

2025 年 7 月 4 日
 米国経済

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View:6 月米雇用統計

労働市場は想定よりも底堅い。今後は小幅に軟化とみていたが横ばい圏で推移する可能性が高まった

要約

- 米労働省より発表された 6 月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数は、前月差 14.7 万人と市場予想(10.6 万人)を上回った(図表 1)。失業率は 4.1%と市場予想(4.3%)を下回った
- 引き続き、労働市場は市場の想定以上に底堅い。当初、労働市場は小幅に軟化する可能性が高いとみていたが、NY 連銀調査や足元でインフレ率が抑えられている可能性を鑑みると、横ばい圏で推移する可能性が高まった

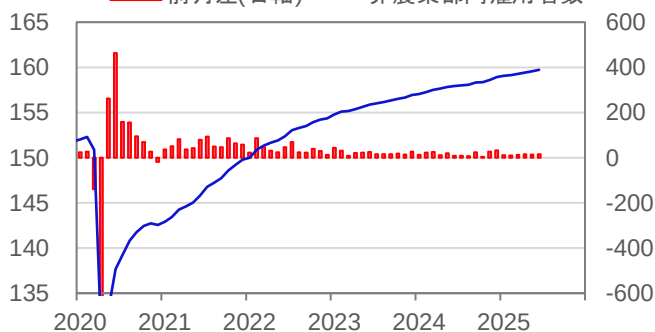
6 月米雇用統計:想定よりも底堅く FRB に利下げを迫る内容ではなかった

米労働省より発表された 6 月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数は、前月差 14.7 万人と市場予想(10.6 万人)を上回った(図表 1)。失業率は 4.1%と市場予想(4.3%)を下回った。引き続き、労働市場は市場の想定以上に底堅く、今月の結果は FRB に利下げを迫る内容ではなかった。[トランプ関税の影響整理と株価見通し](#) では、関税政策によるインフレ率の加速を通じて米景気は減速し、2026 年 Q1~Q2 までに失業率は 0.3%pt 上昇するとの試算が得られていると述べたが、この点については別途、章を改めて論ずる。

趨勢判断のために、3ヵ月平均値を見ると、雇用者数の前月差の軟化は3月で一服した様に見受けられる(図表 2)。また、業種別の雇用者数は、引き続き教育・ヘルスケアや娯楽等の労働集約的な業種での増加が顕著であった他、今月は政府部門も雇用者数増加に寄与した(図表 3)。世代別の労働参加率は、前月から概ね横ばいであった(図表 4)。平均時給の前年比は、3.7%と前月(3.8%)から低下した(図表 5)。

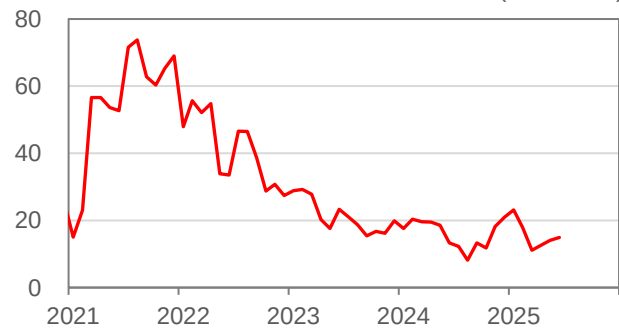
失業率については、自発的失業が増加したものの、その他の理由での失業が軒並み減少したために前月からは低下した。過去、景気後退期には恒久的失業が顕著に上昇する傾向があった。23 末からの変動要因の内訳を見ると、まだ深刻な上昇には至っていないが、ここもと、恒久的失業がやや上昇傾向であるため、動向を注視していく必要があろう(図表 6~7)。

(百万人) **図表1：非農業部門雇用者数の推移** (万人)
 ■ 前月差(右軸) ■ 非農業部門雇用者数



出所: Bloomberg

(万人) **図表2：非農業部門雇用者数の前月差推移**
 ■ 非農業部門雇用者数の前月差(3ヵ月平均)

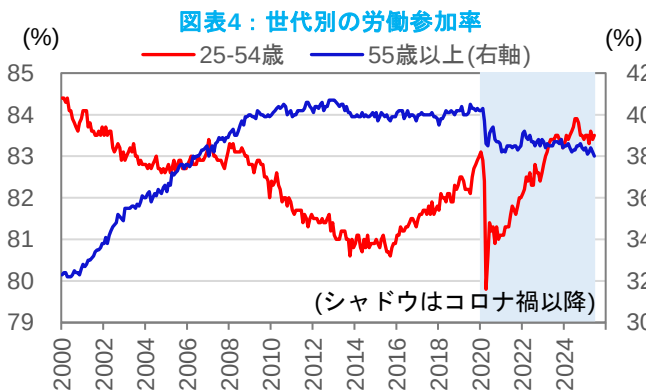


出所: Bloomberg

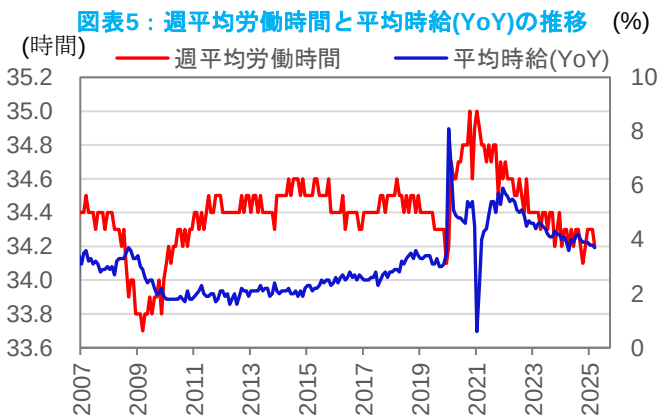
図表3：非農業部門雇用者数の前月差(業種別詳細)

単位：千人	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03	25/04	25/05	25/06
非農業部門雇用者	88	71	240	44	261	323	111	102	120	158	144	147
民間部門	40	33	208	-1	244	287	79	107	114	133	137	74
製品・生産	12	-18	32	-50	28	4	-11	24	5	2	-4	6
鉱業	0	-1	2	-1	2	-1	-3	4	-1	2	-3	-2
建設	11	23	30	1	6	15	-3	12	5	0	6	15
製造	1	-40	0	-50	20	-10	-5	8	1	0	-7	-7
耐久財	0	-40	1	-46	27	-15	-7	6	-2	3	-7	-5
非耐久財	1	0	-1	-4	-7	5	2	2	3	-3	0	-2
サービス	28	51	176	49	216	283	90	83	109	131	141	68
貿易・輸送・公共	-7	-7	31	-10	19	81	54	22	-8	-2	4	3
情報	-17	-7	0	-7	5	17	-4	0	-2	1	5	3
金融	-3	6	5	3	16	12	14	15	3	5	10	3
専門サービス	-16	-32	-16	-34	37	36	-35	15	-11	27	0	-7
教育・ヘルスケア	61	65	98	87	73	83	62	65	65	85	83	51
娯楽	9	26	51	9	54	47	-14	-34	45	18	29	20
その他	1	0	7	1	12	7	13	0	17	-3	10	-5
政府部門	48	38	32	45	17	36	32	-5	6	25	7	73

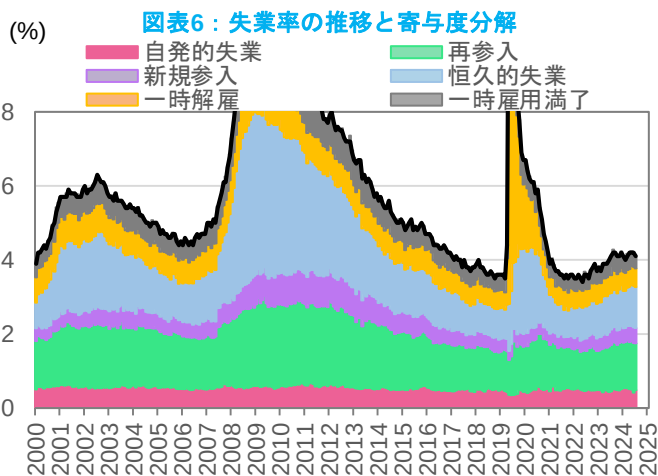
出所：Bloomberg



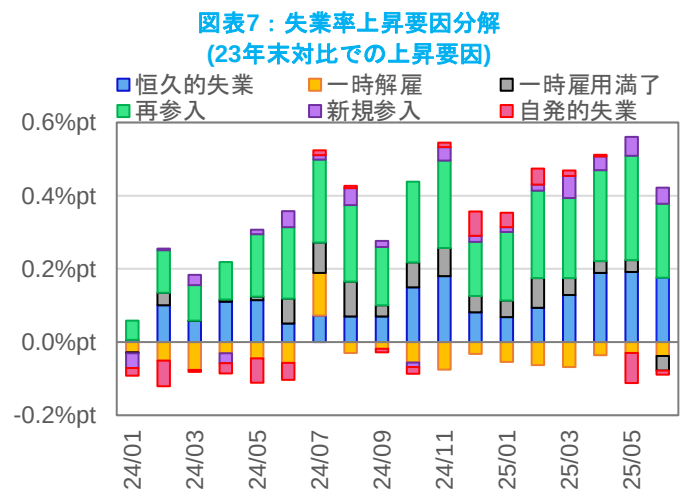
出所：Bloomberg



出所：Bloomberg



出所：Bloomberg



出所：Bloomberg

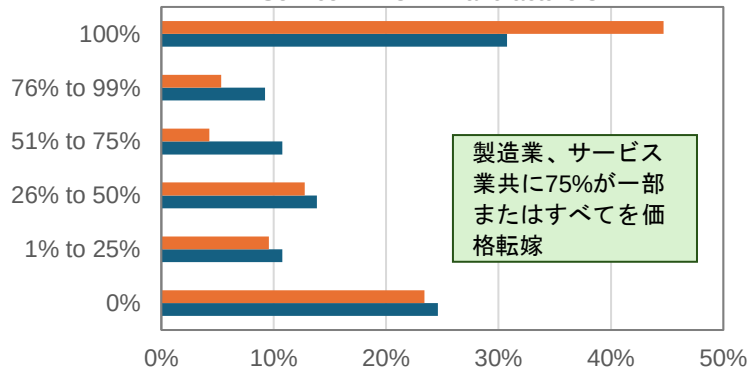
先行き：横ばい圏での推移が継続しよう

トランプ関税の影響整理と株価見通しでは、米関税政策は、インフレ率を押し上げ、それが個人消費を冷やすために米景気を減速させ、最終的に労働市場が軟調となるとのメカニズムがモデルから示唆されたため、それをメインシナリオとしてきた。しかし、足元の経済指標を見ると、インフレ率は加速せず、個人消費の冷え込みも限定的(5月の米小売売上高は例年以上に雨が多かったこと等も影響している可能性が高い)で、労働市場も堅調である。こうした状況に対する筆者の考え方を以下で整理した。結論を先述すれば、当初想定よりも楽観的な経済環境が実現し、インフレ率の上昇は抑えられ、失業率は横ばい圏で推移する可能性が高まったとみている。

まず、5月米CPIで議論した様に、NY連銀の調査(5/2～5/9 米中合意、関税違憲判決前)によると、米国の製造業、サービス業はいずれも75%程度が関税影響の一部または全部を価格転嫁している(ただし、全てを価格転嫁したと答えた企業は、製造業では30%、サービス業では45%程度)。関税を価格転嫁するまでに要した時間についての調査では、即日と回答した企業が、製造業では15%、サービス業では25%程度となった。一か月以内に価格転嫁が完了する企業の割合は、いずれの業種でも60%程度となった。以上を踏まえると、過半の企業が関税影響を一部価格転嫁しているものの、サプライチェーンの中で負担を分散しているために、CPIの加速が抑えられている可能性が高い(図表8～9)。

図表8：関税の価格転嫁率割合

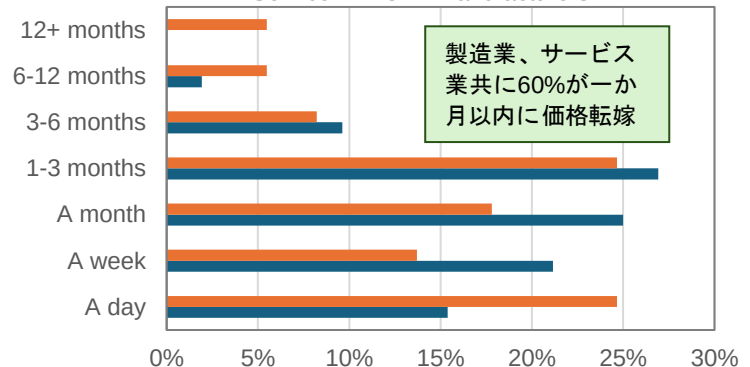
■ Service Firms ■ Manufacturers



出所: NY 連銀

図表9：関税を価格転嫁するまでに要した期間

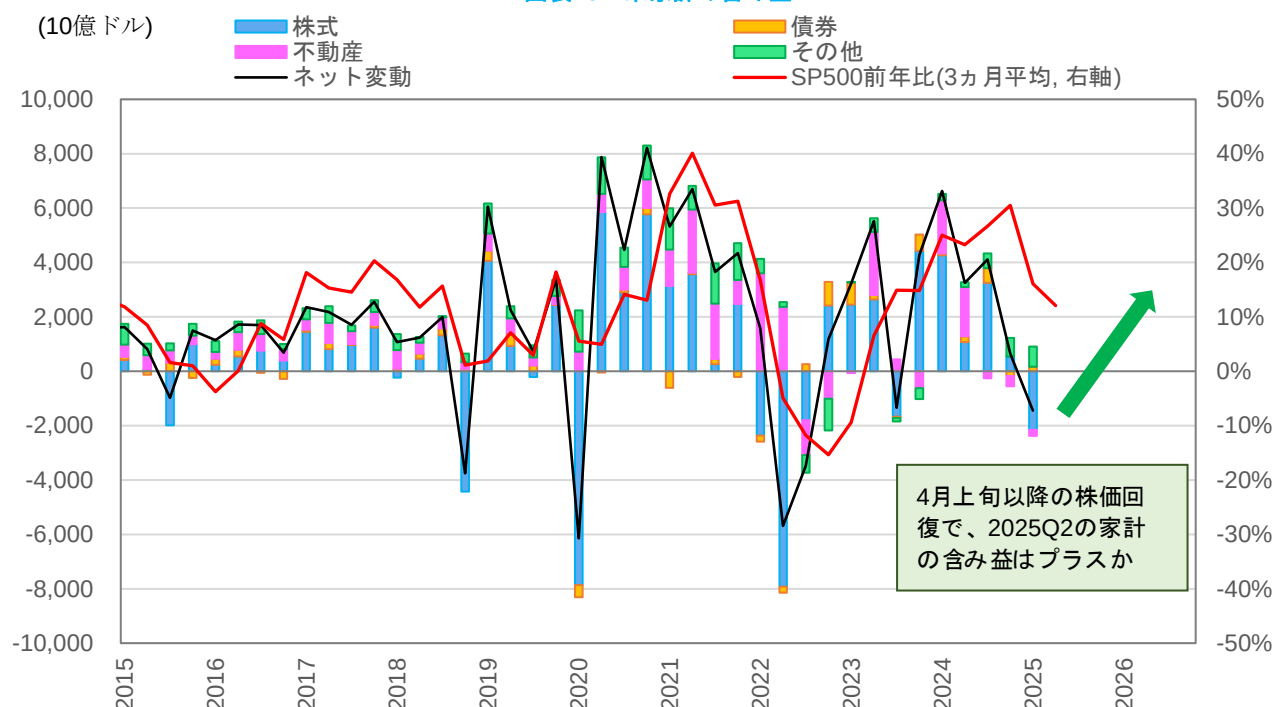
■ Service Firms ■ Manufacturers



出所: NY 連銀

企業が関税コストを負担しているとすれば、利益率の悪化を通じた企業業績の減速がリスクとなる。しかし、サプライチェーンの中で負担を分散しているとすれば利益率の悪化が抑えられている可能性があり、しかも、4月上旬以降の株高が個人消費を支えているとすれば、トップラインの伸びは利益率の悪化を相殺する効果があるだろう。これらはあくまで仮説であり、7月末以降本格化する日米決算を確認するまで断定できない点には留意したい。

図表10：米家計の含み益



以上を基に、最後に労働需給を確認する。まず欠員率は 2022 年初をピークに低下傾向であり、引き締めつつあることを示唆しているものの、過去の平均と比べると、低下余地が残っている(＝労働者不足)様に見受けられる(図表 11)。一方で、求人数－失業者数で労働需給を見ると、両者は拮抗しており、失業率の低下余地は限られている様に見受けられる(図表 12)。図表 3 で示した様に、教育・ヘルスケアや娯楽等の労働集約的な業種では雇用者数が増加していること、株高の資産効果で個人消費の減速が抑えられている可能性を考慮すると、全体として需給はひっ迫しつつあるものの、一部業種では労働需要超過状態にあり、欠員率が高止まりしているとの解釈が妥当とみられる。従って、今後は、欠員率は緩やかに低下していく可能性が高いものの、雇用者数は労働集約的産業がけん引する形で伸びていく可能性が高いとみる。

なお、ベバリッジ曲線によれば、欠員率が 4%を切ると、失業率が急速に上昇する傾向にある(図表 13)。欠員率の過度な低下は、景気後退局面で見られる典型的な現象だからである。ただし、過去、労働需給が引き締まった際には異なり、恒久的失業(倒産・リストラ等)による失業率の上昇は限定的であることから、企業はコロナ禍以降のシニア層のリタイアに伴う労働力不足への懸念から、過去と比べると、リストラに慎重になっている可能性が高い。欠員率が低下する中でも、失業率は低位に留まろう。

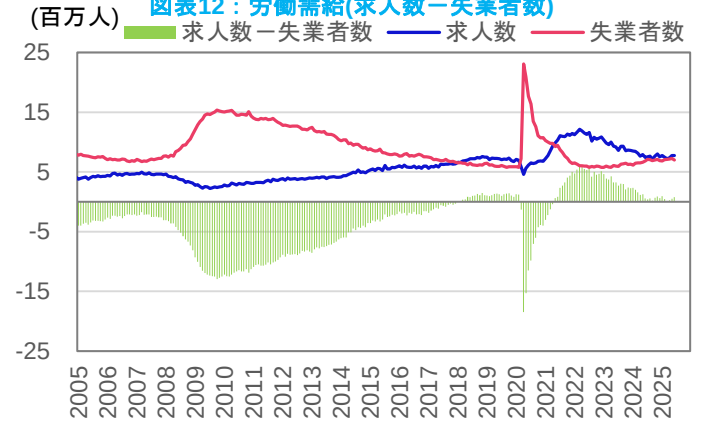
リスク要因としては、前述の通り、恒久的失業経由での失業率上昇である。企業が従来以上に解雇に慎重になっているとすれば、仮に解雇に踏み切る企業があった場合、当該企業は従来以上に切迫した状況に置かれていることを意味する。概して、失業率が悪化する際は急激に悪化する傾向にあるが、今後失業率が上昇する様なシナリオ(関税交渉がまとまらず、高関税が賦課され企業業績が悪化する等)が実現した場合、従来以上のスピードで労働市場が軟化する可能性があり、注意を要したい。横ばい圏での推移が継続する可能性が高いとみている。

図表11：欠員率の推移



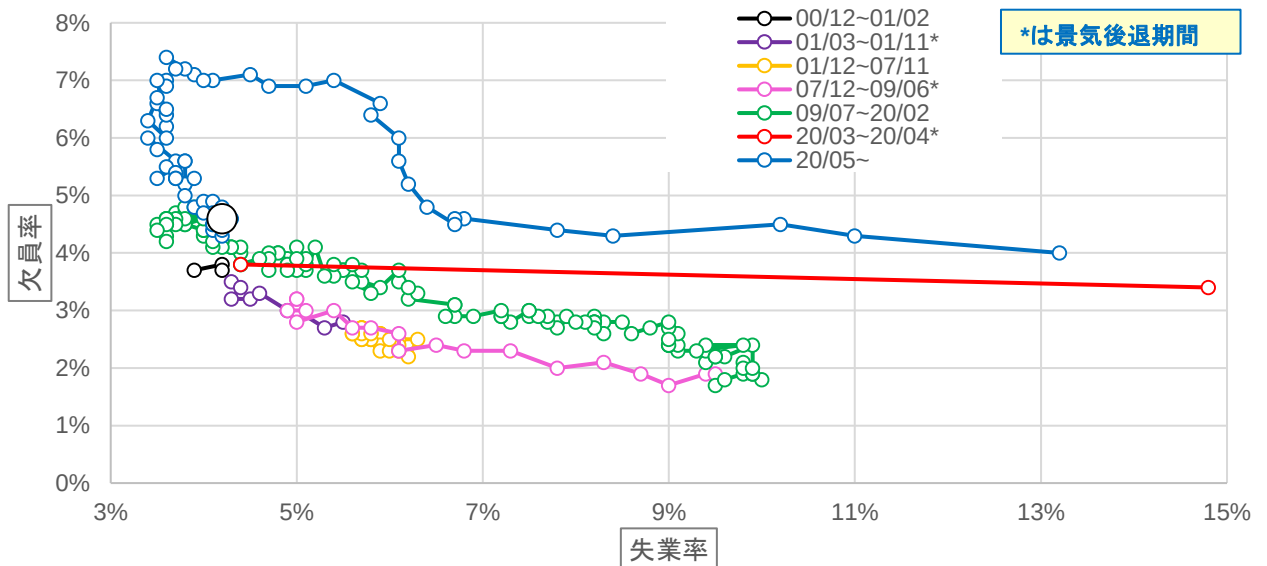
出所: Bloomberg

図表12：労働需給(求人数-失業者数)



出所: Bloomberg

図表13：ペバリッジ曲線



出所: Bloomberg

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3月24日～3月28日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 2
184	2025/4/11	日本株	日本株需給(3月31日～4月4日)
185	2025/4/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)
186	2025/4/11	米国経済	3月米CPI
187	2025/4/15	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 3
188	2025/4/15	コモディティ	25年3月WTI原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25年4月豪州概況
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4月7日～4月11日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4月14日～4月18日)
194	2025/5/1	日本株	日本株4月セクター動向と5月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏GDP統計
196	2025/5/7	欧州経済	25年4月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4月21日～4月25日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4月ISM製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5月FOMC
201	2025/5/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年5月)
202	2025/5/13	日本株	日本株需給(4月28日～5月2日)
203	2025/5/13	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 4
204	2025/5/14	米国経済	4月米CPI
205	2025/5/16	日本株	日本株需給(5月7日～5月9日)
206	2025/5/20	豪州経済	25年5月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5月12日～5月16日)
208	2025/5/26	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25年4・5月WTI原油先物価格
210	2025/5/29	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5月19日～5月23日)
212	2025/6/3	日本株	日本株5月セクター動向と6月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5月ISM製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25年5月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株5月レビューと6月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5月26日～5月30日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年6月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6月2日～6月6日)
221	2025/6/13	米国経済	5月米CPI
222	2025/6/19	米国経済	6月FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25年6月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6月9日～6月13日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25年5・6月WTI原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6月16日～6月20日)
228	2025/7/1	日本株	日本株6月セクター動向と7月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25年6月ユーロ圏物価動向