

沃顿最新研究：从长远看，巴菲特是对的

2023年08月31日



从长远来看，投资回报率对公司市盈率的影响远远大于其盈利能力。这是沃顿商学院教授和合作者最新题为《投资回报决定论的回报：分解价格的横截面》（The Return of Return Dominance: Decomposing the Cross-section of Prices）的新论文的主要结论。这一发现与之前人们普遍认为的市盈率与未来盈利能力的关系比与未来投资回报的关系更密切的观点增加了一个部分相反的全新的维度。

该论文获得了沃顿商学院雅各布斯-利维股权管理研究中心为定量金融研究领域颁发的2023年最佳论文奖，并将在9月的定量金融前沿会议上公开颁奖。

沃顿商学院金融学教授肖恩·迈尔斯（Sean Myers）与南加州大学马歇尔商学院的里卡多·德拉奥教授（Ricardo De la O）以及伦敦城市大学贝叶斯商学院的金融学讲师韩晓（Xiao Han，音译）共同撰写了这篇论文。

迈尔斯表示：“这将集中在一段很长的视野中体现。并不是说高市盈率股票会立即给你带来非常糟糕的回报。但如果你长期跟踪这些公司，你会发现它们的回报比我们想象的要低得多。”该论文分析了1963年至2020年所有美国上市股票在10年滚动期内的估值。论文中的模型使用了行业基准和所有公司的平均市盈率来确定什么代表高市盈率。

市盈率并非由盈利能力推动

论文指出，估值比率“横截面离散”中有75%在未来投资回报的差异中有所体现，而剩余的25%反映在未来收益增长中。换句话说，在推动公司股票估值的驱动因素的影响力方面，投资回报是盈利增长的三倍。迈尔斯说：“公司之间市盈率的差异似乎主要预测了高市盈率公

司的未来回报率较低。.....而这并不意味着高市盈率公司会比同行有实际更好的盈利增长。”

迈尔斯说，很难解释为什么高市盈率股票的估值最初很高。“这些倍数非常高的股票并没有继续实现非凡的盈利增长。相反，我们看到的是，它们的价格只是随着时间的推移逐渐下降。这似乎表明，要么它们的价格一开始就太高了，要么存在一些事先没有确定的非常大的风险溢价。”

“看起来很贵的股票，或者市盈率很高的股票，其回报率似乎比想象的要低得多。”— 肖恩·迈尔斯

论文指出，与未来收益增长相比，股票市盈率的更大驱动因素要么是风险溢价（人们为某些股票支付更多的费用，因为他们对冲了特定的风险），要么是定价错误。该研究发现，在推动市盈率增高的过程中，对风险溢价驱动因素的支持不足。“基于风险溢价的模型很难与我们的结果相匹配，而基于错误定价的模型表现更好。”

“成长型公司”成长并不快

市盈率高，即股价相对于当前收益较高的公司，被称为“成长型公司”（growth firms）。迈尔斯说，如果这些企业的收益增长迅速，那么它们产生的投资回报将证明它们的高价是合理的。“但如果这些公司的盈利增长速度并没有比同行快，那么称它们为成长型公司是用词不当。因为它们实际上并没有比同行增长得更快，它们最终的投资回报更差。”

高市盈率的股票并不总是让投资者失望。迈尔斯说，如果投资者在股票上涨阶段时购买了它们，即在达到峰值之前以相对较低的价格购买，他们肯定会获得高回报。但从长远来看，这样的收益轨迹并不能持续。

他指出，“如果你等待的时间足够长，大多数公司的市盈率往往会随着时间的推移而趋于平衡。如果头几年出现暂时的上升，你可能会获得强劲的回报。但最终，当你进入第6年或第7年时，我们看到的是，平均而言，如果你观察5到10年的时间，大多数公司的市盈率会随着时间的推移而收敛。”

股票估值：十年一轮回

研究发现，有证据表明，以10年周期衡量，股市的扩张和收缩都是估值平衡的。迈尔斯说：“如果你在20世纪90年代初购买所有高市盈率的股票，并持有10年，你的投资回报会非常好，因为那是一段网络股泡沫的形成期。然而，在随后的10年里，随着网络泡沫破灭，如果你在2000年购买所有高市盈率公司的股票并持有10年，你的回报会比购买低市盈率股票糟糕得多。而再之后的十年里，高市盈率公司或苹果和亚马逊等被称为成长股的科技公司再次崛起。在最近的十年，随着科技股失去了早期的吸引力，这十年的价格出现了调整。”

如果成长型股票的回报率低于其高市盈率所代表的回报率，那么骰子就会转向市盈率相对较低的所谓价值股。价值股通常是沃尔玛、公用事业或银行等零售企业，它们有稳定的收入来源，但利润率不如成长股有吸引力。

迈尔斯说：“平均而言，以长期来衡量，价值股的回报率远高于成长股。高市盈率股票没有足够的基本面增长来证明其初始价格的合理性，因此你会看到长期内较低的回报。”

迈尔斯和他的合著者是偶然中发现了这个主题。在进行另一个研究项目时，他们决定检验传统观点，即公司的市盈率是其未来盈利增长的指标。他说：“我们在学校学到的是，企业市盈率的差异在很大程度上是由未来基本面增长的差异来解释的。但我们的研究并没能得到这个结果。我们以为自己在研究中犯了错误，所以开始对此进行深入研究。经过大量努力，我们意识到成长股的盈利增长速度并不比同行快。看起来股市在决定何为高市盈率公司时并不是特别有效。”

“我们的论文确实支持沃伦·巴菲特式的观点，即如果你购买市盈率较低的股票，在长期内会获得更高的回报。”——肖恩·迈尔斯

高市盈率必须高在增长

迈尔斯表示，之前有充分证据表明，高市盈率的公司收益高，利润丰厚。“然而，如果你的股价相对于你的收益来说很高，那么证明这一点的唯一方法不仅仅是拥有高收益，而是拥有不断增长的盈利。你需要盈利不断增长才能最终赶上你的股价。”

迈尔斯澄清说，早期研究的结果“仍然完全正确”——高市盈率公司确实比同行有更高的收入和更高的盈利能力。他说：“但他们的盈利能力增长或盈利的增长速度并不比同行高，这将意味着他们的价格相对于盈利看起来高得令人困惑。这种差距在很大程度上仍然是由投资回报的差异造成的。”

给投资者的警示

迈尔斯强调了他们的论文给投资者带来的主要收获。“如果你是一个长期的股票投资者，我们的论文确实支持沃伦·巴菲特式的观点，即如果你购买市盈率低的股票，通常会带来更高的投资回报。事实上，这些回报差异比我们之前想象的要大。”

投资者的另一个收获是可以对投资于高市盈率公司持怀疑态度。“当你看到一家公司的市盈率很高，比如50倍或70倍时，你真的相信它的收益会在未来5-6年内翻3-4倍吗？你必须规划出需要什么样的收益增长来证明这个价格是合理的。你是否看到过之前有业内公司或可比较的同行发生过这种情况吗？”

当然存在有特殊情况。“我们并不是说这是不可能的——尤其是个别公司的确增长得非常快——但平均而言，很难证明很多这样的高市盈率企业估值是合理的。除非有一些巨大的风险原因可以让你为这家公司支付大量资金——即使它会带来较低的投资回报——否则你可能需要重新思考你该投资哪里。你应该知道，当你购买这些非常昂贵的公司股票时，它们很可能不会发展到你最初投资时期期待的规模。”