

股市不可能永远保持高于平均水平的表现。

由于多年来一直预示着熊市，许多人已经不再关注CAPE指标。这是不公平的，投资者应该再看看它。

CAPE指标，即周期调整市盈率（cyclically adjusted price/earnings ratio）因为耶鲁大学教授和诺贝尔奖获得者罗伯特·席勒（Robert Shiller）而出

名。当我们从更长远的角度

来判断它时——比如说，从互联网泡沫

的顶部开始——CAPE的预测是非常准确的。尽管从那之后股票的表现没有当时预期的那么差，但它们仍创下了美国历史上最糟糕的22年回报率之一。

CAPE类似于传统的市盈率，但分母不同。CAPE不使用过去一年的收益，而是使用平均过去10年通胀调整后的收益。席勒认为，这种替代大大提高了该比率的预测能力。

与市盈率一样，较高的CAPE读数表明市场估值过高。根据席勒的数据，自1881年以来，CAPE的最高水平是44.2，它于1999年12月出现在互联网泡沫的高峰期。在1990年代的繁荣时期之前，最高的CAPE读数出现在1929年崩盘之前的股市顶部，当时达到了32.6。

在今年1月股市创下历史新高时，CAPE为38.6。虽然这没有1999年12月的读数那么高，但仍高于1929年的崩溃前读数，并且高于席勒数据库中98.5%的所有其他月度读数。

CAPE和互联网泡沫

计量经济学

模型，该模型基于1881年至今的CAPE

值与标准普尔500指数

的实际（经通胀调整的）收益总和之间的相关性，计算了1881年之后22年中CAPE的准确程度。之所以选择这个时间框架，是因为这正是互联网泡沫顶峰期到现在的时间跨度。

在2000年初，该模型预测标准普尔500指数在接下来的22年中的实际总回报率为-0.6%，这是美国历史上从未见过的回报率。正如命运所愿，当年市场的实际实际总回报年化率为3.7%，比年化回报率高4个百分点以上。

仍悲观，但没那么悲观了

尽管市场的实际回报比模型预测的要好得多，但上述时间跨度仍然贡献了美国历史上最差的22年回报之一。事实上，根据席勒的数据，它比自1871年以来这一时间跨度的所有滚动周期中的85%以上还要糟糕。

换句话说，与未来22年股市将处于历史分布的零百分位的预测相反，股票实际上处于第15个百分位。在股市预测的混乱世界中，如此接近至少值得一提。

鉴于股票市场22年的实际回报率比模型预测的值高出不到两个标准差，因此可以在95%的置信水平下得出结论，模型的预测达到了目标。

未来的22年

如果我们不理睬该模型当前的看跌信息，根据CAPE目前的水平，计量经济学模型预测从现在到2044年，标准普尔500指数将产生3.1%的年化总回报率，低于历史平均水平6.6%的一半。

可以肯定的是，如果未来22年股市的实际回报率高于过去22年的预期，那么从现在到2044年股市总体上会表现良好。但这样去预期有一个圆满的未来结局似乎很危险，因为未来20年的股市完全有可能表现低于预期回报而不是超过预期回报。毕竟，股市不可能永远保持高于平均水平的表现。

不忽略CAPE所代表的看跌信息的另一个原因是，其他估值指标也有同样的表现。

这些指标具

有出色的长期记录，并

且建立在完全不同的理论基础上。以巴菲特指标

为例，它是股市总市值与国内生产总值

的比率。它以伯克希尔哈撒韦公司的首席执行官沃伦·巴菲特（Warren Buffett

）的名字命名，因为他在20年前曾发表评论称，该指标“可能是衡量（股票市场）估值在任何特定时刻的最佳单一衡量标准。”

较高的巴菲特指标值表明市场被高估。该比率目前处于历史分布的97%高位。

或者考虑所谓的“Q比率”，

它来自于已故的1981年诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾（James Tobin）的研究。它是指将总市

场价值除以公司的重置成本

。与CAPE指标和巴菲特指标一样，较高的Q比率值表明市场被高估。目前Q比率高于历史读数的98%。

最重要的是，我们可能会走运，得到超越CAPE和其他估值指标预测的回报。但运气不是一种策略。

文 | 马克·赫伯特 (Mark Hulbert)

编辑 | 梁沐

版权声明：

《巴伦周刊》(barronschina)原创文章，未经许可，不得转载。英文版见2022年8月22日报道 “Stock Returns Will Be Tight Over the Next 2 Decades, According to This Time-Tested Indicator” 。

（ 本文内容仅供参考，投资建议不代表《巴伦周刊》倾向；市场有风险，投资须谨慎。 ）