

2025年8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:7月米雇用統計

想定を下回った他、過去分も大幅に下方修正。9月利下げ機運が高まった

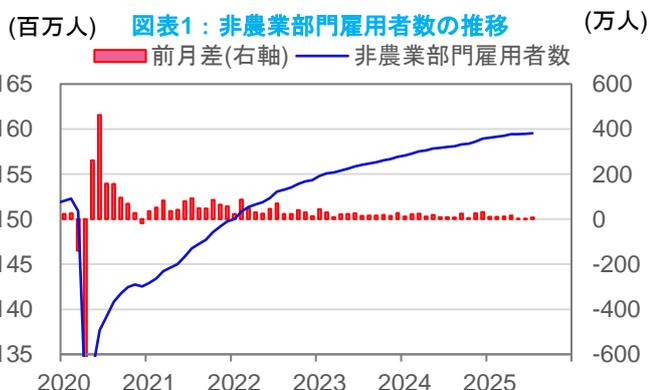
要約

- 米労働省より発表された7月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数は、前月差7.3万人と市場予想(10.4万人)を下回った(図表1)。失業率は4.2%と市場予想(4.2%)と一致した。前月差の伸びが鈍化していることは、労働市場がやや軟化していることを窺わせるが、失業率は低水準であり、単月の結果としては、米景気に対して悲観的になるような内容ではなかった
- 過去分の修正も踏まえると、これまでの数か月の”想定よりも底堅い”という評価は誤りであり、”弱含みが続いている”が妥当な評価となろうが、そうした評価の修正が必要だとしても、過度な懸念は不要であると考えている。短期的に重要なのは失業率であり、こちらは引き続き低水準

7月米雇用統計:想定を下回った他、過去分も大幅に下方修正。9月利下げ機運が高まった

米労働省より発表された7月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数は、前月差7.3万人と市場予想(10.4万人)を下回った(図表1)。失業率は4.2%と市場予想(4.2%)と一致した。前月差の伸びが鈍化していることは、労働市場がやや軟化していることを窺わせるが、失業率は低水準であり、単月の結果としては、米景気に対して悲観的になるような内容ではなかった。

しかし、5月～6月分の前月差の伸びについて、5月は14.4万人から1.9万人に、6月は14.7万人から1.4万人へと大幅に下方修正されることとなった。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が2025年1月以降継続している様子が窺える(図表2)。ここ数か月の米労働市場について、”想定よりも底堅い”という評価は誤りであり、”弱含みが続いている”が妥当な評価となろう。もっとも、そうした評価の修正が必要だとしても、過度な懸念は不要であると考えている。この点については章を改めて整理したい。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



業種別の雇用者数は、労働集約産業である教育・ヘルスケアの増加が引き続き継続しているが、娯楽はやや弱含んでいる。5月分と6月分の大幅下方修正の要因を確認すると、幅広い業種で下方修正となっているが、教育・ヘルスケアや娯楽、政府部門等、これまで雇用者数の伸びをけん引していたとみられていた業種での下方修正が顕著であった(図表3)。

図表3: 非農業部門雇用者数の前月差 (業種別詳細、上段: 当月の数値、下段: 過去2ヵ月の修正理由)

単位: 千人	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03	25/04	25/05	25/06	25/07
非農業部門雇用者	71	240	44	261	323	111	102	120	158	19	14	73
民間部門	33	208	-1	244	287	79	107	114	133	69	3	83
製品-生産	-18	32	-50	28	4	-11	24	5	2	-13	-13	-13
鉱業	-1	2	-1	2	-1	-3	4	-1	2	-4	-1	-4
建設	23	30	1	6	15	-3	12	5	0	2	3	2
製造	-40	0	-50	20	-10	-5	8	1	0	-11	-15	-11
耐久財	-40	1	-46	27	-15	-7	6	-2	3	-8	-13	0
非耐久財	0	-1	-4	-7	5	2	2	3	-3	-3	-2	-11
サービス	51	176	49	216	283	90	83	109	131	82	16	96
貿易・輸送・公共	-7	31	-10	19	81	54	22	-8	-2	-11	-22	11
情報	-7	0	-7	5	17	-4	0	-2	1	2	0	-2
金融	6	5	3	16	12	14	15	3	5	7	-2	15
専門サービス	-32	-16	-34	37	36	-35	15	-11	27	-23	-11	-14
教育・ヘルスケア	65	98	87	73	83	62	65	65	85	70	52	79
娯楽	26	51	9	54	47	-14	-34	45	18	27	4	5
その他	0	7	1	12	7	13	0	17	-3	10	-5	2
政府部門	38	32	45	17	36	32	-5	6	25	-50	11	-10

単位: 千人	25/05	25/06
非農業部門雇用者	-125	-133
民間部門	-68	-71
製品-生産	-9	-19
鉱業	-1	1
建設	-4	-12
製造	-4	-8
耐久財	-1	-8
非耐久財	-3	0
サービス	-59	-52
貿易・輸送・公共	-15	-25
情報	-3	-3
金融	-3	-5
専門サービス	-23	-4
教育・ヘルスケア	-13	1
娯楽	-2	-16
その他	0	0
政府部門	-57	-62

出所: Bloomberg

◎注意事項

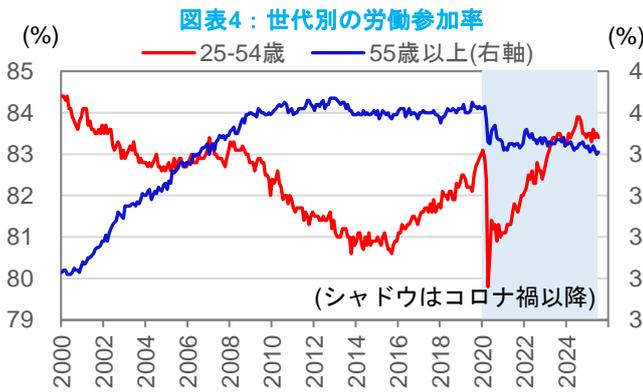
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



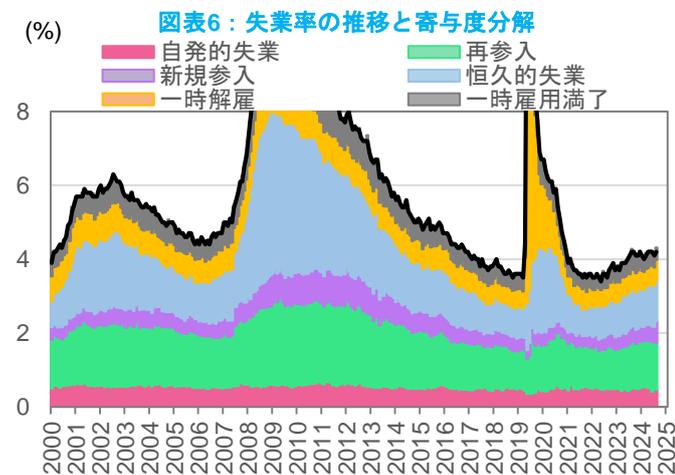
世代別の労働参加率は、前月から概ね横ばいであった(図表4)。平均時給の前年比は、3.9%と前月(3.8%)からやや加速した(図表5)。

失業率については、再参入や新規参入要因で増加しており、雇用者数の伸びが鈍化していることと整合的である。失業理由別では、恒久的失業が横ばいであった点はポジティブである。景気後退期には恒久的失業が顕著に上昇する傾向にあったが23年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。もっとも、ここも、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はあろう(図表6~7)。

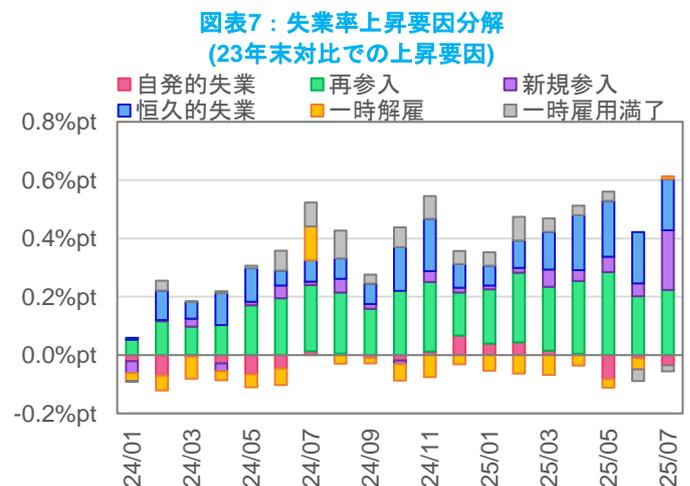


出所: Bloomberg

出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



先行き：短期的に重要なのは失業率

冒頭で述べた様に、現時点では、今月の結果を過度に悲観的に受け止める必要はないと考えている。雇用者数の伸びが鈍化しつつあることはネガティブであるが、それはあくまで長期的な視座に立った時に、米経済の成長率が鈍化する可能性があるという点でネガティブであることを今一度確認する必要がある。まず、コブ=ダグラス型生産関数を前提とすると、 $Y=AK^{\alpha}L^{\beta}$ (Y : 総生産量、 K : 資本ストック、 L : 労働投入量、 A : 全要素生産性) と表わせる。この生産関数に即して考えると、雇用者数の伸び鈍化が続けば、長期的には労働投入量が減少することとなり、結果として米経済の成長率が鈍化する可能性があり、この意味でネガティブではあるというのは正しいが、短期的に米経済の下押し圧力する効果は限定的である。なお、労働投入量が減少するとしても、必ずしも米経済の成長率が鈍化するとは限らないことは付言しておきたい。例えば、新規の雇用が減少している背景に、AI の活用を背景とした全要素生産の改善があるならば、その程度によっては米経済の成長率は長期的に改善方向へ向かう可能性もある。

一方で、現時点では、低水準を保っているものの、仮に失業率が悪化するとすれば、これは短期的に米経済を下押しする効果がある。失業率の悪化は、家計の所得減少を意味し、それが消費の減速を招き、企業業績の悪化が更なる失業率の上昇を招くという様な景気後退を引き起こす可能性があるからである。また、手元流動性確保のために株式などのリスク資産を売却する動きが強まり、資産価格が大きく下落する可能性もある。もっとも、この点については前述の通り、過去の景気後退期にみられた様な恒久的失業による失業率の上昇は限定的であり、憂慮すべき事態とはなっておらず、先行きの懸念も現時点では不要と考えている。最後にこの点を確認する。

まず欠員率は 2022 年初をピークに低下傾向であり、引き締まり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 8)。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 9)。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、株高の資産効果等もあり富裕層の高額消費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。今後は、両者の影響が相殺し合い、雇用者数の伸びは低い状態が継続する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 10)。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。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

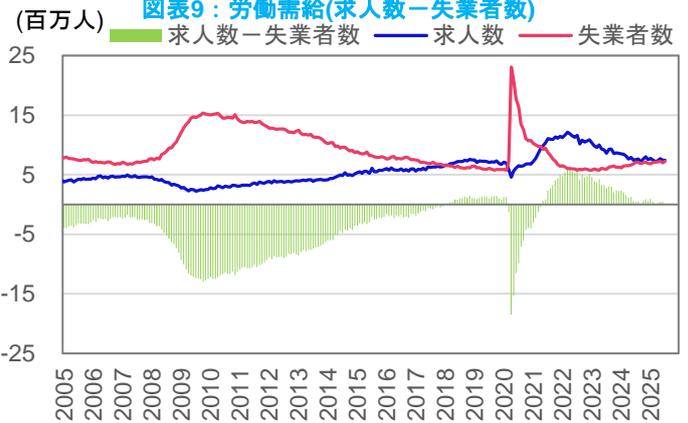


図表8：欠員率の推移



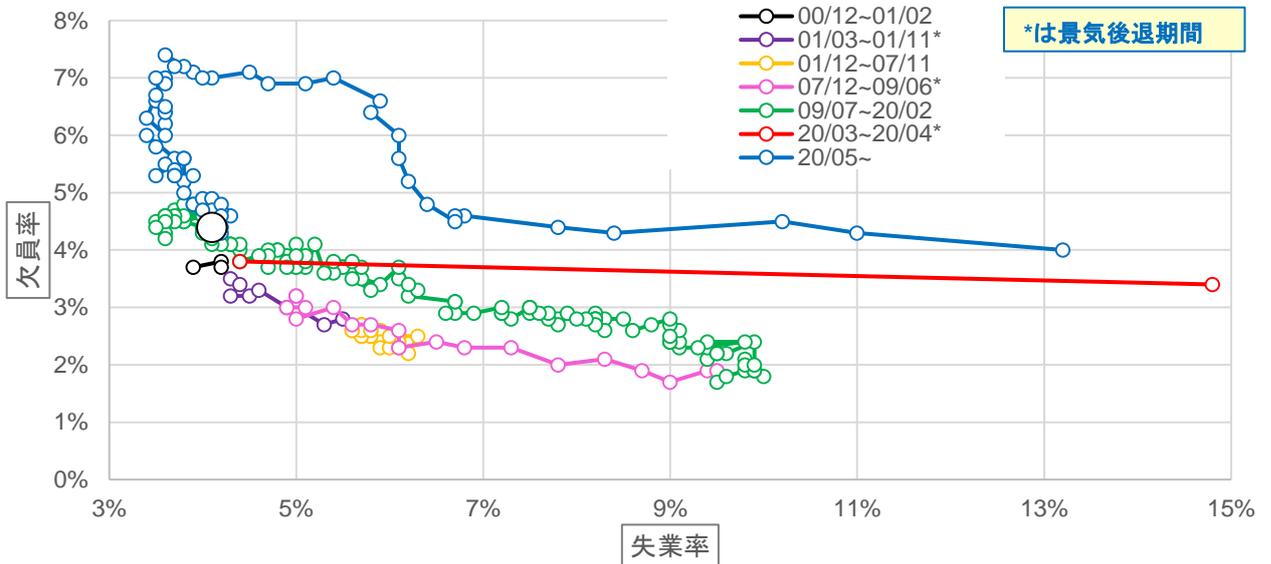
出所: Bloomberg

図表9：労働需給(求人数-失業者数)



出所: Bloomberg

図表10：ペバリッジ曲線



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



■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
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 分解から見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
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日~6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日~7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日~7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日~7 月 18 日)
241	2025/7/28	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/28	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/28	米国経済	7 月 FOMC

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。