



米国企業の高収益体質はコロナ禍でより強化された

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

9月頃までの今年の米国株価は5%を超える調整が年間に1度もない記録的な年になると期待されていた。しかし、夏場以降にリスク要因が顕著に増加したことを受け、9-10月にかけて5%を超える調整と相成った。また、株価は単なる調整ではなく、大きな転機を迎えたと主張する学者、評論家、ユーチューバーも増加した。リスク要因を順不同で列挙すると、

- (1) 恒大集団の経営問題がリーマンショック並みの危機の起点になるリスク
- (2) インフレ率が一時的ではなくスパイラル的に上昇してハイパーインフレになるリスク
- (3) FRBのテーパリングにより金融引き締めが始まるリスク
- (4) 債務上限問題から米国連邦政府がデフォルトするリスク
- (5) 3.5兆ドルのインフラ投資法案など景気対策が成立せず財政の壁が景気の下押し圧力になるリスク
- (6) 世界的な半導体不足などサプライチェーンの混乱で自動車や電機の生産調整が長期化するリスク
- (7) 中国が社会主義に先祖返りして企業が赤字体質だったソ連時代の公社のようになるリスク
- (8) 地球環境保護運動がドグマ化して暴走し化石燃料が不足してエネルギー危機が発生するリスク
- (9) 人手不足
- (10) 1年で最も消費が盛り上がるクリスマスの頃に商品が枯渇し「(売り場の棚が)空っぽクリスマス」になるリスク
- (11) 以上のリスクが複合的に作用して米国が景気後退に入るリスク
- (12) 危機が表面化してもワシントンの政治が予防的に対応できないリスク

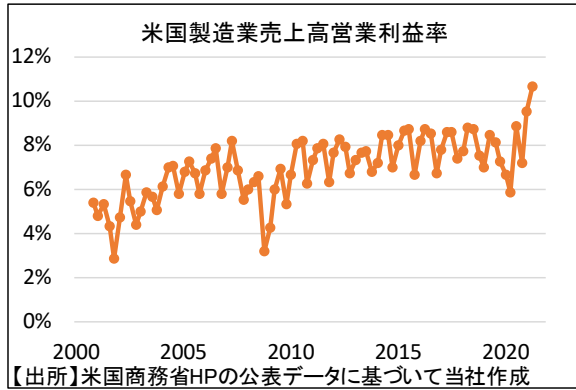
などだ。こうして列挙すると実に多い。

言葉で表現するとリスクの大きさが分かりにくい。「Fear Sells」と英語圏で言われる危機を煽って耳目を集め金儲けの手段にする業者や人もいる。しかし、以下リスク要因を個別にみると、ここでは統計値は示さないがリスクは大きなものではない。

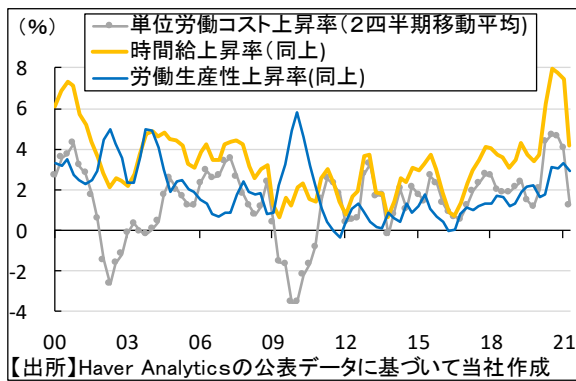
- (1) 中国のCDSはほとんど上がっておらず、中国崩壊論を声高に言う人は20年も前から言い続け外し続けている
- (2) と(3) 米国10年国債金利が1.3%から1.7%に0.4%上昇しただけ、これをハイパーインフレとは呼ばないし、物価連動債から算出される期待インフレ率はなかなか低下しないものの上昇は防止出来ている
- (4) 米国のCDSは微動した程度
- (5) IMF発表など2021年と2022年の米国GDP成長率見通しは微減した程度であり、クレジットスプレッドは低位で安定している
- (6) 原因はマレーシアやタイなどアセアンでのコロナ感染の増加による自動車や電機の部品工場の停止だが、日本と同様にコロナ感染が抑制され始めたことで工場での生産が再開した
- (7) 当事者である中国人はそのような意識は持っていないし、外国に財産を持って亡命する人もほとんどいない
- (8) このリスクは残っている。中国は空気浄化とCO₂削減のため石炭火力発電を停止して電力不足に陥ったが、一転して石炭生産を強化した。国によって対応は異なるが、脱炭素がドグマ化して暴走しエネルギー危機を放置する国は例外的な特殊な国と考えた方がよい
- (9) 詳細は後に見るが、人手不足に対応できるかどうかの問題であり、人手不足そのものを問題視する設定は正しくない
- (10) 今がもっと厳しく「#バイデンインフレーション」が流行語となる中、バイデン政権は物流の停滞に対し規制緩和など抜本的な対応策を打ち出した
- (11) 景気減速の主因となったコロナ感染が顕著にピークアウトし始め、クレジットスプレッドは低位で安定している
- (12) 政治の状況はもう何年も前から変わっておらず、ここ数カ月株価を押し下げた新たな要因とは考えにくいなどだ。

※本資料の使用に際し、最終ページの<本資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

経験則として不透明感な局面で打開する動きは常に米国から始まる。この視点で米国企業を見ると前向きな胎動が出ている。理論的に、時間給上昇率(賃金)－生産性上昇率＝単位労働コスト上昇率となる(左下図)。そして、単位労働コスト+単位マテリアルコスト＝物価上昇率となる。この式から分かるように、時間給(賃金)が上がっても労働生産性を伴っていれば物価上昇率は抑制できる。また、生産者物価が上がっても労働生産性の上昇で吸収すれば消費者物価に伝播しない。問題は、米国企業にこのような逆風を跳ねのける力があるかどうかなのだ。上記(9)で述べたが、逆風に対応できるかどうかが問題であり、逆風そのものを問題視する設定は正しくはない。野球やサッカーの試合でピンチになったからと言って、結論として負けたとする人はいくらなんでもいないだろう。



米国企業が人手不足による人件費の増加や商品市況の高騰による企業物価の上昇にどう対処したかは、損益計算書を見ればわかる。米国商務省は四半期ごとに製造業や小売業など一部の業種の損益計算書を公表する。サンプル調査で日本の内閣府が発表する法人企業統計とほぼ同じだ。直近は2021年4-6月期まで公表されている。この統計の売上高営業利益率を見たのが左の図表だ。コロナ禍での補助金などは「その他営業外収入」に計上されるため、これを除く企業の実力部分の収益力がここに出る。図の通りこれが2000年以降で最高水準にまで上昇しているのだ。製造業は、サービス業とは異なりコストに占める原材料費(マテリアルコスト)の比率が高い。これはサービス業と比較するとわかりやすい。例えばネイルサロンの総コストに占める原材料費は、塗料や筆ぐらいのもので、売上に占める比率はせいぜい数%だろう。企業物価の上昇に代表される原材料費やエネルギーなどコスト上昇の負担が大きい製造業で、このように売上高利益率が近年で最高水準にまで上昇しているのが事実なのだ。この高収益が実現した原動力は、人件費を含むコスト管理と生産性の上昇だと考えられる。



次に、製造業にサービス業も加えた非農業民間部門で人件費を含むコスト管理と労働生産性の動向を左の図で見てみよう。コロナ禍で時間給(黄色線)は大きく上昇したが、最も大きく上昇したのは2020年の4-12月で2021年に入ってからはかなり落ち着いた。そして、労働生産性の上昇(青線)も継続している。時間給上昇率から労働生産性上昇率を差し引いて計算される単位労働コスト上昇率(灰色線)は非常によくコントロール出来ている。

なお、日本では賃金が30年間横ばいだった事実が改めて注目されているが、米国ではこのように賃金は恒常的に2-4%をコアレンジとして上昇し続けている。そして、それは労働生産性上昇率との兼ね合いで企業収益を損なわないコスト管理が出来る範囲内での話だ。この傾向は、コロナ禍においても労働生産性が高まったことで、むしろ強化されている。言い方を変えると、賃上げと企業の高収益が同時に実現出来ている。

7-9月期の企業決算の発表が始まったが、最大の見所はこの米国企業のコスト管理、高い労働生産性、高収益体質が維持出来ているかどうかである。外部環境の悪化によるリスク要因の増加は既に見たが、外部環境の悪化を跳ねのける米国企業の高収益体質にも同時に目を向け、部分ではなく全体像を見るのが肝要だ。

日本では総選挙を控え、成長か分配かが政治の争点となっている。しかし、上記で見たように、米国企業は大きな逆風が吹く中で成長と分配、言い換えれば高企業収益と賃上げを同時に実現している。結論のない不毛な議論は止めて、素直に目の前にある手本から学ぶ姿勢が大事だろう。(脱稿 10月19日)

以上

<本資料に関するご留意事項>

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。