

灰色游戏

【英】梅兰妮·格莉丝 (Melanie Gerlis) 著
何凌 译

艺术品投资的金融逻辑

层层解密 直击神秘艺术市场
看准门道 重构稳健投资组合

ART AS AN INVESTMENT?
A Study of Comparative Assets



中信出版集团

灰色游戏

【英】梅兰妮·格莉丝 (Melanie Gerlis) 著
何凌 译

艺术品投资的金融逻辑

ART AS AN INVESTMENT ?
A Survey of Comparative Assets



图书在版编目 (CIP) 数据

灰色游戏 : 艺术品投资的金融逻辑 / (英) 梅兰妮

· 格莉丝著 ; 何凌译 . -- 北京 : 中信出版社 , 2017.7

书名原文 : ART AS AN INVESTMENT? A Survey of
Comparative Assets

ISBN 978-7-5086-7753-8

I . ①灰… II . ①梅… ②何… III . ①艺术品 - 投资
- 研究 IV . ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 116017 号

ART AS AN INVESTMENT? A Survey of Comparative Assets by Melanie Gerlis

© Melanie Gerlis, January 2014

This translation of Art as an Investment? is published by arrangement with Lund
Humphries Publishing Limited

Simplified Chinese translation copyright © 2017 by CITIC Press Corporation

All Rights Reserved.

本书仅限中国大陆地区发行销售

灰色游戏 : 艺术品投资的金融逻辑

著 者 : [英] 梅兰妮 · 格莉丝 (Melanie Gerlis)

译 者 : 何 凌

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者 : 中国电影出版社印刷厂

开 本 : 787mm × 1092mm 1/16

印 张 : 12.5 字 数 : 154 千字

版 次 : 2017 年 7 月第 1 版

印 次 : 2017 年 7 月第 1 次印刷

京权图字 : 01-2017-2803

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-7753-8

定 价 : 49.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

中国艺术品市场的投资前景

在过去的十余年中，特别是 2009~2011 年，中国的艺术品市场经历了高速发展。单是艺术品拍卖，其成交额从 2005 年的 18 亿美元增长到了 2016 年的 75 亿美元，而 2011 年的成交额达到顶峰，为 152 亿美元。2005~2016 年中国艺术品拍卖市场的成长如图 0-1 所示。

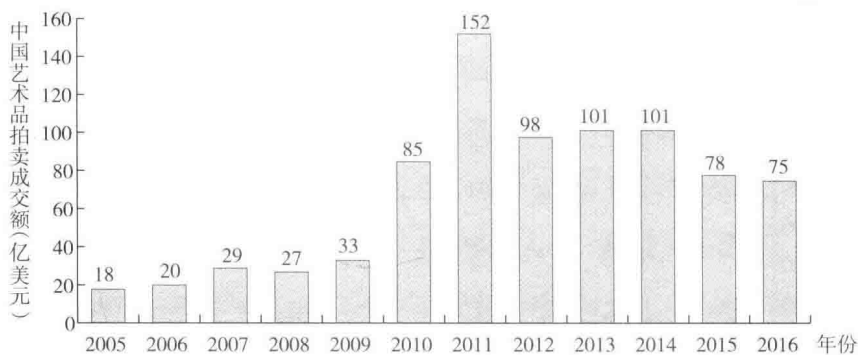


图 0-1 2005~2016 年中国艺术品拍卖市场的成长

资料来源：欧洲艺术和古董博览会（TEFAF）2016 年《全球艺术市场报告》；巴塞尔艺术展（Art Basel）2017 年《艺术市场报告》

虽然 2012 年以后，由于监管、宏观经济，以及政治反腐等一系列原因，中国的艺术品市场进入了一个下跌与盘整的阶段，但到了 2016 年，中国艺术品市场仍然以接近 110 亿美元的总规模（其中，艺术品拍卖占到了 7 成多，其余是画廊等零售交易），与美国、英国一起雄踞全球艺术品交易

市场的前三甲。

艺术品可否作为一个投资工具？这是一个见仁见智的问题。艺术行业及金融行业的从业人士对此可能会有截然不同的答案。然而不管有着怎样的感情因素，艺术品作为一种“可投资的另类资产”受到了日益密切的关注，确是一个不争的事实。

2004~2016年中国艺术品价格指数和证券指数的对比如图0-2所示。通过对2004~2016年雅昌“近现代名家指数”以及相同时段的上证指数和恒生指数进行对比，可以看出，在此期间以雅昌“近现代名家指数”为代表的中国艺术品市场投资回报远远高于同期的证券市场。相比于上证指数在此期间80%的增幅，雅昌“近现代名家指数”中的代表艺术家（如吴昌硕、张大千、齐白石等）的作品在此期间的平均回报达到8倍左右的涨幅（张大千的作品平均交易价格达到了10倍的涨幅）。

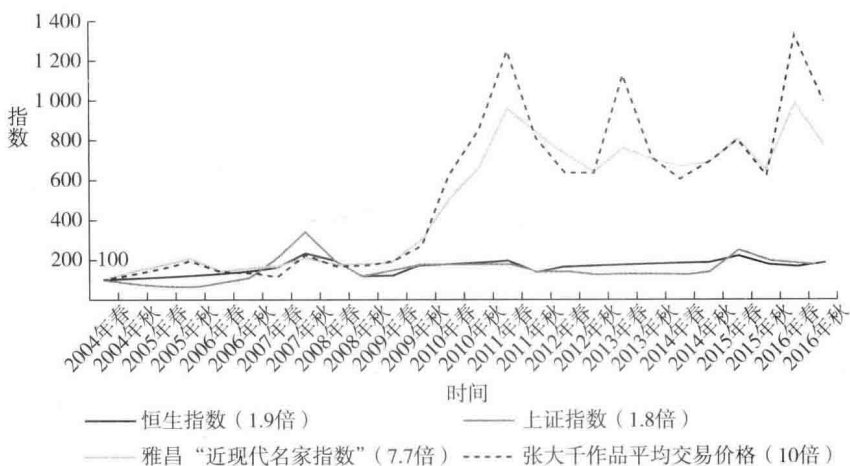


图 0-2 2004~2016 年中国艺术品价格指数和证券指数的对比

资料来源：雅昌艺术市场检测中心；Yahoo！财经

中国艺术品市场过去 5 年来发展相对平缓，这确实使很多人对这个市场失去了信心。那么中国艺术品市场的未来究竟会如何？我暂不轻下结论，

而是提供一组数据以供大家思考。

首先，来看中国艺术品市场的供应水平。根据《2015年中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，2015年中国大陆艺术品拍卖市场的成交总量约25万件，其中单价超过100万元的高价艺术品约4000件。在过去的5年中，成交总量在25万件至36万件之间波动，而其中高价位的艺术品的成交量在5000件的量级徘徊。虽然中国艺术品市场存在一定数量的仿造品，但艺术品市场供应量的提高相对缓慢本质上是由艺术品（特别是“精品”）本身的相对“稀缺性”所决定的。未来成交总量也许会因为市场格局的变化（比如当代艺术品所占比重的提升）而有所增加，但是艺术品市场中“精品”的供应量快速增加的可能性并不高。

其次，来看需求层面的相关数据。根据与艺术品行业同行的讨论估计，中国艺术品市场目前“活跃”的客户（指每2~3年会有艺术品买卖交易的客户）有10万~15万人，而年均交易100万元以上的客户（所谓“高端艺术品收藏家”），不会超过1万人。可以将之与中国的富豪人群（或称“高净值人群”）的规模对比分析。据贝恩（Bain Capital）公司的估计，2015年中国可投资资产超过1000万元的“高净值人士”超过120万人，且每年以超过20%的速度增加，而其中可投资资产超过5000万元的“超高净值人士”约有16万人，2008~2015年中国高净值人士规模的变化如图0-3所示。根据经验，假设“5000万元”可投资资产是迈入“高端艺术品收藏家”的门槛，通过对比可以判断中国的“超高净值人士”中艺术品收藏的渗透率目前还不到6%，而这16万“超高净值人士”手中的可投资资产规模高达18万亿元，因此，可以看到2016年中国艺术品市场约110亿美元的规模还有很大增长空间。

换一个角度思考“未来10年，中国艺术品市场能有多少倍的投资回报”

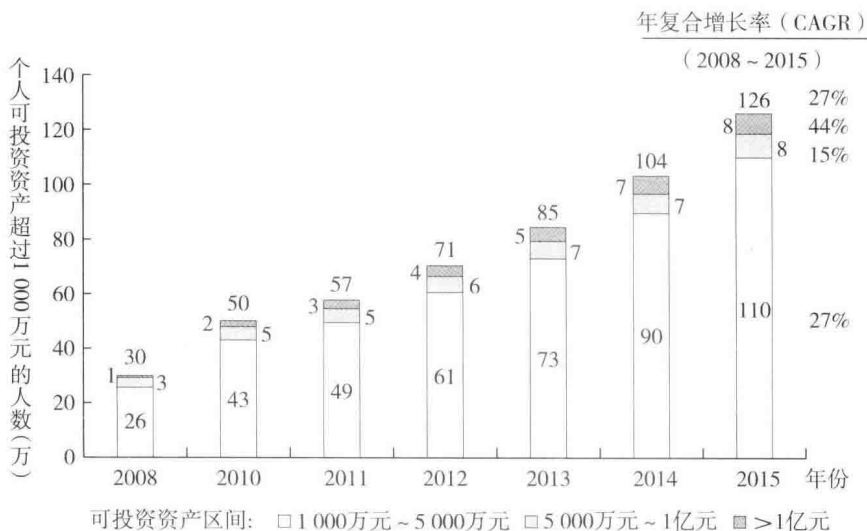


图 0-3 2008~2015 年中国高净值人士规模的变化

资料来源：贝恩公司《2015 年中国私人财富报告》

这个问题，基本上就是对一个大趋势的判断：是否会有更多的“超高净值人士”成为所谓的“高端艺术品收藏家”？这个群体的规模是否会从现在的不到 1 万人，变成 2 万人、3 万人？同时这个群体花费在艺术品上的预算是否会有成倍的增加？

与欧美那些所谓的“艺术品收藏大国”相比，其实中国的艺术品收藏传统要悠久得多。皇家艺术品收藏到了东晋和南朝已经相当成规模，如距今约 1 500 年前，南朝的梁武帝已经建立了卓有成效的王羲之书法收藏体系。从唐朝到清朝，每个朝代都会有数个皇帝痴迷于艺术品收藏。而从北宋开始，民间的艺术品收藏开始繁荣，到了明清甚至出现了如项元汴、孙承泽、安岐、庞元济这样拥有大量国宝的收藏家。

而有趣的是，无论是古代中国还是西方国家，“富一代”从事艺术品收藏的基本是凤毛麟角。对于艺术品收藏，财富只是前提，而远非充分条件，要成为真正高品位的“收藏家”，往往需要几代人的熏陶和学习。而中国大

陆目前的高净值人士或者超高净值人士，绝大多数还是处在第一代，或者是第一代向第二代交接的时刻。随着中国高净值人士规模的不断增长，以及整个民族文化自信心的不断修复，中国再次出现真正的艺术品收藏盛世也许不是天方夜谭。

然而需要清醒地认识到的是，艺术品作为投资类别有着一些先天不足。比如艺术品的低流通性、低透明度、高交易成本，以及由于艺术品非标准化特质带来的鉴定、估值等一系列问题。对这些问题的认识不足将导致在艺术品投资活动中出现一系列偏差和失误。在国内艺术品市场最热的2010~2011年，市场上出现了超过50只艺术品投资基金，募集总金额超过70亿元。然而，当年募集的绝大部分艺术品投资基金业绩都惨不忍睹。这固然是由于2012年艺术市场的“滑坡”，但更重要的原因还是这些投资产品在设计时没有考虑到艺术品自身的特质，从而出现了许多明显的产品缺陷。

梅兰妮·格莉丝（Melanie Gerlis）女士的这本书系统深入地比较了艺术品与多个投资品类，包括股票、黄金、葡萄酒、房地产、私募股权基金，以及时尚奢侈品。本书不是一部艰深枯燥的投资理论书籍，相反，其中的大量案例和故事使本书非常有趣味。无论是对于那些在艺术市场中驰骋多年的老手，还是那些正在考虑进入艺术品收藏和投资领域的新朋友，这本书都能为你提供借鉴。甚至哪怕只是为了增加一些对全球艺术圈内轶事的了解，这本书也值得一读。而且，何凌女士的译文准确流畅，非常难得，亦值得大力推荐。

朱永磊

贝恩公司全球合伙人

前苏富比公司亚洲区首席运营官

2017年4月2日

/ 前言 /

我有一个“成功人士”朋友，是位老于世故的私募股权基金经理。他讲的一个故事让我有了撰写此书的灵感。有一天他路过伦敦的一个画廊，橱窗里展示的一幅画引起了他的兴趣，作者是一个知名的二流民粹主义艺术家，仍然在世。因为口袋里有刚发的奖金，而且他觉得这幅画的价格应该和他估计的差不多，于是他走进画廊想要购买这幅画，却被告知他不能买。他问：“这幅画不是出售的吗？”画廊经理的回答总结成一句话就是：“是出售的，先生，但并不是卖给您的。”不过他被告知可以联系这位艺术家的经纪公司，看看还有什么办法。

虽然我的朋友并不是那么渴望得到那幅画（像他自己说的，那只是一幅对自己而言可有可无的作品，它的价值不过数千英镑），但他还是按照画廊的建议做了。他得知事实上这幅画很快就要被拿出来拍卖了，如果他有兴趣的话可以参加竞标。此画在拍卖中的出现至少给了他一个指导性价格，比他预期的要低。拍卖的前一天，他忽然意识到自己没法亲自去拍卖现场，因为那是一个工作日（大多数的拍卖都在工作日进行），而且因为有数百件拍品，拍卖行很难估计出这幅画的竞标时间。他问是否可以办一个委托竞标，但已经太晚了（需要至少提前 24 小时办理）。没办法，他只能放弃。

他想买的那幅画最后流拍了。按照他最初的要求，拍卖行打电话给他，

问他是否仍然有意购买。“当然啦，”他说，“我愿意付卖家设定的保留价来购买这幅画”（他觉得保留价应该比他本来准备在拍卖中出的价要低）。拍卖行请他提供了详细的个人资料，说是要拿给卖家核准。4个星期之后，他的购买要求没有被核准。最终他还是没有得到那幅画。

中间那4个星期到底发生了什么，始终是个谜。最有可能的是，卖家改变了主意，他想得到比当初自己设定的保留价更多的钱。或者在这段时间其他人出了个更高的价钱。总之，我朋友几个月前就准备付出去的钱变得没有了用武之地，这使他对再次求购艺术品多少失去了兴趣。

这个晚宴上听来的故事一层层揭开了艺术品市场功能失调的问题，也把我在艺术品市场上工作以来经历的事情解释得很透彻：虽然经营手段看上去和其他行业或资产很相似，但艺术品市场其实有着它自己的规律。从深层次上看，艺术品市场已经变成了一个经济学上的谜题。它很少遵循传统的供求规律，也经不住任何理性的分析。

但是作为一个相对小而不透明的行业，艺术品交易散发出的魅力和优雅气质吸引了巨额财富的投入。关于这一点，我们只要看看那些小型商业画廊开幕典礼上出现的（其他）行业大佬，或者艺术节期间酒店和餐厅飙升的营业额就明白了[马斯特里赫特（Maastricht）每年3月举行的TEFAF艺博会，能为这个12万人口的荷兰小城吸引到7万多名游客]。

而且，由于自20世纪80年代以来全球的投资银行和财富管理机构越来越积极地提倡复杂而多样化的资产配置，艺术品作为一项投资就更具吸引力了。因为金融市场创造出了各种衍生产品、交易所交易基金，以及其他复合金融工具以便更好地控制风险和回报，人们理所当然地想考察一下艺术品或葡萄酒之类的其他收藏品，在复杂的投资领域里是否也有类似功能。同时，那些在金融领域赚了钱，希望投资于这类更加美丽又能彰

显品味的财富形式的有钱人，发现假以时日有些藏品看上去也能升值，那为什么不把它放到彭博（Bloomberg）终端上和其他传统投资对比看看呢？

虽然目前很多宣传资料上都在鼓吹艺术品作为资产的好处，实际情况还真不好说。从我朋友的故事里可以看到，画廊对有意愿的买家并不怎么热情地接待、价格也不透明（特别是考虑到画廊和拍卖行贡献了整个市场一半的交易额），这些问题都妨碍了把艺术品和其他资产（公募股票、黄金、地产、葡萄酒）做一个真实的比较。即便是在透明度较差的私募股权基金领域，也能找到相当多的数据来建立一些指数，评估风险和回报。

在我看来，理解艺术品这方面特质最好的办法，就是通过那些经常被拿来和艺术品做比较的行业和资产（虽然不是深层的比较），从侧面来了解。通过它们的共性，特别是那些本质上的共通点，我们可以对艺术品这个精妙而迷人的市场有一个更加广泛的了解。

/ 目录 /

第一章 导论：风险和回报	001
艺术品能算资产吗	003
艺术品是优质资产吗	005
流动性，流动性，流动性	006
监管	009
相关性	010
等式的另一边	012
不同资产的流动性谱序	014
第二章 艺术品和股票	017
交易简史	019
为什么要拥有股票	020
创造模式	024
把绘画当成公司运作	030
监管	033
公开上市的艺术品公司	037

结论 040

第三章 艺术品和黄金 041

从资本增值到财富保值 043

黄金真的固若金汤吗 045

给黄金和艺术品定价 047

供给和需求 052

创造价值 054

增值的代价 057

持有的代价 061

制衡机制 062

结论 065

第四章 艺术品和葡萄酒 067

建立一个连贯的市场 069

描绘一个二级市场 072

二级市场上敏锐的眼光和嗅觉 074

在一级市场引领风范的人 079

会有风险吗 085

热切的新买家 088

结论 090

第五章 艺术品和房地产 093

将必需品变成艺术 095

最好的和其他的	098
向上是唯一的可能吗	100
租金和精神上的收益	102
艺术品抵押贷款	105
创造性购买	110
进入最高层	112
第六章 艺术品和私募股权基金	117
首选的另类投资品	119
传奇的历史	120
投资的本质	124
更审慎地对待不对称性	127
创建艺术品基金	130
去掉“嗜好性投资”中的嗜好部分	134
像私募股权公司那样的经销商	136
结论	141
第七章 艺术品和奢侈品	143
名牌就好	145
碰撞的世界	148
精英巨富和满怀热情的富裕阶层	152
买得起的奢侈品	156
走到一起	160
网上经营的机会	162

结论 165

第八章 结论 167

注释 173

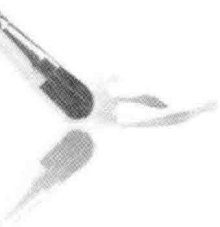
致谢 183



第一章

导论：风险和回报





2008

2008

2008

2008