

# 摘要汇报

## JFE202207

李林熹  
7.27



1. A theory of **financial media** (模型)
2. **Ambiguity** about volatility and investor behavior (实证)
3. Bubbles and the value of **innovation** (实证+模型)
4. **Cross-listings**, antitakeover defenses, and the insulation hypothesis (实证)
5. Democracy and the pricing of **initial public offerings** around the world (实证)
6. Investment slumps during financial crises: The real effects of **credit supply** (模型)
7. Paying for beta: **Leverage demand** and asset management fees (模型+实证)
8. Regulatory transparency and the **alignment of private and public enforcement**: Evidence from the public disclosure of SEC comment letters (实证)
9. Silence is safest: **Information disclosure** when the audience's preferences are uncertain (案例+模型)
10. The pass-through of **uncertainty shocks** to households (实证)
11. Time-varying risk of nominal bonds: How important are macroeconomic shocks? (模型+实证)
12. When Uncle Sam introduced Main Street to Wall Street: **Liberty Bonds** and the transformation of American finance (实证)
13. Ripples into waves: **Trade networks**, economic activity, and asset prices (实证)
14. Recovering the **FOMC risk premium** (模型+实证)
15. Multivariate crash risk (模型+实证)
16. **Market efficiency** in the age of big data (模型+模拟+实证)

## 1. A theory of financial media

- **研究背景**：财经媒体扮演着重要的经济角色。越来越多的实证研究表明，财经媒体接触到广泛的市场参与者、影响金融市场的交易，并最终影响股票价格。然而，理论对他们的经济作用并没有提供太多的洞见。现有文献对财经媒体、交易者和公司之间的互动的理解有限。
- **研究内容**：通过模拟一个财经媒体的战略行动影响他的读者、他报道的公司以及由此产生的资产价格.在一个标准的交易模型中嵌入了公司经理和记者之间的这种战略互动。均衡的股票价格使市场出清，并使总需求等于固定资产供给。
  - **模型**：一个公司经理、一个财经媒体和一个由三种交易者组成的股票市场。第一种是**消息灵通的交易者**，他们能观察所有关于收益的明确公告和私人信号。第二种是**流动性交易者**，他们进行交易的原因与信息无关。第三种是财经媒体的**读者**，他们无法直接观察到明确的公告。读者完全依靠记者来了解所报道的财务信息。公司经理企图通过操纵公告来抬高股价。如果记者决定报道这个公告，读者就会观察报道，并利用其中可能存在的偏见信息进行交易。
  - **前提**：消息灵通和流动性交易者总是参与金融市场，而读者只有在财经记者报道了声明之后，才会知道确切的声明，从而进行交易。数千家美国公司向SEC提交了10-K报表，全世界都可以免费看到，但很少有个人交易员有时间阅读每一份报表。出于这个原因，财经记者会筛选许多公司发布的公告，并对那些他认为对读者最有价值的公告进行报道。

- **财经媒体**：不仅要考虑公司的实际情况，还要考虑公司的操纵程度。因此，只有当报告中提供的信息给读者带来的好处超过了报告中预期操纵水平带来的成本时，他才会报告，是在报道的信息收益和读者阅读被操纵的报道的成本之间进行权衡，即被操纵程度越严重的公告被媒体报道的可能性越低。因此，信息更丰富、操纵更少的公告更有可能被报道
- **经理**：考虑操纵的外生成本，它既可以表示因操纵信息而被抓住的直接成本，也可以表示间接的声誉成本
- **研究结论**：媒体报道会刺激公司操纵潜在的公告，记者的报道助长了公司试图篡改其公告的行为，因为报道增加了容易受到可能被操纵的公开信息影响的读者数量；记者报道和更大程度的操纵会同时出现；在均衡状态下，媒体报道倾向于较少被操纵的负面新闻；财经记者的存在虽然会导致更多的操纵行为，但平均而言，会让股价包含更多的信息。
- **贡献**：更全面地理解财经新闻的作用；强调了**记者的报道决策和公司经理操纵信息的动机**之间的新颖互动，有助于研究公开信息在股票市场交易、价格形成和价格质量中的作用；与先前文献的**关键区别**是：记者只有在考虑读者的交易利润后才会决定是否报道，这一选择导致公司经理的内生报告概率，是论文的主要焦点。

## 2. Ambiguity about volatility and investor behavior

- 研究背景:** 投资决策是在不确定性下的决策, 同时受**风险**和**模糊性**的影响。根据奈特(1921), 未来结果未知但潜在分布已知的事件被称为“有风险的”。奈特不确定性或厄尔斯伯格(1961)所称的模糊性, 与风险不同, 指不仅未来的结果是未知的, 潜在的分布也是未知的。
- 研究内容:** 通过使用大量个人投资者样本, 调查波动率的模糊性对交易活动和风险承担的外生和时变影响, 发现波动性的模糊性很重要。本市场和资产价格的影响, 发现波动性会影响股权溢价。
- 数据:** 德国大型在12月超过10万名个人投资者的交易记录。

**活动:** 登录或交易。登录是一个虚拟变量, 当且仅当观察到登录时, 该变量的值为1; 交易是一个虚拟变量, 当且仅当交易被观察到时, 它的值为1。

$$Activity_{i,t} = \alpha + \beta dVSTOXX_t + \gamma C_{i,t} + \varepsilon_{i,t} .$$

- V-VSTOXX:** 欧洲斯托克波动率的波动率, 衡量的是未来30天的预期不确定性。
- 研究结论:** 随着时间的推移, 模糊性冲击导致投资者进行更多交易(卖出高风险证券)。这种效应对于那些模糊厌恶的投资者更强; 比较模糊度(V-VSTOXX)和波动率(VSTOXX)的影响时, 只有模糊度在个人投资者的交易行为中产生了统计上显著的结果。因此, 对于个人投资者来说, 模糊性至少与波动性同等重要。
- 贡献:** 通过使用大量个人投资者样本, 调查了波动率的模糊度对交易活动和风险承担的外生和时变影响, 将**波动率的时变总体模糊度**与**个人投资者交易**联系。

### 3. Bubbles and the value of innovation

- **研究背景**: 衡量创新的影响对于理解和量化经济增长非常重要。现有文献认为, 资产价格总是反映创新的经济影响, 本文的实证分析**反驳**了这种观点: 这种关系在泡沫时期被系统地改变了。在该时期创新的市场估值及其经济影响相互脱节。
  - Bloom et al.(2013)使用市场价值来衡量创新对其他公司的溢出效应。**相反**, 本文发现泡沫会将资产价格与创新价值脱钩。
  - Bloom et al.(2013)发现企业的平均市场估值和实际业绩都受到竞争对创新的影响。**相反**, 本文发现泡沫影响保持不变。
- **研究内容: 实证+模型**
  - 数据: 100万多项专利
  - 本文对这种脱节的理论解释基于Miller(1977)对**信念分歧对资产价格影响**基础之上(泡沫源于投资者分歧): 创新的所有者相信它会取代竞争对手, 而竞争对手的所有者却不这么认为。他们相信自己的公司更好, 不认为别人的创新是一种威胁。由于这种**不对称性**, 该模型产生了股票价格对竞争溢出效应(由竞争对手的所有者定价)反应不足, 同时保持了对直接效应(由创新者的所有者定价)的过度反应。
- **研究结论**: 一项创新对创造者股价的影响相对于它将产生的实际结果增加40%; 即使企业创新会损害竞争对手的利润, 但这些负溢出效应对竞争对手的股价没有影响。

**因变量**: 专利j的市场价值, Kogan et al. (2017)

**自变量**: 指示变量, 颁发专利j的公司在t年是否处于经历行业泡沫。其中, Greenwood等(2018)的虚拟模型可以捕捉到公司是否处于泡沫行业。

$$\log \xi_{j,t} = \beta B_{j,t} + \gamma Z_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

## 4. Cross-listings, antitakeover defenses, and the **insulation hypothesis**

- **研究背景:** 理解为什么公司在海外交叉上市已经成为近年来许多学术研究的主题。Kastiel和Libson(2019)提出了**保护假说**, 认为交叉上市可以保护公司免受潜在的敌意收购, 因为收购成本和壁垒增加了。如果全球反收购手段成为交叉上市决策的重要驱动因素, 它就可能会带来重大的经济后果。**然而**, 学术界对这一论断鲜有证据。本文实证评估了阻止不必要的收购在激励公司在外国管辖区交叉上市的重要性。
- **研究内容:** 利用1990年至2015年所有美国注册上市公司的交叉上市数据集, 描述了一家公司在非美国国家交叉上市的倾向如何随公司面临的预先敌意收购威胁而变化
- **研究结果:**
  - 回归模型中证实了这种正相关关系: 面临收购威胁的公司更有可能选择与美国公认会计准则存在较大会计差异的东道国
  - 如果公司有**海外市场敞口或全现金收购可能性较低** (Kastiel和Libson(2019)认为如果潜在竞购者能够以全现金报价为交易融资, 这将大大避免交叉上市带来的麻烦, 使交叉上市在抵御收购威胁方面的有效性降低), 交叉上市更有可能被用作反收购手段
- **贡献:** 检验交叉上市理论:保护假说。第一个提供公司交叉上市预防收购动机的实证证据

## 5. Democracy and the pricing of initial public offerings around the world

- **研究背景：**民主在世界各地的兴起，催生了大量关于民主在经济结果方面的成本和收益的文献。关于民主是促进还是阻碍经济增长，文献还远没有得出定论。虽然这些研究的重点是民主与整体经济增长的关系，但**很少研究民主是否会影响企业业绩，以及在多大程度上影响企业业绩。**

- **研究内容：**研究民主对全球首次公开发行(IPO)定价的影响来解决这个问题。本文关注IPO的动机是它们是新的增长机会和公司扩张的主要融资来源。

- 1990年至2020年期间45个国家的23,050宗IPO为样本，研究了民主与IPO定价过低之间的关系
- 由于在民主政体中，信息流动更自由，信息不对称程度更低，代理问题在更民主的国家应该不那么严重。而IPO公司管理层与投资者之间的代理摩擦在决定IPO抑价方面发挥着重要作用。因此，**民主应该会减少IPO抑价。**
- **IPO抑价：**第一个交易日收盘价与发行价之间的差值除以发行价；主要解释变量是**制度民主**，来自于**Polity V项目**(2018)/（提供制度民主的国家年度措施），这是一种基于制度而非基于感知的指标，能够检验制度民主(包括宪法元素)的效果，在很大程度上净化了感知层面因素。民主的价值范围从0到10，更高的价值表示更高的制度民主水平。

➤ **信息不对称：民主通过信息不对称渠道影响IPO的低定价**

- ✓ 使用三个代理变量来捕捉信息不对称:(i)媒体审查, 在IPO公司上市的年份, 特定国家的自由和独立媒体指数乘以-1;(ii)新闻审查:IPO公司上市当年特定国家的自由新闻指数乘以-1;(iii)收益不透明度, 即特定国家的收益不透明度得分。

➤ **公司、国家特征：民主对IPO抑价的影响**

• **研究结论：**

- 民主与IPO抑价负相关, 表明在制度民主程度较高的国家, IPO抑价程度较低。民主指数每增加一个标准差, IPO抑价率就会降低7.64个百分点
- 对于由四大审计公司审计、得到风险投资公司支持、对募资用途的披露更明确的IPO, 民主对定价低估的影响更弱。
- 对于代理问题较高的公司, 在制度质量较差或股东保护较弱的国家, 以及在投资者情绪较高或经济政策不确定性较高的时期, 民主对定价低估的影响更大。
- 本文的结果突显了民主在减少全球IPO定价过低方面的重要性。

• **贡献：**通过展示民主可以通过减少ipo定价过低的影响来促进经济增长。在这个研究过程中, 研究产生了一些关于**民主对企业影响的首次大量实证证据**。

## 6. Investment slumps during financial crises: The real effects of credit supply

**研究背景：**信贷供应在解释金融危机期间，尤其是经济萧条时期投资下降方面有多重要？本文基于希腊严重经济收缩(2008年至2014年)的背景回答这个问题。

### **研究内容：**

- 描述统计：研究希腊大萧条之前和期间的制造业公司，记录了在2010 - 2014年的危机期间，投资低迷、公司盈利能力下降，但到2014年几乎完全恢复，同时公司持续去杠杆化。这些**事实**表明，金融影响投资动态。
- ✓ 数据：希腊统计机构ELSTAT对至少有10名雇员的**制造业**公司的年度普查，包括投资、投入和产出流、资产、负债和出口的信息。这个数据集适合研究金融危机期间的信贷摩擦，因为它包括一个扩张期(2003年2007年)和一个金融混乱的时期(2008年2014年)，以及关于小型私人公司的信息，这些公司可能不如大型或上市公司资本充足
- 基于Hennessy and whitt(2005)，估计了一个企业面临信贷摩擦（关于资本和债务需求）的**投资动态结构模型**来分析现象
- 为了量化信贷供应收缩对投资的影响，将**受到现实层面的因素**(盈利能力、不确定性和企业税率)冲击的模拟模型与**同时受到现实因素和信贷供应冲击**的模型进行**比较**

**研究结论：**现实因素(盈利能力、不确定性和税收)只占数据中观察到的投资大幅下降的一小部分。信贷供应的减少产生了显著的实际影响，占投资下滑的11.32%。本文还发现，出口企业尽管在危机期间盈利能力有所改善，但仍减少了投资和去杠杆，它们面临着与非出口企业类似的信贷供应收缩。

**贡献：**第一次使用**公司层面的数据**提供证据，证明在希腊萧条的背景下金融摩擦的重要性。

## 7. Paying for beta: Leverage demand and asset management fees

- **研究背景:** 许多投资者将投资组合决策委托给专业基金经理, 并为资产管理服务支付费用。在过去的四十年里, 委托的范围和费用收入有了显著的增长。对于经济学家来说, 基金之间的费用差异是一个长期困扰他们的问题, 尤其是因为许多基金收取的费用高于他们的风险调整后的总收益。本文研究了 投资者对杠杆的需求作为资产管理费用的一个新的决定因素 的作用。
  - 如果投资者面临借款约束, 自己进行杠杆投资受到限制, 他们就会寻求经理人来获得期望的杠杆回报。因此, 资产管理公司可以对提供杠杆收取费用, 这一渠道在 beta 和费用之间产生不对称关系, 这种关系随杠杆约束的收紧而发生变化。
- **研究内容:**
  - **model:** 描述均衡状态下基金贝塔和费用之间的关系
  - **empirical work:** 基于美国股票型共同基金检验模型的数值解所隐含的三个具体假设
- **研究结论:** (1) 贝塔大于1时 (基金的风险大于市场的风险) 费用增加; (2) 当杠杆约束收紧时, 这种关系变得更强, 高beta基金的资金流入更大; (3) 低净阿尔法在高beta基金中尤其普遍。
- **贡献:** 实证检验了投资者杠杆需求如何影响资产管理费用; 通过揭示一种新颖的费用变化来源, 为这一争论提供了一个新的角度。杠杆的提供代表了一种额外的服务, 它的价值不是直接由基金总阿尔法获得的。因此, 杠杆需求渠道可以解释为什么费用可以高于基金风险调整后的业绩; 将关于杠杆约束影响的文献与基金费用和业绩的文献联系起来。

## 8. Regulatory transparency and the **alignment of private and public enforcement**: Evidence from the public disclosure of SEC comment letters

- **研究背景:** 私人和公共执法机制在约束管理不当行为方面的有效性, 已经引起了监管机构、学者的广泛关注。公共执法涉及政府实体, 如美国证券交易委员会(SEC), 而私人执法则是私人部门采取的行动, 如股东。一方面, 监管者面临资源约束, 可能被特殊利益捕获。另一方面, 私人团体的执法选择和信息获取有限。因此, 有效的执法往往涉及混合执法, 即私人和公共机制的共同参与。
- **研究内容:** 研究了SEC政策变化引发**SEC评论信公开披露**后, 公共执法实体(SEC)和私人执法机制(私人证券诉讼)之间的相互作用。
  - 2004年6月, SEC宣布了一项政策转变:从2004年8月1日以后提交的企业报告开始, SEC将公开披露其评论信和企业申报者的回应。这一政策改变之前, 只有提交《信息自由法》申请的政党机构才能获得评论信。
  - **研究假设**
    - ✓ H1:在公开披露SEC评论信之后, SEC(通过评论信)和私人股东诉讼当事人之间的执法活动越来越一致。
    - ✓ H2a(激励一致性):SEC更有可能向会计操作有问题的公司发出评论信。
    - ✓ H2b(激励一致性):SEC不太可能被有政治关系的公司收买。

- ✓ H3(信息一致性):在信息不对称更大的公司中, 执法活动中增加的一致性更加明显。
- ✓ H4(信息一致性):与未获得SEC评论信的诉讼相比, 获得SEC评论信的私人证券诉讼具有更大的价值(即, 较低的解雇率和更高的和解金额)。

$$\text{Prob(Lawsuit)} = f(\text{CL}, \text{CL*Post}, \text{controls}).$$

如果公司年度在证券集体诉讼的类别期间内, 因变量Lawsuit等于1, 否则为零。如果该公司从SEC收到10-K的CL, CL等于1, 否则为零。

- **研究结论:** 在公开披露评论信后, SEC和私人诉讼当事人在各自的执法目标上实现了更大的一致性。与披露前相比, **收到SEC评论信的公司也更有可能会成为私人证券诉讼的目标**。这种合作的增加归因于公众对SEC监管的监督加强了监管激励和减少了监管俘获, 以及股东原告获得了以前只有监管机构才能获得的信息, 使诉讼当事人能够确定有价值的案件。这些发现表明, 监管透明度增强了公共和私人执法的互补性, 可能改善执法结果。
- **贡献:** 第一个实证检验增加的监管透明度是否会影响私人股东诉讼和SEC的公共执法活动之间的互动。

## 9. Silence is safest: Information disclosure when the audience's preferences are uncertain

- **研究背景：**公司拥有大量与投资者、客户和其他利益相关者的相关信息，如果愿意，公司可以自愿披露这些信息。然而，在很多情况下，公司并没有披露一些有价值的信息，反而保持沉默。公司对价值相关信息的这种沉默令人困惑，因为在均衡状态下，拥有最有利信息的公司肯定会进行披露；**本文认为**，在许多情况下，公司**保持沉默**是因为**这样做比披露信息更安全**。具体来说，公司不确定什么对他们的受众相信是最有益的，而沉默可以降低这种风险。
- **研究内容：**exampl+model：解释为什么一些公司在面对不同的受众时不披露收益细分、高管薪酬或环境、社会和治理业绩。
- **研究结论：**沉默比坦白更安全；沉默会降低公司收益对受众偏好的敏感性。企业风险规避的增加会减少信息披露。具体来说，沉默减少了极端信息的潜在披露者所承担的风险。因此，当潜在的信息披露者变得更加厌恶风险时，信息披露就会减少。
- **贡献：**先前文献对沉默最广泛适用的解释是，披露可能代价高昂。本文的分析能够解释在披露既便宜又已知可行的情况下的沉默（规避风险）。

## 10. The pass-through of uncertainty shocks to households

- **研究背景：**人们普遍认为，不确定性是经济波动的一个强大驱动力。不确定性的影响可以直接通过信贷市场产生作用：在存在金融摩擦的情况下，更大的不确定性或风险会降低抵押品价值，增加信贷息差，限制对企业家和消费者的信贷供应，减缓经济活动。现有的文献主要集中在不确定性冲击与企业投资之间的关系，而不确定性冲击从公司传递到员工的过程一直被忽视。
  - 对企业如何通过影响工资和就业来向工人传递冲击的估计，可以为负责提供公共保险以应对此类冲击的政策制定者提供信息，还有助于对近期研究总体波动与收入分配和家庭收入增长之间关系的宏观经济文献提供参考。
  - **然而**，在确定向家庭传递信息的机制方面的一个**关键挑战**是，**缺乏数据**来研究企业层面的波动和家庭行为之间的映射关系，以及关于家庭长期选择的详细信息。
- **研究内容：**本文研究了**企业的不确定性（：单个公司异常收益的已实现波动率）对工人个体收入和消费的影响。**
- **数据：**由一家主要信用机构收集的、每月更新的独特的员工-雇主数据集（包括家庭资产负债表信息以及借款人的就业、工资等信息）。

- 不确定性冲击对工人收入的影响
- 不确定性冲击对工人消费的影响：由于缺乏对消费的全面衡量，采用消费的两个关键维度：汽车和住房购买。
- 企业的异质性（资产负债表上看财务状况）

$$y_{it} = \beta \cdot \text{Uncertainty}_{it_{t-4}} + \delta \cdot \text{AvgReturns}_{it_{t-4}} + X'_{it}\alpha + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- $y_{it}$ 是结果变量，如资本支出、就业和工资
- **研究结论：**企业层面的不确定性降低了总薪酬，特别是可变薪酬，工人减少了他们的耐用品消费作为回应。这种冲击还导致低收入者在金融方面更加脆弱；不确定性冲击可以通过家庭消费和储蓄决策显著影响当地经济活动。

## 11. Time-varying risk of nominal bonds: How important are macroeconomic shocks?

- **研究背景:** 随着时间的推移, 美国股市总回报率和名义政府债券回报率之间的相关性发生了显著变化。由于股票和债券在机构和个人投资者的投资组合中占有首要地位, 且股票和债券是紧密结合的两个市场, 利用模型解释它们的相互作用很有必要。
- **研究内容:**
  - 模型: 基于Bekaert等(2021年)的宏观经济动力学, 该模型容纳了消费增长和通胀数据的非高斯特征, 研究宏观经济(消费增长和通货膨胀)冲击对股票和债券收益相关性的时间变化的影响。
  - 研究了宏观经济冲击对股票和债券收益方差的影响。
  - 实证
- **研究结论:** 宏观经济冲击产生了较大的正或负的股票和债券收益相关性, 并解释了1970年代末到1990年代中期以及大衰退期间股票和债券收益的二阶矩。
- **贡献:** 是第一个证明仅从宏观经济(消费增长和通胀)数据中提取的冲击可以产生相当大的股票和名义债券收益相关性(包括正相关和负相关, 先前文献都只证明了正相关性); 第一次表明宏观经济因素可以在很大程度上解释实际债券收益的方差。

## 12. When Uncle Sam introduced Main Street to Wall Street: Liberty Bonds and the transformation of American finance

- 研究背景:** 二十世纪的头三十年见证了美国金融市场的转变。尽管商业银行贷款长期以来一直是美国金融中介活动的主要工具，但在20世纪20年代期间，证券市场变得越来越重要。第一次世界大战的驱动力在这些变化中发挥了重要作用，但由于缺乏分类数据，无法对其影响进行直接测试。本文利用独特的郡县级数据，首次对这一假设进行了实证分析。
- 为了资助其参与第一次世界大战，美国政府发行了一系列被称为自由债券的债务工具，这些债券面向机构和公众销售。在这一过程中，他们中的大多数人第一次拥有了证券。投资银行业也获得了宝贵的经验:通过参与这些活动，他们学会了如何向中等收入家庭推销金  
**自由债券对美** Outcome是商业银行总资产的对数、商业银行总存款的对数、  
**总数据或零散** 投资银行的对数，或者是c郡在t年是否存在投资银行的指示变量;Liberty是c郡发行自由债券的认购率  
**未有关实证量化分析** 的依据仅仅是参考汇
- 研究内容:** 使用1910年至1930年大田谷郡的年度面板数据来分析自由债券对商业和投  
资银行业的影响。  
$$Outcome_{c,t} = a + \beta_t Liberty_c \times Year_t + \theta X_{c,t} + \lambda_t FedDistrict_c \times Year_t + \gamma_c + e_{c,t},$$
- 研究结论:** 更高的自由债券认购率导致投资银行的增加和商业银行资产的收缩；在20世纪30年代末，居住在自由债券认购率较高的州的个人更有可能认购股票或债券资产。虽然它们是为了支持美国在第一次世界大战中的努力，但这些债券重塑了美国的金融发展，其贡献巨大。

### 13. Ripples into waves: Trade networks, economic activity, and asset prices

- **研究背景**：在一个联系日益紧密的世界中，冲击如何在各国传播是一个重要的研究问题。本文利用**国际贸易网络**揭示国家层面的冲击在全球宏观经济中传播的事实。
  - **涟漪效应**：描述一个事物造成的影响渐渐扩散的情形，类似物体掉到水面上，所产生的涟漪渐渐扩大的情形。
- **研究内容**：利用主权信用违约互换（SCDS）息差和国际贸易网络中的信息，为全球经济冲击的传播提供证据。
  - 两个自然实验（日本海啸和武汉COVID-19封锁）发现冲击从这两个国家会蔓延到其他国家，证明了贸易联系是冲击传播的一个重要来源（横截面回归来解释**进出口国的SCDS收益**，**自变量**为进口国家风险敞口-出口目的地信贷质量的变化）
- **研究结论**：提供了国家层面的信息通过SCDS市场的贸易网络流动的因果证据；贸易联系是冲击传播的重要来源；有关国家基本面的消息主要从进口国流向出口国，这依赖于贸易网络中的直接和间接联系，并因出口国的金融脆弱性而被放大。处于贸易网络边缘的国家，其立即反应较弱，滞后反应较强。

- **贡献：**本文专注于研究国家层面的国际贸易网络。
  - 首次从**宏观经济角度**证实了冲击传播网络理论对国家信贷/股票市场的因果重要性；
  - 利用金融数据来识别通过网络传播的宏观经济活动是另一个重要贡献；除了国内金融、宏观经济和制度因素外，本文发现**出口目的地的信用质量**也在决定SCDS扩散方面发挥着重要作用；
  - 本文还揭示了主权信用风险是如何在各国蔓延的。现有的大多数文献都集中在欧洲债务危机期间发生的主权信用风险溢出，这是一个高波动和动荡的时期。相比之下，本文表明，主权信用风险溢出**不仅存在于危机国家，也存在于正常时期**，而且这种溢出至少部分是通过全球贸易网络产生的。

## 14. Recovering the FOMC risk premium

- **研究背景**：联邦公开市场委员会（FOMC）会议对市场有重大影响。donovan and Wilson(2013)和Lucca and Moench(2015)发现，在会议前24 - 48小时的时间间隔内，投资者需要更大的风险补偿。人们关心的关键问题是，**FOMC的风险溢价是否因会议而异**。要回答这个问题，必须估计每一次即将召开的FOMC会议的风险溢价。本文提出了一种新的基于均衡资产定价模型方法来估计FOMC会议的风险溢价，利用标普500指数在FOMC会议后不久到期的期权来估计FOMC的风险溢价。
- **研究内容**：模型+实证
  - 模型：
    - ✓ 考虑一种资产，其价格将在即将发生的事件(例如，联邦公开市场委员会会议、收益公告、重要的经济新闻发布)之前发生波动。
    - ✓ 基于多状态的一期模型，从观察到的期权价格估计漂移大小
    - ✓ 然后，利用具有代表性的代理均衡模型来恢复每个可能状态的物理概率，以及与事件相关的资产的隐含风险溢价。
  - 实证：从期权价格中估计FOMC的风险溢价。
    - ✓ Option Metrics：1996年1月至2019年标普500期权定价数据。每年有8次FOMC例会，总共192次。

- **研究结论**: FOMC风险溢价在不同会议之间存在很大差异, 从1个基点到326个基点不等, 平均为45个基点。使用本文的联邦公开市场委员会风险溢价预测会议前后的样本外未来市场收益的 $r^2$ (衡量可预测性的指标)高达7.51%; 该方法还可以预测FOMC会议公告的平均漂移大小。本文发现, 在FOMC会议前后, 预测的平均向上漂移大小为101个基点, 预测的平均向下漂移大小为129个基点, 与实际实现的平均漂移大小基本一致。
- **贡献**: 通过提供一种新颖的方法来估计风险溢价和预测由FOMC会议而产生的回报, **与现有文献隐含假定FOMC风险溢价不变相反**, 本文的结果表明, FOMC风险溢价在不同会议之间存在很大差异; 探讨了FOMC会议和衍生品市场行为之间的关系。

## 15. Multivariate crash risk

- **研究背景:** 到目前为止, 有关资产定价的研究要么关注股票的单变量崩盘风险(如崩盘概率、在险价值或预期亏空), 要么关注其与市场的双变量崩盘风险(如下行贝塔、尾贝塔或期权隐含的熊市贝塔)。然而, **股票对市场崩盘的敏感性和其他风险因子的极端下行风险还未被验证。**
- **研究内容:** 研究多元崩盘风险与股票收益横截面之间的关系
  - 提出了一种新的系统风险度量方法MCRASH, 将股票的MCRASH**定义**为给定在同一时间点至少有一个风险因子实现了左尾事件条件下股票实现左尾事件的条件概率。
  - 研究多元崩盘风险与股票预期收益之间的理论关系
  - 实证验证: 标准的copula方法来获得MCRASH的估计, 1965 - 2018年个股收益率
- **研究结论:** 本文研究了多元崩盘风险(MCRASH)是否被定价, 并通过实证验证了MCRASH对未来股票平均收益有显著的正影响, 高MCRASH股票的未来收益显著高于低MCRASH股票。这种溢价不能用线性因子暴露、替代下行风险指标或股票特征来解释。将基于市场的崩盘风险定义扩展到其他成熟的因子, 有助于确定预期股票收益的横截面, 而无需进一步扩大因子动物园。
- **贡献:** 对资产定价中的下行和崩盘风险的理论和实证文献做出了贡献。研究结果表明, 将系统下行风险的测量扩展到多个因素, 捕捉已知因子的非线性极端依赖有助于更好地理解股票预期收益的横截面。此外, 本文贡献了有关非线性依赖测度在金融中的应用的文献。

## 16. Market efficiency in the age of big data

- **摘要**：现代投资者面临着一个高维预测问题：成千上万的可观察变量可能与预测相关。根据这一事实，我们重新评估了关于市场效率的传统观点。在我们的均衡模型中， $N$ 种资产的现金流增长率是 $J$ 公司特征的线性函数，但系数未知。风险中性贝叶斯投资者在估计模型的 $J$ 系数并将其用于资产定价时会施加**收缩或稀疏**。如果 $J$ 和 $N$ 在规模上具有可比性，则事后回报率是可预测的。市场效率的样本内检验以高概率拒绝了不可预测的原假设。相比之下，样本外测试保留了它们的经济意义。
- **背景**：在 $J$ 小而 $N$ 大的低维环境中，投资者可以高精度地估计预测模型参数。在现实中，投资者面临着无数潜在的预测变量。随着潜在预测因素的维度不断增加，投资者的学习问题变得更加困难，均衡价格的真正属性也会发生变化。为了在预测模型中使用这些信息源，投资者必须估计这些信号与未来现金流之间的关系，这是一个高维的学习问题。基于优化样本外预测性能的目标，**正则化**让投资者权衡降低某些信息的权重。根据贝叶斯解释，风险中立的贝叶斯投资者在估计模型的 $J$ 系数并将其用于资产定价时会施加收缩。**收缩**反映了信息先验信念，降低了估计误差分量，但它也低估了 $J$ 个预测因子中的预测信息。
- **内容**：
  - 高维环境的贝叶斯定价
  - 渐近分析：分析 $N, J \rightarrow \infty$ 时资产价格的性质（高概率拒绝原假设）
  - 有限样本分析：模拟（ $N = 1000$ ，让 $J$ 从1变化到接近1000）
  - 实证应用

- **结论**：在高维环境下，对市场效率的明显排斥可能只是投资者对数据生成过程中涉及数千个预测变量的参数缺乏精确了解的意料之中的结果。当投资者面临许多可能的资产现金流预测因素时，收益可预测性的样本内检验失去了其经济意义。随着潜在预测因素的维度不断增加，投资者的学习问题变得更加困难，均衡价格的真正属性也会发生变化。即使在**没有风险溢价和行为偏差的情况下，通常的收益不可预测的零假设也不适用。**

正则化是广泛应用于机器学习和深度学习中的技术，它可以改善过拟合，降低结构风险，提高模型的泛化能力，有必要深入理解正则化技术。

### 奥卡姆剃刀原则

奥卡姆剃刀原则称为“如无必要，勿增实体”，即简单有效原理。在机器学习中，我们说在相同泛化误差下，优先选用较简单的模型。依赖于该原则，提出了正则化技术。

### 什么是正则化及正则化的作用

正则化是在经验风险项后面加上正则罚项，使得通过最小化经验风险求解模型参数转变为通过最小化结构风险求解模型参数，进而选择经验风险小并且简单的模型。

$$R(f) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n L(y_i, f(x_i)) + \lambda \Omega(f)$$

式中  $L(y_i, f(x_i))$  是经验风险项， $\Omega(f)$  是正则项， $\lambda$  是正则化参数。

简单的模型拟合程度差(偏差大)，泛化能力强(方差小);复杂的模型拟合程度好(偏差小)，泛化能力弱(方差大)。