



米国の企業収益動向

上席研究員 古金 義洋

○ドル高、原油安に加え、新興国経済悪化で企業の売上が減少

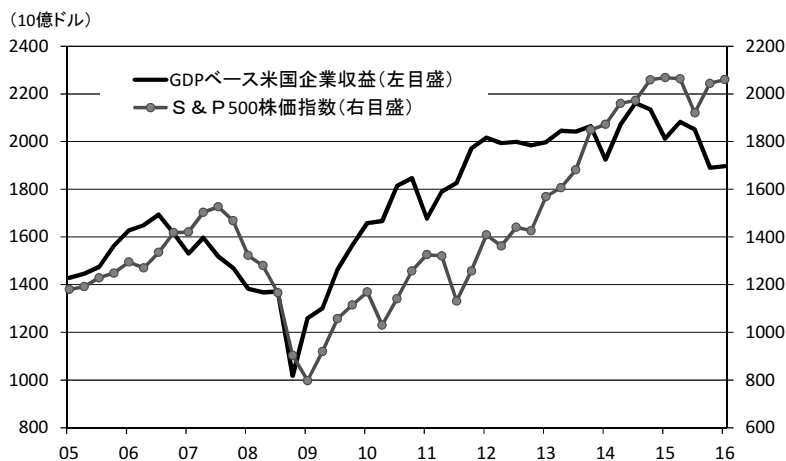
増加傾向を辿っていた米企業収益が頭打ちになっている。GDPベースの米企業収益は昨年10～12月に前期比7.8%減と大幅に落ち込んだあと、今年1～3月は同0.3%増と、ほとんど上向かなかった。振れはあるが、収益は14年7～9月をピークに減少傾向を辿っていることがわかる（図1参照）。

企業収益減少の第1の理由は売上が減少している点だ。製造業の売上高はピーク時の14年7月に比べ440億ドル減少し、製造業に小売・卸売業を加えた企業売上高も同760億ドル減少した。原油価格が大幅下落に転じ始めたのがちょうど14年7月、急速なドル高が進み始めたのも14年7月であり、原油安とドル高が米国企業の売上減少のきっかけになったようだ（図2参照）。

ただ、円安・ドル高が本来、売上高を押し上げるはずの日本でも、企業（法人企業統計ベース）の売上高は製造業、非製造業の双方で15年1～3月以降、減少している。新興国経済の悪化が日本の企業の売上を減少させた。米国においても当初は、原油安とドル高の直接的な影響が企業の売上を減少させたと考えられるが、その後は、原油安とドル高で新興国経済が悪化するなど、原油安と

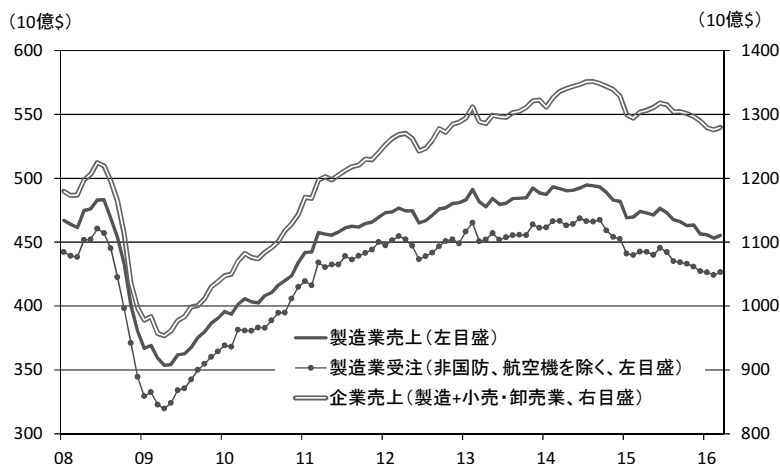
ドル高の二次的な波及効果が大きくなり、それら波及効果を含めた原油安・ドル高の悪影響が企業の売上を減少させているものと思われる。

（図1）米国の企業収益と株価



（出所）米商務省

（図2）米企業の売上高



（出所）米商務省



3月の売上高は製造業が前月比0.5%増、小売・卸売業を加えた企業売上高も0.3%増と増加に転じた。足もとの原油価格反発とドル安が効いているとみられるが、増加幅はごくわずかだ。売上の先行指標である製造業受注も全体では前月比1.1%増加したが、振れの大きい国防関連や航空機を除くと前月比増加率は0.4%増にとどまる。ドル高、原油安が一服したとしても、新興国経済悪化による世界経済の停滞は続いているため、今後、売上がどの程度回復するかは不透明だ。

○雇用コスト増加が収益を圧迫しており、景気の先行きも危うい状態

企業収益減少の第2の理由はコストが増加していることだ。売上減少のなかで、雇用や賃金が増加し、労働コスト（1人当たり賃金×雇用者数×1人当たり労働時間）増加が収益を圧迫している。労働投入量（雇用者×労働時間）の伸びは14年2.2%増、15年2.1%増のあと16年1～3月は労働時間の伸び悩みで前年比1.5%と幾分、伸びが鈍化した。底堅く推移している。

一方、労働需給逼迫を背景に、時間当たり報酬は増加し続けており、14年、15年の前年比2.8%増に続き、16年1～3月も2.8%増と堅調に増加し続けている。経済のパイ（GDP）は拡大しているものの、雇用者報酬の伸びがGDP（雇用者報酬+企業収益）の伸びを上回る状態が続いているため、企業収益が圧迫されている（図3参照）。

1990年代以降、雇用者報酬の前年比が名目GDPの前年比を1%ポイント以上上回ったのは、①

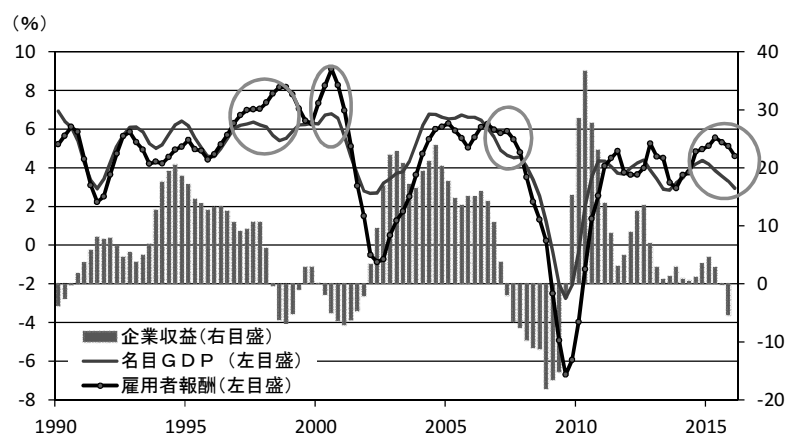
1997年第4四半期～98年第4四半期、②2000年第1四半期～同年第4四半期、③2006年第4四半期～07年第3四半期、の3回あった。今回が4回目だ。こうした現象は、景気拡大期の終盤から最終局面にかけて起こりやすい。

過去3回のうち、①では、景気は再び拡大したが、②、③ではリセッション入りとなった。①では、FF金利は1997年第2四半期以降、5.5%で据え置かれていたが、1998年9月以降、11月にかけて4.75%まで引き下げられた。早めの金融緩和政策への転換で、この時は、なんとかリセッションを免れたと考えられる。

一方、②、③では2001年3月、2007年12月に景気はリセッション入りした。②では、1999年6月から2000年5月にかけてFF金利は4.75%から6.0%まで引き上げられ、こうした引き締めが景気にマイナスに作用したようだ。2000年12月以降、利下げに転換されたが、結局、リセッションを免れることはできなかった。

③では、2004年6月から06年6月にかけてF

（図3）名目GDP、雇用者報酬と企業収益



（注）それぞれ3四半期移動平均前年比
（出所）米商務省・労働省



F金利は1.0%から5.25%まで引き上げられ、その後しばらく据え置かれた後、金融危機を受けて07年9月から利下げが実施されたが、金融市場混乱と住宅バブル崩壊の影響は大きく、やはり、リセッションを免れることはできなかった。

こうした過去の例からみると、現在の米景気はかなり危うい状態であると言えなくはない。再び金融緩和が実施されるのであれば景気拡大は続く可能性もあるが、逆に利上げが続けられればリセッション入りの可能性は高まると考えられる。

○行き過ぎたグローバル化や企業優遇への反発が強まっており、長期的に収益の足を引っ張るおそれ

以上のような短期的・景気循環的な側面だけでなく、長期的・構造的な面からみても企業収益は今後、伸び悩む可能性が大きい。

米大統領選挙では、大企業・富裕層重視、規制緩和推進、小さな政府・減税志向の共和党のなかにありながら、移民排斥、自由貿易反対、社会保障支出・公共投資拡大などを主張するトランプ氏の指名が確実になった。独

立系シンクタンクNEW AMERICAの政治アナリストであるLee Drutman氏の分析によれば、社会保障支出について削減を求める国民世論は全体の6%程度にすぎない(表1参照)。移民問題については、大幅増加あるいは多少増加すべきとする世論は全体の14%で、逆に大幅削減を求める世論が23%、多少とも削減すべきだという世論が20%で、国民の43%が移民削減を支持している。

トランプ氏の主張する「移民を減らし、社会保障支出を減らさない」という主張は、国民世論全体の4割(表1の太字部分)の主張に合致している。従来の共和党の主張とは全く相いれないが、世論の動きを反映した主張にはほかならない。11月の本選挙で、誰が大統領になり、どの党が議会で過半数を占めたとしても、政治や政策はそうした世論の動きに配慮せざるをえないだろう。

図4は米国の企業収益の長期的な動向を示したものだ。企業の税引き後利益の対GDP比(棒グラフ、右目盛)は1950~2000年までは6%程度を中心に、4.7~7.8%のレンジで推移していた(平均は5.8%)。しかし、2001年以降、同数値は大きく跳ね上がり、レンジは

(表1) 社会保障支出と移民についての米国の世論

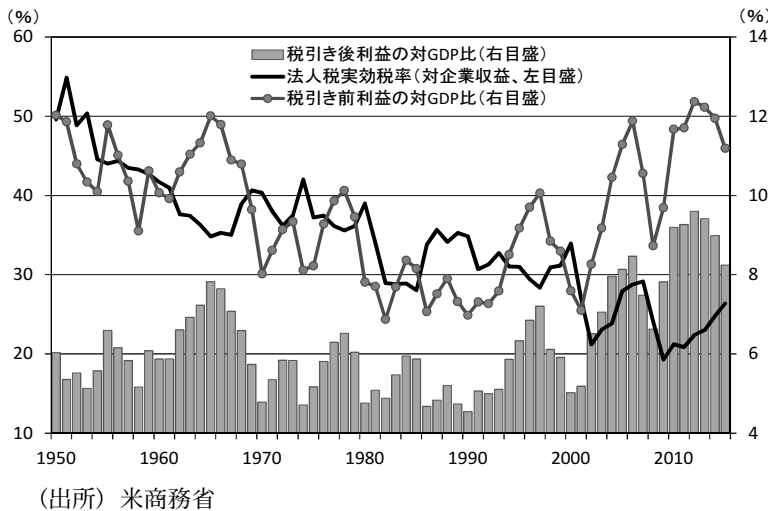
(%)

		社会保障支出			計
		増やすべき	現状維持	減らすべき	
移民	大幅削減すべき	13.0	8.1	1.4	22.5
	多少削減すべき	11.0	8.0	1.0	20.0
	現状通り	20.0	20.0	2.4	42.4
	多少増加すべき	4.4	4.7	0.8	9.9
	大幅増加すべき	2.1	1.8	0.6	4.5
	計	50.5	42.6	6.2	99.3

(注) 2012年世論調査を元にLEE DRUTMAN氏が作成
(出所) “What Donald Trump Gets About the Electorate”



(図4) 米企業の税引き前・税引き後利益と実効税率



6.6～9.6%に移行し、2001～14年平均では8.0%に上昇している。2000年代以降、資本（企業）への分配が多くなっているのは明らかで、利益拡大は結果として株価上昇などをもたらしたと考えられる。

税引き後利益の対GDP比の動きを、税引き前利益（対GDP比）と法人税率に分解してみよう。税引前利益の対GDP比は戦後から1980年代にかけて低下傾向を辿っていたが、90年代以降上昇に転じた。70年代までは政府の裁量的政策や再分配を重視する政策（ケインズ政策など）がもてはやされてきたが、82年のレーガン大統領登場などを契機に市場原理を重視した新自由主義的な思想が主流となった。さらに、冷戦終結に伴う1990年代以降のグローバル化の流れ、1990年代後半以降に強まったIT技術の急速な発展により、高賃金の国内労働者が低賃金の海外労働者やコンピュータに代替されるようになり、資本（企業）の分配が一段と高まった。景気循環に伴う振れはあったが税引き前利益の対GDP比が20%台に低下した1980年代に比べると、現在の水

準は明らかに高い。

一方、法人税率についてはどうか。米国の場合、法律で決められている法人税率は日本同様高いため引き下げるべきとの見方も多いが、実際に支払われている法人税の利益に対する比率（実効税率）はさほど高いわけではなく、戦後一貫して低下傾向を辿っている。パナマ文書をきっかけに企業や富裕層の税逃れの問題が浮上しているが、税金面で企業は実際には優遇されてきており、こうしたことに対する反感が広がっている。

米共和党の主張は基本的に市場原理主義やグローバル化の流れを後押ししてきた。しかし、トランプ現象からみても、行き過ぎた市場原理主義やグローバル化の流れに対する反感が強まっており、これは長期的に米国の企業収益の足を引っ張るおそれはある。ひいては株式市場にもマイナスに作用する可能性がある。