



「米国株式会社」は稼ぐ力を失っている？

調査研究部 研究員
古金 義洋

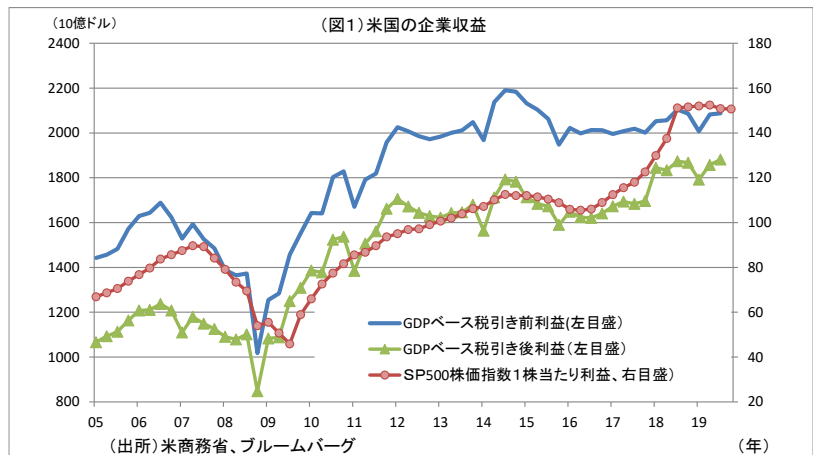
○米国企業の利益はこの7年間ほとんど増加していない

米国の株価は世界の株式市場を牽引する形で上昇傾向を続けているが、肝心の米国企業の利益はこのところほとんど増えていない。図1は企業の税引き前・税引き後利益（いずれもGDPベース）と株式投資のための指標としてのS&P500種株価指数1株当たり利益（過去1年の実績、ブルームバーグによる）の動きをみたものだ。

税引き前利益は2006年のピーク時から09年のボトムまで一時36%程度減少した後、14年にかけて約2倍に増加したが、14年頃の増加が一時的な上振れだったとみると、12年以降の約7年間の利益はほとんど横ばいだったといえる。

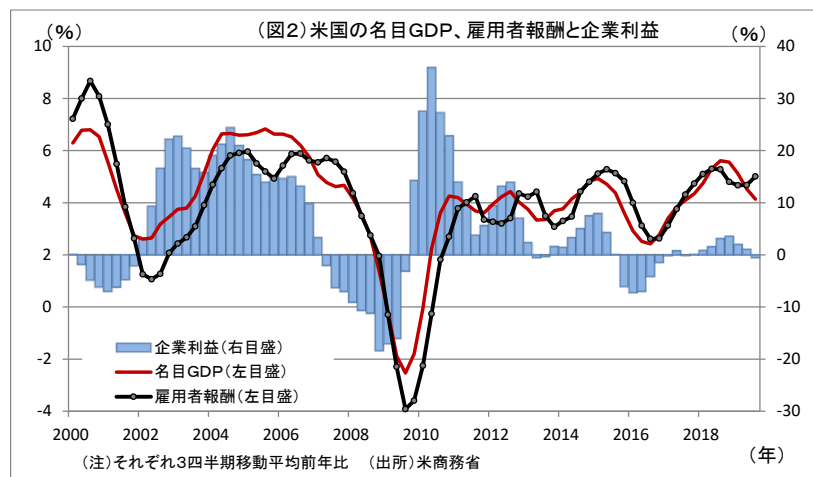
税引き後利益はトランプ政権の法人税率引き下げにより2018年以降の利益水準が1割弱押し上げられた。ただ、これは税率改正による一過性の押し上げにほかならない。S&P500種株価指数の1株当たり利益は税引き後利益の動きに多少遅れる形で連動しているが、18年後半以降は150程度でほとんど横ばいのまま推移している。

個別企業では確かに米国経済を牽引する「GAF A」の業績好調が目立つが、以上のような利益の動向をみると「米国株式会社」の稼ぐ力は停滞しているようにもみえなくない。また、GAF Aの利



益増加も他企業の利益を奪って稼いだものではないかとも思える。

米国のGDP（経済規模）は間違いなく増加している。名目GDPは2012年16.8兆ドルから19年（発表されている第3四半期までの平均）21.3兆ドルとなり、名目GDPは年率3%台と低成長ながらも7年間で3割弱増加している。この間、企業利益がまったく増加していないというのは奇妙なことであり、そうしたなかで株価が上昇し続けてきた（株価は7年間で2倍強に値上がり）のもまた奇妙





なことだ。

企業利益が増えていないのは、経済規模の拡大ペースが緩慢ななかで、その成果のうち労働者に分配される分が増えている（企業に分配される分が減っている）ことが原因と考えられる。

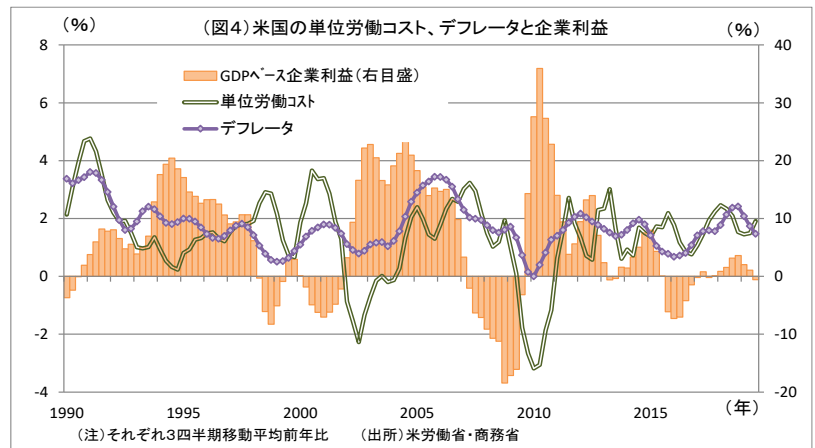
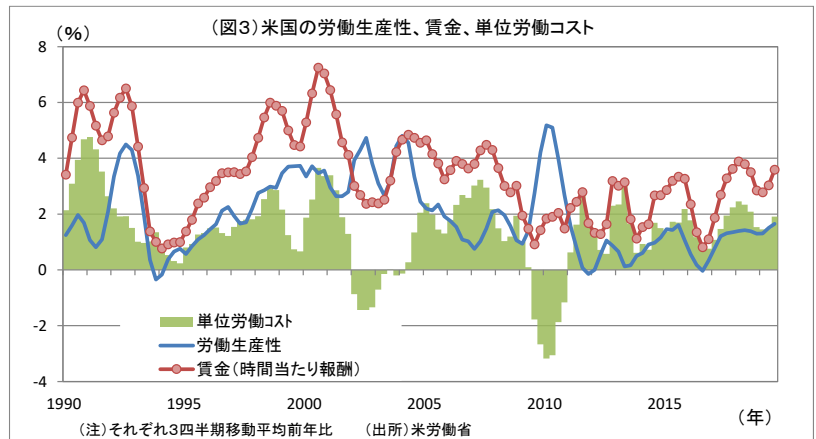
前頁図2は米国全体の生産活動の成果を示す名目GDP、そのうち労働者に分配される分である雇用者報酬と企業利益の関係をみたものだ。2002年～06年頃のように名目GDPの伸びが雇用者報酬の伸びを上回る状況では企業利益は増加している。

最近では、2013～14年頃や18年頃に名目GDPの伸びが雇用者報酬の伸びを一時的に上回った局面があったが、基調としては、雇用者報酬の伸び>名目GDPの伸びとなる局面が多い。直近19年7～9月は名目GDPの前年比増加率が3.7%と鈍化し、雇用者報酬の伸びは同5.1%と高水準のまま推移している。

○生産性の伸びが低い下で労働コストの増加分を製品価格に転嫁できず、利益が圧迫されている

雇用者報酬の伸びが名目GDPの伸びを上回っているということは、言い換えると、単位労働コスト（＝賃金÷労働生産性）の伸びがデフレーター（物価上昇率）の伸びを上回っていることになる¹。労働生産性、賃金、単位労働コスト、デフレーターの4指標から企業の利益動向を考えてみよう。

¹単位労働コスト＝賃金÷労働生産性＝賃金÷（実質GDP÷雇用者数）＝（賃金×雇用者数）÷実質GDP＝雇用者報酬÷実質GDP。デフレーター＝名目GDP÷実質GDP



米労働省の生産性統計によれば、労働生産性上昇率はリーマン危機以降、年率0～2%の低水準で推移している。最近7年間（2012年7～9月から19年7～9月）の年平均労働生産性上昇率は1.0%、19年7～9月までの1年間では多少上向いたが、上昇率は1.5%と低水準のままだ（図3参照）。

一方、賃金上昇率は同7年間の平均で2.8%だったが、直近1年間では3.7%と加速している。賃金の伸び加速は労働需給ひっ迫によるものだ。この結果、単位労働コスト上昇率（賃金上昇率から労働生産性上昇率を差し引いたもの）は、同7年間の平均で1.7%だったが、直近1年間では2.2%に加速している（図4参照）。

他方、デフレーター上昇率は7年間の平均



で1.5%、直近1年間でも1.3%と低水準で推移している。日本同様、価格競争が激しく、たとえコストが増加しても企業はそれを製品価格に転嫁しにくい状況が続いているようだ。

何らかの技術革新でもない限り労働生産性上昇率が低い状態は続くだろうし、労働需給ひっ迫下で賃金上昇率が労働生産性上昇率を上回り単位労働コストが増加する状態も続くだろうし、企業が労働コストの増加分を製品価格に転嫁できず、デフレーター伸びが低迷する状態も続くだろう。単位労働コストの伸び>デフレーター伸びとなるため、企業利益はこの先も伸び悩む可能性が高いとみられる。