未来公司利润增长和股票回报率的长期放缓

作者:Michael Smolyansky1

2022年9月6日

**未来公司利润增长和股票回报率的长期放缓**

迈克尔·斯莫利安斯基1

在过去二十年里，利率支出的下降和公司税率的降低大大提高了股票市场上市公司的公司利润。本报告的主要发现是，利息和税收支出的减少导致了标准普尔500非金融公司过去20年全部利润增长的三分之一。我认为，较低的利息和税收支出对公司利润的提振不太可能持续下去，这表明未来利润增长率明显下降，股票回报率也随之下降。

蓝线显示了标准普尔500非金融公司市值的实际增长，从2004年第4季度到2022年，该公司的年化增长率为5.9%：以红色显示的2014年第1季度净收入并不落后，增长率为5.4%。市盈率（P/E）倍数在这段时间内扩大，这一事实解释了市值增长率和净收入增长率之间的差异。

重要的是，这些计算只考虑了利息和税收费用降低对净收入的直接、机械影响。如果利息和税收支出没有减少，那么公司利润将以低2个百分点的速度增长，因此忽略了间接或一般均衡的影响。特别是，人们预计较低的利率和税率本身会刺激经济活动和息税前利润。从这个意义上说，如果利率和税率没有下降，息税前利润和净收入的实际增长率很可能会低于3.6%。7

息税前利润增长和销售额增长之间的差异（3.6%比2.0%）可归因于利润率的提高。换句话说，成本的增长速度慢于销售额。利润率的提高可能是由于全球化加剧，从国外采购更便宜的投入品。此外，就美国国内生产的产出而言，自2000年代中期以来，劳动生产率的增长，即每小时工作的实际产出超过了实际工资增长。9这意味着，对于给定的劳动力成本，企业能够生产更多的产出，这也可能有助于提高利润率。10

**公司利润和股票回报的长期前景**

上述分析对未来盈利增长和股票回报的可能轨迹有何影响？下面，我提出了一个论点，即利息和税收支出与息税前利润的比率不太可能进一步下降，这意味着未来净收入的增长大幅下降，股票回报率下降。我的分析侧重于长期前景和短期波动摘要。

净收入的增长只能来自以下来源：（1）利息支出相对于息税前利润（EBIT）可能下降，而这又只能由较低的利率或杠杆率的降低来推动；（2） 有效税率可能下降；或（3）息税前利润可能增长11

这就增加了公司通过降低杠杆率来降低利息支出的可能性。然而，降低杠杆率代价高昂。这将要求要么发行股权，稀释现有股东，要么偿还债务，这将涉及以股息或回购的形式向股东支付较低的支出。发行股票或降低派息都可能对股票回报有害。

其次，通过降低有效的公司税率，净收入可能会增加。虽然很难预测税法的变化，但在可预见的未来，降低企业税率似乎是不太可能的。如上所述，2017年《减税和就业法案》将法定公司税率从35%降至21%。税法的重大改革往往很少发生。此外，随着美国债务与GDP之比接近历史最高水平，通胀处于高位，以赤字融资降低企业税率的可能性似乎不大。事实上，作为最近通过的《降低通货膨胀法案》的一部分，15%的企业最低税率朝着相反的方向迈出了一步。

如果利率和税率不太可能进一步下降，那么净收入的增长只能来自息税前利润的增长。如果息税前利润增长率与过去相同，那么这意味着净收入的实际增长率约为3.6%，比过去二十年低约2个百分点。尽管有理由相信，即使是这种假定的增长率也可能有些乐观。首先，过去的息税前利润增长可能得益于利率和税率下降的刺激效应。由于预计利率和税率不会进一步下降，这一刺激渠道实际上被切断了。

此外，EBIT的增长只能来自销售增长或利润率的提高（即$${EBIT}={sales}\乘以{profit\Margin}$$，其中${profit\ Margin}={EBIT{/{sales]）$$。就销售增长而言，上述分析表明，从长远来看，销售增长率与GDP增长率相似是合理的。反过来，GDP的增长既可以来自劳动力规模的增加，也可以来自生产力的提高（即$${GDP}={total\hours\worked}\times{output\per\hour\worked}$$）。在这方面，人口老龄化和移民率下降的可能性可能会拖累劳动力增长，从而拖累未来几年的GDP和销售额增长。这意味着，要使息税前利润率以与过去相同的速度增长，生产力和利润率需要更快地提高，以抵消劳动力增长可能放缓的影响。当然，这种生产率和利润率的提高是否实现是一个完全开放的问题。

综上所述，上述分析表明，对公司利润长期实际增长率的合理预测可能在3%至3.5%之间，但可能更低。

这对股票回报意味着什么？在过去20年中，标准普尔500非金融公司的市值以接近6%的实际增长率增长。如果预计公司利润增长将大大低于过去，那么只有通过市盈率倍数的持续增长才能维持股票市场的表现。显然，这是不可持续的。如果市盈率保持在当前水平，那么股票价格只能以与利润相同的速度增长，这意味着实际增长率约为3%至3.5%。

这就提出了一个问题，即长期来看，市盈率倍数是否会平均保持在当前水平附近。撰写本文时，标准普尔500指数的远期市盈率约为17。16的值基本上等于2002年以来观察到的历史中位数（和平均数）水平。未来市盈率可能会在相同的历史中点水平上波动。另一方面，如果利润增长比过去慢，有充分的理由相信，市盈率倍数（随时间平均）会自己收缩。

其原因是市盈率倍数嵌入了对未来收益的预期。收益增长率降低意味着未来的整个收益流将降低。因此，投资者愿意支付的每美元当前收益的股票价格，即市盈率也应该更低。

当然，市盈率倍数也由贴现率决定，即市场贴现预期未来收益流以得出价格的比率。因此，如果折现率恰好下降到足以抵消预期收益增长放缓的程度，那么平均而言，市盈率可能保持大致不变。折现率反过来等于无风险利率加上风险溢价部分，后者补偿投资者持有股票的风险。如前所述，在新冠肺炎大流行期间，无风险率达到了其有效下限，并且几乎没有任何下降到该点以下的余地（实际上，它们最近有所上升）。因此，随着盈利增长预期放缓，只有风险溢价大幅下降才能阻止市盈率收缩。然而，简单地假设这种情况会发生是非常乐观的，因为不清楚什么会导致投资者愿意接受实质上更少的股票风险补偿。

因此，总体结论是，随着预期的利润增长放缓以及市盈率倍数的收缩，实际的长期股票回报可能会明显低于过去。

1.我感谢Andrew Chen、Emilio Osambela、Dino Palazzo、Francisco Palomino、Michael Palumbo、Steve Sharpe、Nitish Sinha和Gustavo Suarez提出的非常有益的意见和建议。返回文本  
2.我将金融公司排除在外，因为利息支出是它们的主要投入，而且在全球金融危机后，它们的杠杆率因监管改革而大幅下降。标准普尔500指数历史成分数据来自标准普尔道琼斯指数。这些数据填充的GVKEY字段可以追溯到2002:Q1，因此允许与Compustat合并。从后者中，我获得了季度公司层面的数据，然后进行汇总。返回文本  
3.我采用每个指标的四季度移动平均值，这意味着2002:Q4是第一个数据点。我将2004年第4季度作为索引，以避免夸大结果，因为在2001年经济衰退和9.11恐怖袭击之后的样本期早期，利润接近低谷。返回文本  
4.相比之下，本期标准普尔500指数整体的实际年化回报率为5.7%。返回文本  
5.由于利息支出可以免税，因此关注综合效应是有意义的。此外，值得注意的是，净收入等于折旧后的营业收入减去利息和税费，再加上特殊项目和营业外收入减去少数股东权益。在这里，我将利息和税收费用加回净收入，以得出EBIT的衡量标准。如果将息税前利润作为折旧后的营业收入进行计量，则所得增长率甚至更低，为3.3%。其他类似指标，如折旧前营业收入（EBITDA）和运营现金流，也增长了3.3%至3.4%。返回文本  
6.如果在2019年第4季度（新冠肺炎大流行之前）结束该系列，净收入和息税前利润之间的差异同样显著。在此期间，净收入实际增长3.8%，而息税前利润实际增长2.1%。返回文本  
7.这假设，观察到的利率下降至少有一部分是由于随意宽松的货币政策，不能完全归因于纯粹的结构因素，这似乎是合理的。返回文本  
8.尽管它们的平均增长率相似，但标准普尔500非金融销售增长比GDP增长更不稳定。返回文本  
9.我估计，从2004年第4季度到2022年第1季度，非农业商业部门的实际劳动生产率（每小时产出）增长了1.4%，而同期实际每小时薪酬增长了0.9%。返回文本  
10.这里的一个假设是，标准普尔500非金融公司的劳动生产率和工资率的增长速度与整个非农业商业部门的增长速度相似。返回文本  
11.也就是说，$${净收入}={息税前利润}-{利息\费用}-{税\费用}$$。  
因此，${净收入}={息税前利润}\倍（1-{利息\费用}/{息税前利润}）\倍（1-{有效\公司\税率}）$$。返回文本

请将本说明引用为：  
Michael Smolyansky（2022年）。“未来公司利润增长和股票回报率的长期放缓，”FEDS指出。华盛顿：联邦储备系统理事会，2022年9月6日，https://doi.org/10.17016/2380-7172.3167.

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-coming-long-run-slowdown-in-corporate-profit-growth-and-stock-returns-20220906.html>