公司利润增长和股票回报率的长期放缓

作者:Michael Smolyansky1

在过去的二十年里，利率支出下降和企业税率降低大大提高了股票市场上市公司的企业利润。本报告的关键发现是，在过去二十年中，标准普尔500非金融公司的所有利润增长中，利息和税收支出的减少占了整整三分之一。我认为，较低的利息和税收支出对企业利润的提振不太可能持续下去，这表明未来利润增长明显下降，从而导致股票回报率下降。

蓝线显示了标普500非金融公司市值的实际增长，从2004年第4季度到2022年第1季度，非金融公司的年化增长率为5.9%。市值增长率和净收入增长率之间的差异可以用市盈率（P/E）倍数在这段时间内扩大的事实来解释。

重要的是，这些计算只考虑了利息和税收支出降低对净收入的直接、机械影响。如果利息和税收支出没有下降，公司利润的增长率会降低2个百分点，因此忽略了间接或一般均衡效应。特别是，人们可以预期，较低的利率和税率本身将对经济活动和息税前利润起到刺激作用。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甚至低于3.6%。7

息税前利润增长与销售额增长之间的差异（3.6%与2.0%）可归因于利润率的提高。换句话说，成本的增长速度低于销售额。利润率的一些提高可能来自于从国外采购更便宜的投入，这是全球化加剧的原因。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，这也可能有助于利润率的提高。10

**公司利润和股票回报的长期前景**

上述分析对未来可能的盈利增长和股票回报轨迹有何影响？下面，我提出的论点是，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，这意味着净收入的增长将大幅下降，股票收益率也将下降。我的分析侧重于长期前景，并从短期波动中抽象出来。

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可能会下降，而这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

这增加了公司可能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，以股息或回购的形式向股东支付较低的报酬。无论是发行股票还是降低派息都可能对股票收益有害。

接下来，净收入可能会通过降低有效公司税率而增加。虽然很难预测税法的变化，但在可预见的未来，降低企业税率的可能性似乎不大。如上所述，2017年的《减税和就业法案》将法定企业税率从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《通胀削减法案》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%，或比过去二十年低约2个百分点。尽管有理由相信，即使是假设的增长率也可能有些乐观。首先，过去息税前利润的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，息税前利润的增长只能来自销售增长或利润率的提高（即$$｛EBIT｝=｛销售｝\times｛利润\利润｝$$，其中$${利润\毛利｝={EBIT}/｛销售}）$$。就销售额增长而言，上述分析表明，从长远来看，可以合理地预期销售额将以与GDP相似的速度增长。反过来，GDP的增长既可以来自劳动力规模的增加，也可以来自生产率的提高（即$$｛GDP｝=｛总工时｝｛times｛每工时产出｝$$）。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，进而拖累未来几年的GDP和销售额增长。这意味着，为了使息税前利润以与过去相同的速度增长，生产率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，对企业利润长期实际增长率的合理预测可能在3%至3.5%左右，但可能更低。

这对股票回报意味着什么？在过去的二十年中，标普500非金融公司的市值实际增长率接近6%。如果企业利润增长预期将比过去大幅放缓，那么这种股市表现只能通过市盈率的持续扩张来维持。显然，这是不可持续的。如果市盈率保持在当前水平，那么股价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，即市盈率倍数在长期内是否会保持在当前平均水平附近。在撰写本文时，标普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值（和平均值）水平。未来市盈率倍数可能会在相同的历史中值水平上下波动。另一方面，如果利润增长比过去慢，那么有充分的理由相信，市盈率（随时间平均）本身会收缩。

原因是市盈率倍数嵌入了对未来收益的预期。收益增长率的降低意味着未来的整个收益流都将降低。因此，投资者愿意支付的每一美元当前收益的股价，即市盈率也应该更低。

当然，市盈率倍数也由贴现率决定，即市场对预期未来收益流进行贴现以得出价格的比率。因此，如果贴现率恰好下降足以抵消预期的盈利增长放缓，那么市盈率平均可能保持大致不变。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，只有风险溢价的大幅下降才能防止市盈率的收缩。然而，简单地假设这种情况会发生是非常乐观的，因为尚不清楚是什么原因导致投资者愿意接受对持有股票风险的实质性补偿。

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，实际长期股票回报率可能会明显低于过去。

**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>