The coming long-run slowdown in corporate profit growth and stock returns

Author:Michael Smolyansky1

Date:2022-09-06

Keyword:NA

Attachment:NA

From:[FEDSNOTES-working\_paper](https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-coming-long-run-slowdown-in-corporate-profit-growth-and-stock-returns-20220906.html)

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。  
首先，图1显示，自2000年代中期以来，相对于标准普尔500非金融公司的收益，利息和税收支出稳步下降。2事实上，在全球金融危机之前，利息和税收支出与息税前利润（EBIT）的比率相当高，徘徊在45%左右。截至2022:Q1，这一指标已降至26%。换言之，公司利润的一小部分现正支付给债权人和税务机关，从而使股东可以获得更多利润。  
图1.利息和税收支出占收入的份额  
笔记标准普尔500非金融公司的总价值。  
资料来源：Compustat；标准普尔道琼斯指数。  
可访问版本  
利息和税收支出相对于公司利润的份额下降的原因是什么？图2清楚地表明，一个关键的驱动因素是公司利率的下降，这在很大程度上反映了美国国债收益率持续数十年的稳步下降。2007年，就在金融危机之前，标准普尔500非金融公司面临的利率（以其利息支出与总债务的比率衡量）约为6%。到2019年底，在新冠肺炎大流行之前，这一指标已经下降到3.5%左右，到2022年第一季度，这一比例甚至进一步下降到3%。  
图2.公司利率  
笔记标准普尔500非金融公司的总价值。  
资料来源：Compustat；标准普尔道琼斯指数。  
可访问版本  
如图3所示，公司利率的大幅下降使得利息支出占收入的比例下降，即使公司杠杆率上升。  
图3.公司杠杆  
笔记标准普尔500非金融公司的总价值。  
资料来源：Compustat；标准普尔道琼斯指数。  
可访问版本  
此外，如图4所示，有效公司税率也有所下降。在金融危机之前的几年里，有效公司税税率（以总税收支出除以税前收入计算）平均约为30%。然后，在危机发生后的几年里，它们又略微走低。然而，在2017年《减税和就业法案》通过后，这一重大举措发生了，该法案将法定公司税率从35%降至21%。  
图4.有效公司税率  
笔记标准普尔500非金融公司的总价值。  
资料来源：Compustat；标准普尔道琼斯指数。  
可访问版本  
在过去二十年中，利息和税收支出的相对下降对收益增长的贡献有多大？图5试图回答这个问题。该图显示了标准普尔500非金融公司的各种实际增长指标（所有指标均使用GDP平减指数进行通货膨胀调整）。每个指标都按其截至2004年第4季度的值编制索引。3在每个指标的标签附近，我还报告了2004年第四季度至2022年第1季度期间的实际年复合增长率。  
图5.标准普尔500非金融公司的实际增长指标  
笔记标准普尔500非金融公司的总价值。  
资料来源：Compustat；标准普尔道琼斯指数。  
可访问版本  
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。  
通过这种设置，人们可以回答降低利率和税率对提高企业盈利能力有多重要的问题。绿线将税收费用加回到净收入上，从而导致4.1%的较低增长率。同样，如紫色线所示，当利息和税收费用都加回到净收入中时，所产生的增长率总体上要低得多，为3.6%。5这表明，如果利息和税收支出在息税前利润中所占份额没有下降（如图1所示），那么公司利润的实际增长率每年将下降近2个百分点（5.4–3.6=1.8个百分点）。换言之，利息和税收支出的相对下降在过去20年中占标准普尔500非金融公司全部利润增长的三分之一（1.8/5.4=1/3）。这是一个非常重要的贡献。6  
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  
图5的最后两行以橙色显示了标准普尔500非金融公司的实际销售额增长，以黑色显示了实际GDP增长。年增长率为2.0 pe