家,作品单价的区间跨度很大,从 6.57 万元/平方米到 215.88 万元/平方米,超过 30 倍

的差距。考虑到大量零售环节艺术品的单价，显然在艺术品投资中，投资品种的差异远远大于其他资本品，如果把艺术品投资当做一个组合管理的过程，组合的构建不仅要考虑艺术家的差异，还要考虑艺术家在不同时期作品质量和风格的差异。

马未都先生回忆其收藏生涯时，多次提到五块钱能够买到一个乾隆青花小碟的从前，世事难料，白云苍狗，那样的世界不会再重现，但是投资机会却一直会有。连周杰伦都唱着青花瓷的当代，象征中国文化鼎盛时代的唐朝代表性文物——唐陶俑、唐三彩，却在各种资产价格高歌猛进的时候一蹶不振，我们相信投资观念、审美标准的轮回，在所有的市场都是相通的。2009 年的众多时尚大片里面已经出现了“胖模特”，谁说胖仕女不会卷土重来？

### 伴随经济实力增长，中国艺术家作品国际地位迅速上升

在 2009 年个人作品成交量全球排名前 50 的艺术家，第三名是中国的齐白石，2008 年他的排名还在全球的第 59。同样在这一年中排名大幅上涨进入前 50 的国画艺术家还有：张大千（2009 年 No.11，2008 年 No.51），徐悲鸿（2009 年 No.19，2008 年 No.100），傅抱石（2009 年 No.21，2008 年 No.82），林风眠（2009 年 No.26，2008 年 No.148），吴冠中（2009 年 No.28，2008 年 No.66），吴彬（2009 年 No.31，2008 年 No.3418），朱奎（2009 年 No.32，2008 年 No.112），常玉（2009 年 No.34，2008 年 No.281），李可染（2009 年 No.42，2008 年 No.97），吴昌硕（2009 年 No.48，2008 年 No.186）。这其中常玉、林风眠、吴冠中同时也是雅昌油画指数成分艺术家的 top3，但是明显从作品单价到个人作品成交总额，都无法与国画艺术家们抗衡。

特别值得一提的，还有唐宋八大家之一的曾巩，其作品在全球各大博物馆均无真迹保存，其作品《局事贴》为海内外孤品，经项元汴、安岐、张珩收藏，并经徐邦达先生考证，2009 年这件传世孤品在北京保利的 2009 年秋拍以 1.1 亿人民币成交，被业内认为是中国古代书画拍卖史上学术价值最重要的一件，并凭此一件作品的成交成为 2009 全球艺术家排名的第 49 名。

图 19：苏富比纽约总部 2010 年春季挂上中国国旗



资料来源：[http:// auction.arttron.net](http://auction.arttron.net)

2010 年春季苏富比在伦敦的总部升起了中国国旗，并且将中国国旗挂在了中央位置，其余四面国旗代表的国家分别是：美国、英国、法国和瑞士，也是苏富比机构进驻的重要艺术品市场，从 09 年的市场份额可以看到，美、英、法也是 09 年全球艺术品投资市场份额的前三。我们相信苏富比在艺术品投资领域接近 200

年经营史中所积累的市场判断能力，也相信作为文化大国，这一现象不是偶然的。我们需要担忧的是中国当代文化是否能和老祖宗留下的文化精华一样，在未来的全球文明史中占据一席之地。

### 机构投资者与艺术品投资

英国铁路养老基金会（British Rail Pensions Fund）是英国铁路工人养老基金的管理人，也是最先尝试进行艺术投资基金的机构，至今为止仍然是苏富比公司的重要客户之一。19 世纪 70 年代中期，为分散所管理资产组合的风险，英国铁路养老基金会，将基金会每年可支配的总流动资金的 5%（相当于 500 万英镑）投资在艺术品上。

统计学专家列文（Christopher Lewin）认为：在高通胀和经济萧条的背景下，“应该选择艺术品作为投资工具，因为它最为稳妥、最能赚钱。”他的核心逻辑是：艺术品投资的需求在上升，而供给却不可能以同样的速度同步增长。为了验证他的这个猜测，列文针对 1920—1970 年的英国艺术品市场展开了全面的统计研究。根据他的不完全统计，仅仅是 1974 年一年，英国艺术市场的总成交额就高达 10 亿英镑，而且，“只有织棉、古代兵器和甲冑的价格上涨速度追不上通货膨胀的上涨速度。”在此基础上，他建议英国铁路养老基金会从每年可支配的总流动资金中，拨出 3% 以投资组合的方式进行艺术品投资，投资周期为 25 年左右。

关于供求关系变化的博弈，经济学家的争论久已有之，列文的逻辑固然看上去没有问题，但是也有人认为，正因为供给无法稳定增长，必然导致需求无法稳定增长——小众的品味对大千世界来说显得更为脆弱，选择 A 股票和 B 股票带来的幸福感差距并不大，30 年前的股票在 30 年后仍然是股票，但毕加索和宋徽宗，明显不能得到同个投资群体持续稳定的理解和爱。

无论如何，在苏富比的帮助下，英国铁路养老基金会还是开始了极其谨慎的尝试：从 1974 年底开始，他们先后购进了 2400 多件艺术品。这些艺术品的种类覆盖面较广：从古代的珍贵印刷品到印象派的绘画作品，从中国瓷器到唐三彩，总投资额在 4000 万英镑（约合 1 亿美元）左右。在这一过程中，苏富比公司始终背负着做市之嫌，但实际上，在英国这样一个老牌艺术品投资大国中，即便有内幕交易的冲动，实现起来也未必有那么简单，有效的市场和聪明的投资者自然会利用交易的漏洞进行反向操作。

英国铁路养老基金会原来确定的艺术品投资周期是 25 年。然而，到了 14 年后的 1988 年，他们却宣布准备开始陆续出售艺术品了。1989 年春季，英国铁路养老基金会委托伦敦苏富比拍卖公司举办了一场英国铁路养老基金会艺术品拍卖会，将一批艺术品推向市场，而这批艺术品的表现也不负众望。在该场拍卖会上，英国铁路养老基金会总共出售了 25 件艺术品：当年以 340 万英镑买进，此时以 3520 万英镑卖出，平均年收益率为 20.1%，扣除通货膨胀因素后的平均年收益率则为 11.9%。同年 5 月 16 日，英国铁路养老基金会又在香港举办了一场英国铁路养老基金会中国瓷器专场拍卖会。该场拍卖会共上拍了 100 多件艺术品，总估价 5500 万港元，总成交额则接近 1 亿港元。其中，一件明代洪武年间的釉里红大碗，估价为 600—800 万港元，成交价高达 2035 万港元；另一件南宋官窑青瓷更是拍到了 2200 万港元，创下了当时中国瓷器拍卖价格的最高成交纪录。而 1989 年正是一个艺术品投资行情的顶峰——前文提到的毕加索和梵高的作品纪录有些从 1989 年保存至今未被突破。

需要指出的是，在收藏界与新闻界津津乐道、乐于引用的这些良好业绩背后，英国铁路养老基金会的艺术品投资组合的平均年收益率实际上并不算高，约为 13.1%。核心的原因是：他们的组合中包括了一些文化和经济地位都处于衰弱趋势的国家和地区的艺术品，例如非洲、大洋洲和美洲的部落艺术品。这些艺术品的市



场规模有限，直接导致了基金入市的冲击成本需要长时间的市场发展来消化，同时也和基金未能把艺术品投资与艺术品背后的文化和经济支撑是否处于上升趋势相联系。幸运的是这个组合中包含了二十年经济强劲增长的中国，中国艺术品的超高收益率分散了组合的风险。

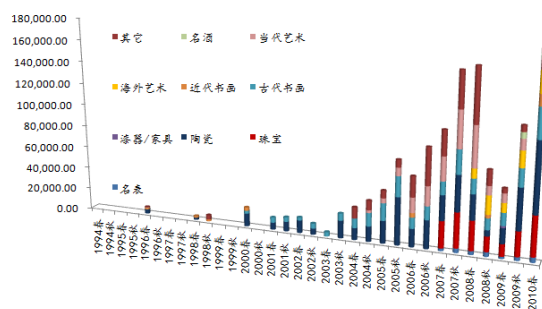
其实，机构投资者管理艺术品投资基金在国内也有尝试者。2007 年 7 月 20 日和 8 月 20 日中国民生银行发售了非凡理财“艺术品投资计划”1 号的 1 期和 2 期理财产品，这两期的理财产品期限分别是 24 个月和 23 个月，投资对象是中国现代、当代艺术品。这项投资计划为非保本浮动收益型，预期年收益率为 0%-18%，在投资门槛上突破了以往理财产品 5 万元起步的惯例，最低投资金额必须达到 100 万元，并且要以 10 万元的整数倍递增。收益支付方式为到期一次性结清投资及收益。这两个产品在 2009 年 7 月和 8 月到期，取得了 12.75% 的年化收益率，绝对收益率分别为 25.50% 和 24.44%，而同期沪深 300 指数的年化收益率是 -0.26%。

2009 年底，民生银行发售了“艺术品投资计划”2 号，这个投资计划在艺术品投资的基础上还采取了分级制度。A 款优先获得 8% 以内的收益率，8% 以上部分按 1:1 分配给 A 款和 B 款，B 款带有 5 倍杠杆。我们非常高兴这样的产品能够在本土市场出现，无论收益成败如何，至少证明我们的金融产品已经完全可以接纳这样一种投资标的，而且与金融产品特性能够良好结合。

## 中国艺术品投资十年

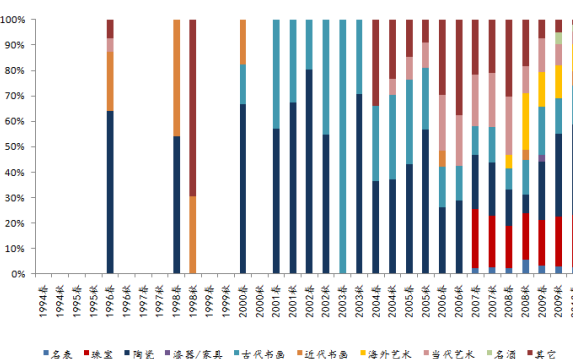
我们从各个角度分析了佳士得和苏富比公司在香港十余年的拍卖纪录，快速增长的交易记录和琳琅满目的拍品令人眼花缭乱，沉寂了近百年的中国艺术品，从各种渠道回到中国藏家的视野之内。无论媒体对收藏者购回艺术品冠以怎样的心态，例如通过这一渠道寻回大国自信之类，我们从这一发展史中看到的更多是沉痛的教训——一个时代的落后，需要好几代人通过数倍的代价来弥补。这种代价如果仅仅物化为货币符号就太轻了——即便有了经济实力，定价权在谁的手里？主流审美观又由谁来决定呢？

图 20：苏富比香港十年拍卖纪录分类统计（总量）



资料来源：www.artron.com, 国信证券经济研究所

图 21：苏富比香港十年拍卖纪录分类统计（比例）



资料来源：www.artron.com, 国信证券经济研究所

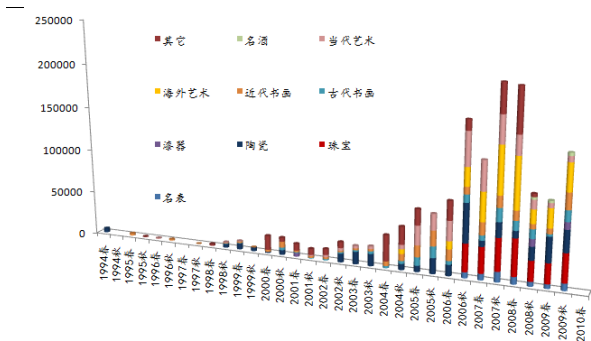
从苏富比公司的拍卖纪录分析来看，2005 年之前，陶瓷和古代书画占据了拍卖市场交易金额的绝对多数，甚至是全部，而在 2006 年以来的 5 年间，珠宝、名酒和海外艺术、当代艺术开始占领拍卖市场的重要位置，陶瓷和书画虽然总量在上升，但是市场份额退守半壁江山。

佳士得的拍卖纪录历史较长，1997（香港回归年）和 2008（金融危机年）也未有中断，从结构上看，结论与苏富比是类似的。不同的是佳士得似乎更了解中国市场的需求，亦或是错位竞争、亦或是道德底线不同（圆明园十二生肖首级拍卖久受诟病），在 2006 年之前，他们引进了大量皇权精品和杂项（例如中国文化尤为



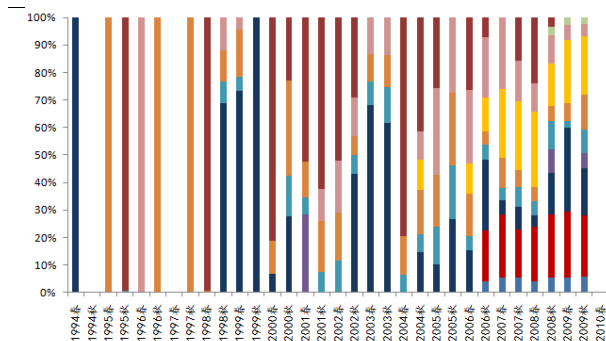
崇尚的玉器、竹雕、漆器、鍍金佛教圣器等)。近年的趋势是,“纯中国”的艺术品份额持续下降,而带有西方色彩的红酒、珠宝、名表(显然是没有中国品牌的一个领域)市场份额持续上升。

图 22: 佳士得香港十年拍卖纪录分类统计 (总量)



资料来源: www.artron.com, 国信证券经济研究所

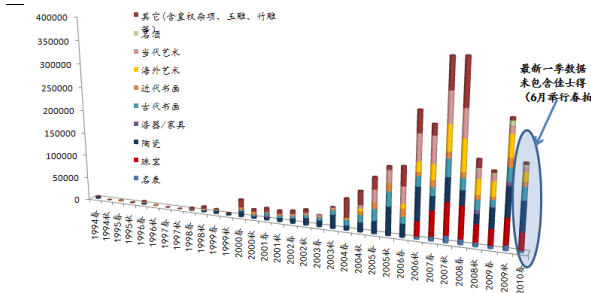
图 23: 佳士得香港十年拍卖纪录分类统计 (比例)



资料来源: www.artron.com, 国信证券经济研究所

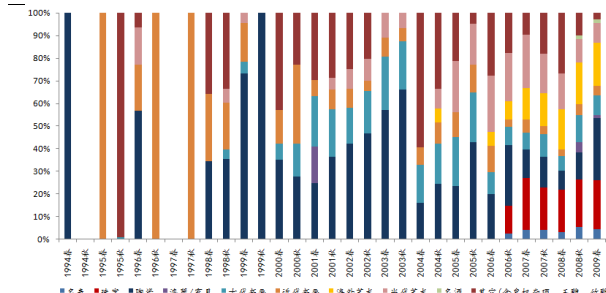
由于艺术品拍卖会的特殊性,拍品数量直接决定了市场容量的大小,我们注意到在各地的艺术品拍卖会上,未成交比例都是比较高的,正常区间在 15-50% 之间,2009 年中国艺术品拍卖市场的未成交比例全世界最低,接近 20%。因此我们可以假设艺术品的投资需求至少能从数量上得到拍卖会的满足,那么观察拍品数量,可以直观地知道市场容量,横向和纵向观察未成交比例,可以直观地知道供求关系变化的对比。

图 24: 二巨头香港十年拍卖纪录分类统计 (总量)



资料来源: www.artron.com, 国信证券经济研究所

图 25: 二巨头香港十年拍卖纪录分类统计 (比例)

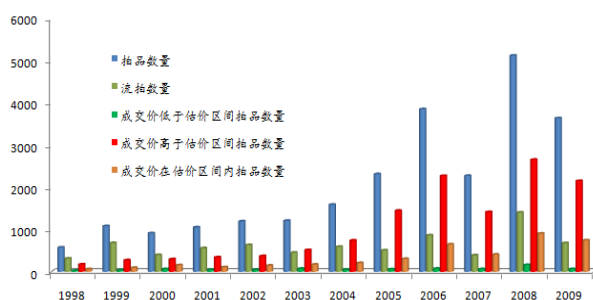


资料来源: www.artron.com, 国信证券经济研究所

我们统计了佳士得和苏富比香港历年来的拍品数量,以及每一年拍品中未成交、高于拍卖公司估价、低于拍卖公司估价和成交价位于估价区域中的拍品数量。佳士得香港的拍品数量从最初的不足 1000 件,到最高时接近 6000 件,苏富比香港则减半。也就是说,近两年每年两大巨头可提供近万件拍品,09 年这一万件左右拍品中成交了 8500 件左右,这其中超过半数都以高于拍卖公司估价区间的价格成交,未成交拍品数量相对稳定,成交价低于估价区间的则属于少数,甚至低于流拍艺术品数量。

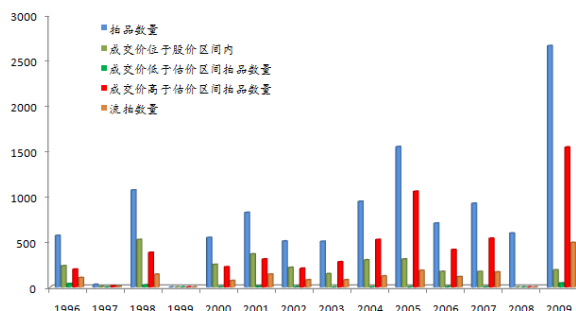
这一现象证明国内艺术品市场暂时仍处于供不应求的状态,或者说,能够进入高端拍卖会的拍品处于供不应求的状态,结构性问题较为明显。由此也可以看到,市场需求有一定的趋同性,但是需求又相对明确,并非可以单纯为了满足投资需求而买入自己所不了解或不中意的拍品。

图 26：佳士得香港历年拍卖品成交情况统计（件数）



资料来源：www.artron.com, 国信证券经济研究所

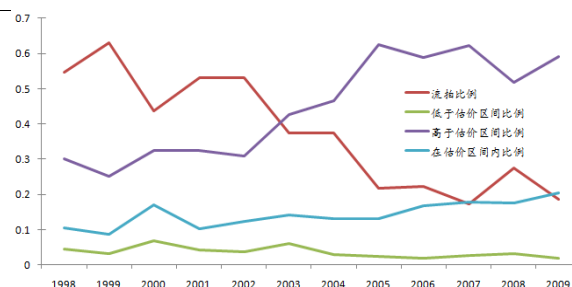
图 27：苏富比香港历年拍卖品成交情况统计（件数）



资料来源：www.artron.com, 国信证券经济研究所

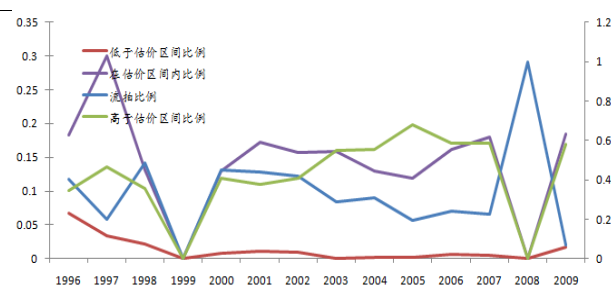
从成交情况的比例分布来看，供不应求的状态就显示得更加清楚——未成交比例逐年下降，成交价高于估价区间的比例逐年上升。这里面存在一部分统计上的bias——内陆持有艺术品的收藏家或投资人，还未完全接受拍卖途径转让艺术品，尤其是专业拍卖公司的高佣金，以及鉴定渠道等，使得一些持有家传艺术品的收藏者喜欢通过零售渠道直接接触买家，但高端买家对拍卖公司的接受程度显然高于持有人。因此这些与国外艺术品百余年的拍卖传统达到的普及程度不可简单比较，但可以确定的是，至少在拍卖市场，供求关系仍处于需求持续上升的阶段，并且至今未现拐点。

图 28：佳士得香港历年拍卖品成交情况统计（比例）



资料来源：www.artron.com, 国信证券经济研究所

图 29：苏富比香港历年拍卖品成交情况统计（比例）



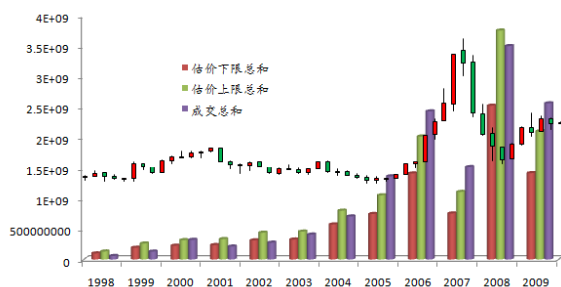
资料来源：www.artron.com, 国信证券经济研究所

最后我们从成交总金额角度观察一下艺术品投资市场的规模发展变化（实际总量可以两大巨头市场份额50%来估计）。目前两大巨头的春秋两季拍卖会成交总额是九位数，也就是每年数亿元的市场容量，考虑到市场份额，以及零售市场对比（这里指规范合法可进入统计口径的零售，不包含私售），粗略估计中国艺术品投资市场每年可通过合法渠道容纳数十亿元的资金。

虽然从数量级上，艺术品市场成交额无法与股票市场的市值相比，但上升空间却十分惊人，2010年苏富比春拍，拍卖总金额一下跃升到13亿港元，如果佳士得维持同水平增长，那么2010年仅是拍卖途径就可能出现100亿级别的市场容量，这其中还没有考虑低端和零售途径的需求增长率会高于高端艺术品，更未考虑国内收藏的两个大项——(1)家具（尤其以一些新料数量极少的珍贵木材制作的家具）、(2)珠宝，尤其是高级定制珠宝，现在在内陆基本以零售渠道成交为主。

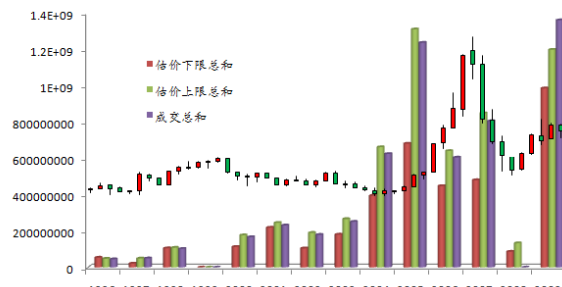
我们以简单思维得出直观结论：艺术品投资市场即将成为国内抗通胀资产市场增长速度最快的一个，原因非常简单——伴随受教育程度相对较高的80后在高收入人群中的比例上升，艺术品投资需求相对于其他领域的需求释放，刚刚迎来第一个爆炸点。

图 30: 佳士得香港历年拍卖品成交情况统计 (金额)



资料来源: [www.arttron.com](http://www.arttron.com), 国信证券经济研究所

图 31: 苏富比香港历年拍卖品成交情况统计 (金额)



资料来源: [www.arttron.com](http://www.arttron.com), 国信证券经济研究所

### 艺术品市场发展趋势展望及投资建议

最后我们希望能够对艺术品投资市场未来 2-3 年的发展趋势进行一些简单的分析和预测, 由于显而易见的限制 (数据获取难度大、投资者私密要求高、缺乏统一监管等), 我们显然无法像股票量化投资那样, 拿出明确的数据和模型, 但是, 根据我们前文所做的投资思路比较, 以及对历年市场的分析, 还是可以得到一个大致思路。

首先, 经济实力对比及国际形势变化是驱动文化热点转移的第一要素。

从我们观察的拍卖记录来看, 高端艺术品市场自有以来一直为欧美文化和买家所垄断, 直到近年来才出现中国艺术品的身影, 而且上升势头极快, 发展趋势也非常符合西方社会对中国文化的认识, 从滞后的当代印象开始, 往本土的主流审美延伸。

从国际视野来看, 世界的均衡和平面化是可以预见的趋势, 因此我们倾向于向未发掘地区寻找安全的投资品。俄罗斯这一文化大国还未拥有与其国家实力相匹配的市场份额; 亚非文化中也还有大量未经挖掘的领域, 民族和传统特色明显, 但定价相对很低, 例如印度、埃及和非洲部落。我们认为伴随艺术品投资的专业化程度上升, 代表这些文化的艺术精品必将以更高的升值空间进入投资组合。

其次, 本土主流审美可能面临换代

我们认为本土的主流审美在购买力强未显著换代之前, 仍将持续一段时间, 50/60 后崇尚的, 仍是中国传统文化的精华, 对近代和当代艺术有微妙的抵触, 而未来 70/80 后买家主导的市场, 可能会在传统主流审美中加入这一代人更加认可的元素——自然、未来、亦或是重大社会转型中产生的群体迷茫。因此对于投资周期较长的艺术品投资组合, 我们并不建议在其中包含过多的皇权色彩, 而建议加大自然题材的书画、天然珍贵材质的杂项和具有精细工艺的瓷器。

再者, 估值是构建中长期组合需要重点考虑的因素

相对于货币通胀速度, 最近十年来, 某些类型的艺术品却跌落在价格的低谷始终未能获得再生。例如唐代陶, 个人并不认为唐代陶比前些年大热的磁州窑逊色, 只是审美观的轮动导致了丰腴、奢靡的风格暂时被世人淡忘, 在当前这个时点介入, 不但有较低的价格, 还能有更高概率遇到真品 (因为赝品大量产生的往往是市场的热点领域)。孱弱的宋代, 也许还会低迷更长的时间, 但是不可否认宋代艺术品中有许多其他朝代所没有的空灵和超脱, 这也是许久未能得到中国艺术品投资市场认可的一个元素。

中短期组合则需要加大目前为国际市场所普遍关注的画家组合, 以保证流动性。已经数年盘踞天价艺术品前列的作品, 也许将进入一个 3-5 年的调整期。我们认为传统文化精华中还有许多“白马”未进入高端艺术品投资市场, 非常适合中短期艺术品投资组合, 例如书法领域的大家之作。

## 题外话：关于研究目的

关于艺术品投资综述，从构思到落笔，已经接近一年的时间过去了，有一个问题纠缠已久：在收益至上的资本市场，这样的研究是否值得耗费我们宝贵的时间和资源？关于这项研究背后的意义过于阳春白雪，导致我埋头在一堆分析数据中的时候，深刻感觉到自己在亵渎某些美好的东西，用收益这一最原始也最直接的目的，掩盖了艺术品投资的无价效用——拥有人类智慧和审美精华所带来的幸福感。直接的后果是，导致我面对一堆数据，整整有一周无法写下任何一个字，千头万绪，无从说起。

无论如何，希望这篇其实没有什么量化色彩的报告，带来一些投资领域的新角度、新空气，哪怕只是带来一点点提醒：在我们所不熟悉的领域，投资还有这样一种形式。

最后，不能免俗地讲一点点实务意义：民生银行的艺术品投资基金一定不是未来投资者能选择的唯一的产品，既然需求增长如此之快，艺术品投资基金必将进入某些投资者的组合，成为抗通胀资产中或不可缺的一部分，艺术品投资本身门槛较高，但是打包成金融产品之后，就具备了零售的可能，我们相信，在理财产品领域，这也是一个可以关注的方向。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10% 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

## 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。



**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
王一峰	010- 66026320			杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
苏绍许	021-60933144			高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

### 国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
<b>万成水</b> 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b> 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b> 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林 莉</b> 0755- 82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑 毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b> 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦 骥</b> 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘 墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn	<b>刘 塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b> 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b> 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123	