

# 米経済、生産性高い成長の達成へ



日興アセットマネジメント チーフ・グローバル・ストラテジスト  
フィンク直美氏

米連邦準備理事会（F R B）は2023年に発表したリポートで、「企業収益の伸びと株式リターンは長期にわたり鈍化する」との見通しを示した。その主張は19年まで30年間の実質的な企業利益の伸びの40%以上は法人税や金利の引き下げによるものだった。そのため米企業は収益拡大を過度に財政政策や金融政策に依存しており、その間の実質金利・税引き前利益（E B I T）の伸び率は実質国内総生産（G D P）成長率を下回っているという。

言い換えれば米企業にとって先進国の中で相対的に最も好調な収益拡大を達成するため、金融政策に頼ることができた。一方、米企業のロビー活動資金はコアコンピタンスを反映していないにもかかわらず、成果を上げている。利益の創出につながるイノベーションの代わりに、限界税率が過去最低水準まで引

き下げられてきた。その結果、米企業の株価収益率は過去数十年間2桁の伸びを遂げてきた。

だが今、米国は金融、財政面で岐路にあり緩和的な政策が繰り返されるとは考えにくい。F R Bは多くの先進国の中央銀行と同様に利下げに踏み切ったが、緩和サイクル全体がどのくらい持続し、どれほどの規模になるかははっきりしない。

それでも、新たに予想外のデフレ圧力が生じない限り、今回の利下げサイクルにおける金利の最低水準は、以前のサイクルほど低くはならないと考えるのがおそらく安全だ。

一方、米国の債務残高のG D P比率は貿易黒字を計上している欧州の主要国並みの水準に達している。しかし、米国はG D P比で120%に達する巨額債務を今後数年にわたって借り換えるため、海外投資家を引きつける上で十分に魅力的な高さの金

利を提示しなければならない。そのため、何らかの財政緩和策（歳出の拡大や減税など）は、過去数十年に比べ長期金利の混乱を招くリスクが高くなり、政府および企業の資本コストが高まることになりかねない。

米国の全要素生産性伸び率は今のところ日本はほとんど変わらない。ただ両者の主な違いは、日本は15年ほど前に底入れしてから徐々に上昇しているのに対し、米国では過去20年間に鈍化していることだ。

そのため限界金利の低下や減税は、生産性の高い企業とそうでない企業の投資収益に差が生じる環境においてほど、米企業が生産性を高めるインセンティブにはならなかったと言えるかもしれない。

すでに強力な資本力を持って

いる米国の指数に組み入れられている企業には多額の投資資金が流入しており、それらの企業の時価総額は拡大している。時価総額の大きいテクノロジー企業のバリュエーションには将来の開発力の拡大期待が織り込まれていることは無視できない。技術開発力への期待が高まる局面は賃金や投入物価が産出物価に比べて継続的に圧力を受けない経済だとも言える。

米国の生産性は、インフレ率、金利、法人税率が今よりはるかに高い水準にあった時期に急拡大してきた。指摘したいのは、テクノロジー企業の高いバリュエーションはいつまでも維持できる可能性があるということではない。物色対象が一部の銘柄に集中している今の状況が、将来的な成長創出源に対する期待

感を示唆している可能性があると思えることだ。

テクノロジー企業の収益拡大が唯一の要因であるとするれば、インフレ率や米国の金利はより高い水準で底入れする可能性が最も高い。限界的な減税がすべての企業利益を押し上げることはないかもしれない。

米国は1970年代と80年代に今より高いインフレ、金利、法人税の中、2桁の利益成長を遂げたことを思い出してみよう。当時、生産性の伸び率が5%近くに達していた。生産性を押し上げる道のりは平坦ではないかもしれない。しかし、粘着質なインフレと財政緩和策の縮小は新たな発明を生み出す可能性がある。その場合、恩恵は誰に？ 現時点ではそれが投資家の議論の中心にあるべきものであろう。