

2025 年 12 月 17 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: 11 月米雇用統計

11 月は政府部門主導で軟化。ただし、労働市場の軟化は、米経済の弱さを示唆しない

要約

- 非農業部門雇用者数は、前月差+6.4 万人と市場予想(+5.0 万人) を上回った。失業率は 4.6%と市場予想(4.5%) を上回り、前月から上昇した
- 米労働市場の弱さは米経済の弱さとイコールではないと考えている。今後、一層、労働市場は軟化する可能性があるものの、高スキル人材の需要が底堅い限りは、過度に悲観的となる必要はないと考えている

11 月米雇用統計(概要): 政府部門主導で軟化

米労働省より発表された 11 月の雇用統計において、非農業部門雇用者数は、前月差+6.4 万人と市場予想(+5.0 万人) を上回った(図表 1)。趨勢判断のために 3 ヶ月平均値を見ると、2025 年 1 月以降の軟化とトレンドが継続している(図表 2)。失業率は 4.6%と市場予想(4.5%) を上回り、前月から上昇した。

政府閉鎖の影響もあり、10 月のデータと同時に 11 月のデータが公表されたため、合わせてみると、直近 2 ヶ月間では、政府部門を主因とする労働市場の軟化が顕著であった。米政府効率化省の打ち出した早期退職プログラムは 9 月まで給与が支払われたため、10 月に前月差 15.7 万人、11 月に同 5 万人の大幅な減少となった(図表 3)。失業率については、9 月から 0.2%pt 上昇しているが、内訳をみると 0.17%pt が再参入要因である。10 月のデータが政府閉鎖の影響で欠損しているため推測にはなるが、政府部門退職者が 10 月に自発的失業者となり、その後も職探しを継続している結果、再参入にカウントされている可能性がある。

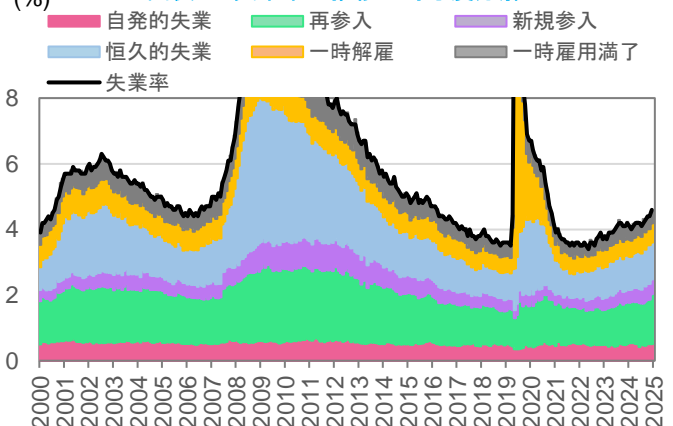
今後を展望すると、労働市場が軟化している理由は、雇用のミスマッチによるところが大きいとみており、構造的要因であるために、引き続き軟調な状況は継続するとみている。もっとも、米経済の K 字型経済化が進んでいることを踏まえると、重要なのは全体の動向ではなく、一部の高スキル人材動向であろう(詳細は P4 参照)。

(百万人) 図表1: 非農業部門雇用者数の推移



出所: Bloomberg

(万人) (%) 図表2: 失業率の推移と寄与度分解



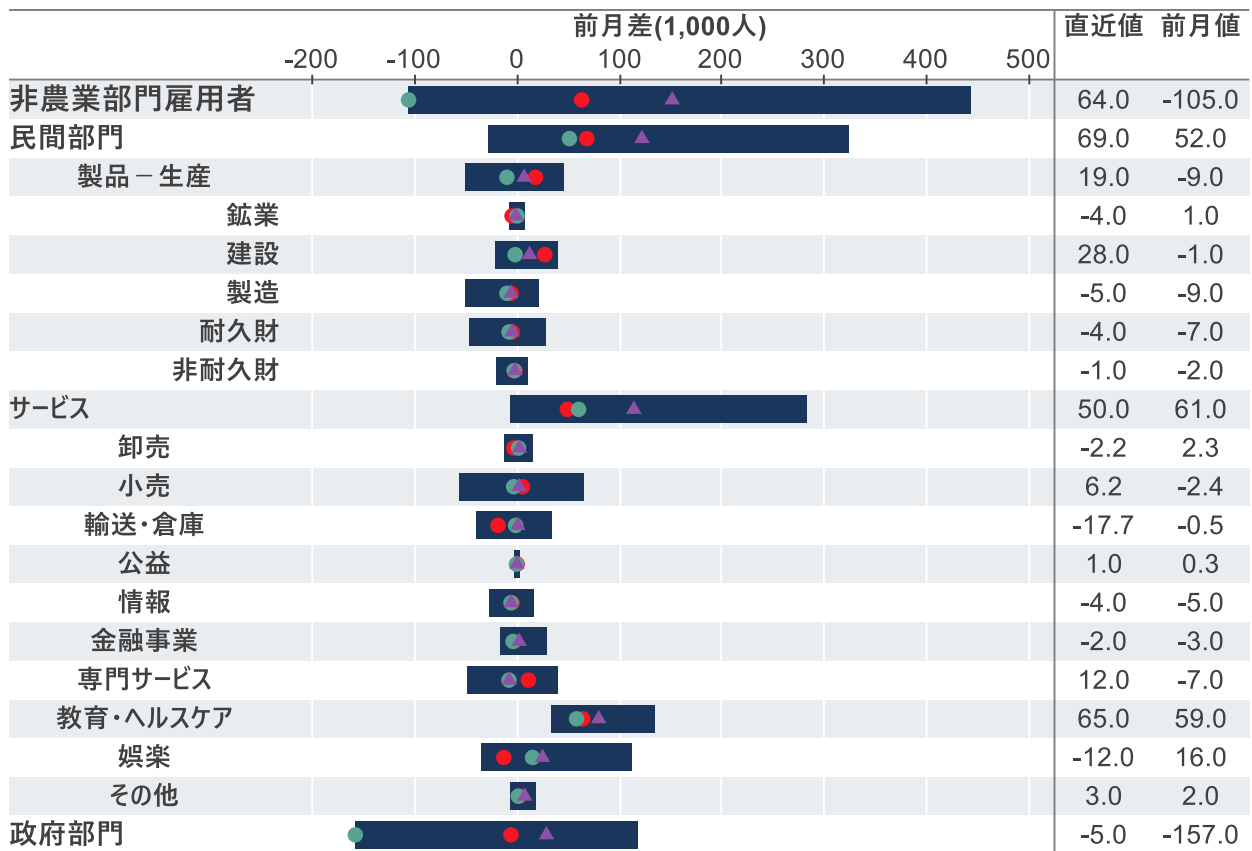
出所: Bloomberg

◎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。

図表 3：非農業部門雇用者の前月差



■ 直近3年間の値域 ● 直近値 (2025年11月) ● 前月値 ▲ 3年平均値

出所：マクロボンド、Bloomberg

失業率詳細：失業率の上昇は再参入要因であり、過度な懸念は不要

労働市場の世代別の労働参加率は、25-54 歳が 83.8%と前月(83.7%)から上昇、55 歳以上は 37.9%と前月(38.1%)から低下した(図表 4)。ここもと、25-54 歳と 55 歳以上で労働参加率の変動方向が反対に動いている点は興味深い。労働参加率は労働力人口(就業者+失業者)が民間非施設人口に占める割合を意味する。図表 5 は、世代別の失業率の推移であるが、25-54 歳は上昇、55 歳以下は減少傾向であることを踏まえると、労働参加率の世代間差異は、職探しが困難な状況下で、高齢者が就職を諦めた(失業者としてカウントされなくなった)ことが主因であろう。

図表 6～7 は、失業率の変動を失業要因の観点から分解したものである。23 年末以降の変動要因について、全体としては 0.80%pt 上昇しているが、このうち、参入要因が 0.54%pt(再参入要因:0.47%pt、新規参入要因:0.07%pt)と過半を占めている。職探しをしている人が増えていることを示唆しており、労働参加率についての考察とも整合する。

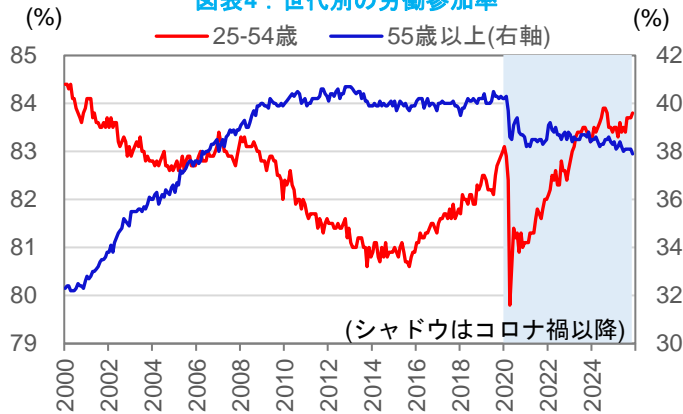
また、ベバリッジ曲線(欠員率と失業率の関係)にも若干の変化が見受けられる(図表 8)。緑色のドットが 2009 年 7 月～2020 年 2 月にかけての関係であるが、2020 年 5 月以降の関係(青色のドット)は、以前と比べて若干の上方シフトが認められる。これは、失業率が高くて、欠員が充足しない様子、すなわち雇用のミスマッチを示唆している可能性がある。

◎注意事項

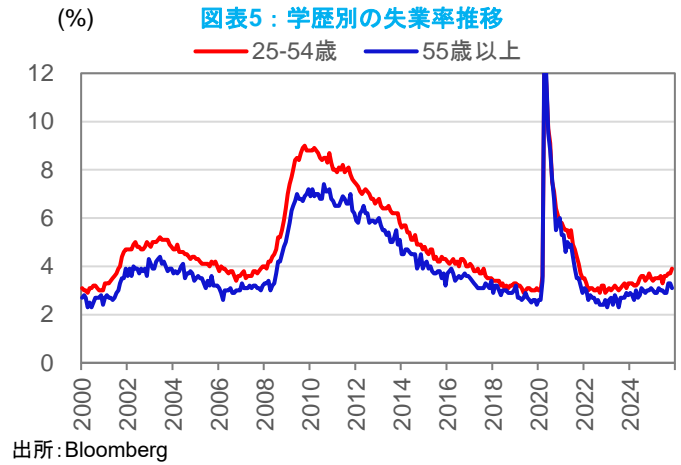
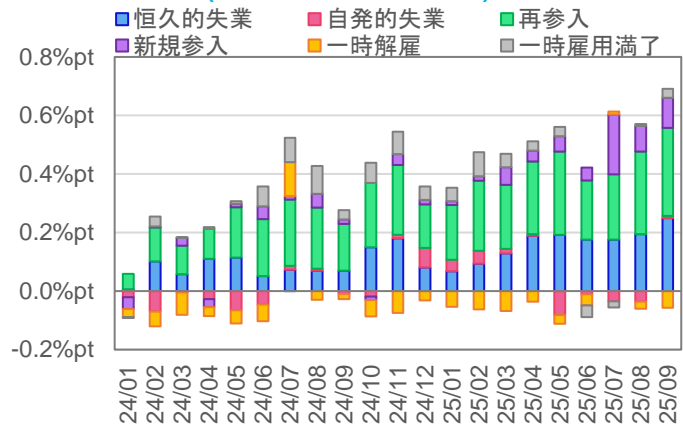
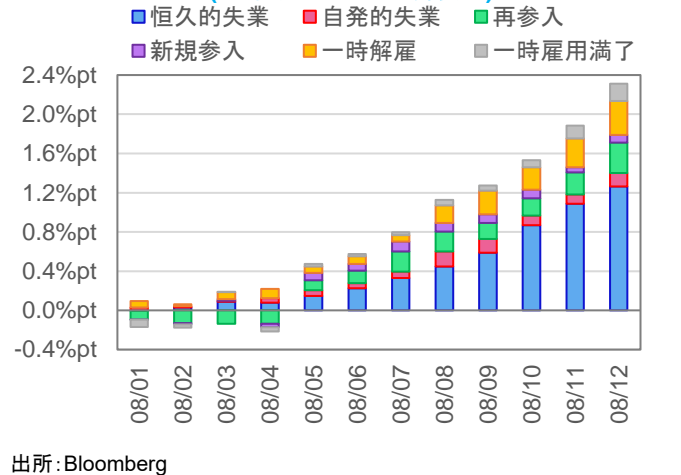
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

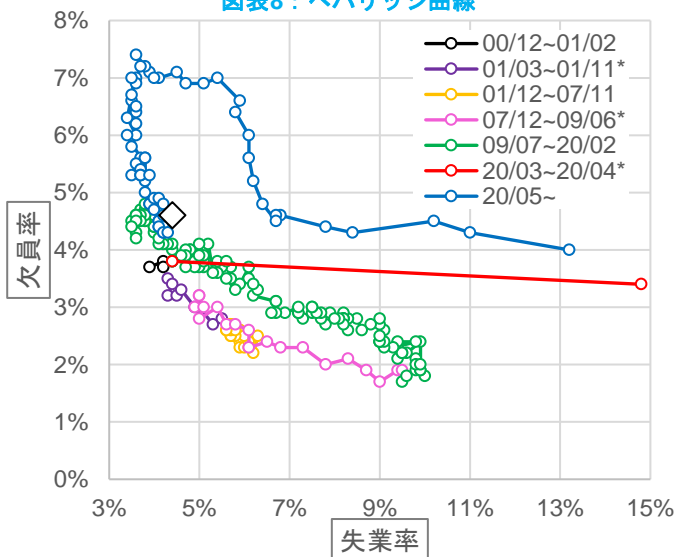
図表4：世代別の労働参加率



図表5：学歴別の失業率推移

図表6：失業率上昇要因分解
(23年末対比での上昇要因)図表7：失業率上昇要因分解
(07年末対比での上昇要因)

図表8：ベバリッジ曲線



◎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 7 が示唆する様に、景気後退期に顕著な上昇がみられるのは恒久的失業要因である。従って、足元で広がっている企業と労働者のミスマッチを主因とする失業率の上昇は、必ずしも米経済の弱含みを示唆しないだろう。足元の失業率上昇を米景気後退の予兆と捉えるのは悲観的過ぎる。なお、恒久的失業も緩やかな上昇傾向ではあるため、動向を注視していく必要はあるものの、その背景が雇用のミスマッチによるものならば過度な懸念は不要であるため、複数の指標から包括的に判断していくことが重要となろう。

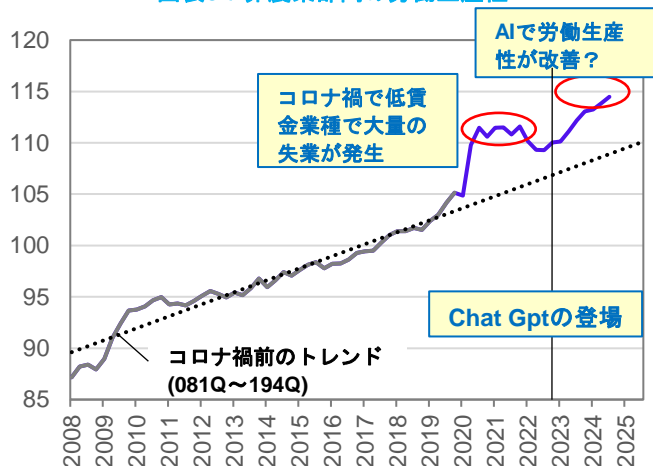
例えば、筆者は、非農業部門の労働生産性とアトランタ連銀が公表している所得水準別の賃金変化率に注目している(図表 9～10)。米国の労働生産性は、従来のトレンドを上方に乖離し、大幅な改善を見せている。また、所得水準別の賃金変化率を見ると、上位 25%の賃金は、下位 25%の賃金と比べると、前年比の低下が緩やかなことも分かる。

労働生産の改善タイミングを勘案すると、こうした事象の背景には、(生成)AI の登場があると考えている。AI が生産性の低い作業を代替できる様になった結果、そうした人材の需要が薄れているとすれば、大学卒業や失業を理由に新規で労働市場に参入してくる様な人材が職探しにあえいでいることも整合的である。また、所得水準上位 25%に代表されるような AI を活用して生産性を高めることができる様な高スキル人材への需要は強いために、前年比の低下スピードが相対的に緩やかな可能性も指摘できる。

今後を展望すると、新規参入や再参入要因での失業率上昇が継続する他、それが企業の再雇用コストを下げるため、低スキル人材を中心に恒久的失業も上昇する可能性があるともみている。つまり、表面上は、非農業部門雇用者数の伸びが一層鈍化し、失業率も上昇していく可能性がある。しかし、この場合でも、労働生産性の改善や高スキル人材の需要が継続する限り、米経済は底堅く推移する可能性が高い。単一の指標ではなく、複数の指標を組み合わせ、複合的に状況を判断することが一層重要となろう。

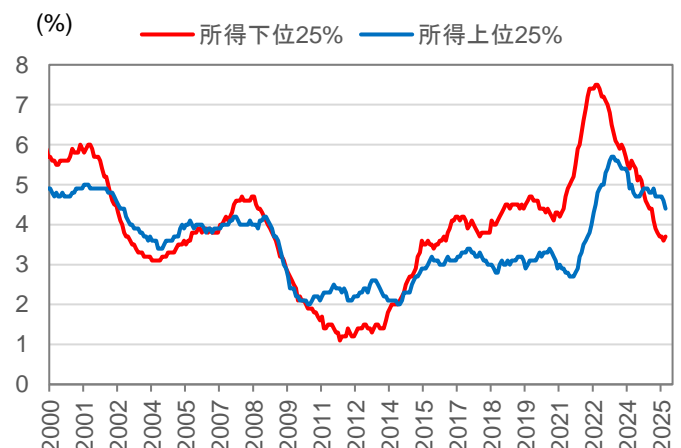
今後、所得水準上位 25%の賃金の前年比が低下する中で、非農業部門雇用者数の伸びが鈍化したり、恒久的失業が増加したりすれば、米経済の構造転換を示唆している可能性があるため、留意したい。

図表9：非農業部門の労働生産性



注: 2017 年=100
出所: Bloomberg

図表10：所得水準別の賃金(前年比)



出所: アトランタ連銀

◎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
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8月18日～8月22日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	米国株, 米国経済	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8月25日～8月29日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9月1日～9月5日)
266	2025/9/12	米国経済	8 月米 CPI
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	9 月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米経済, 米金利, 米国株	9 月 FOMC とマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25 年 9 月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均 4 万 5000 円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9月8日～9月12日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9月16日～9月19日)
274	2025/9/30	コモディティ	25 年 8・9 月 WTI 原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株 9 月レビューと 10 月見通し
276	2025/10/2	欧州経済	25 年 9 月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	9 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9月22日～9月26日)
279	2025/10/6	日本株, ドル円	高市氏勝利とマーケットへの影響
280	2025/10/10	半導体, 日本株, 米国株	10 月半導体市場及びハイテク株動向
281	2025/10/10	日本株	日本株需給(9月29日～10月3日)
282	2025/10/16	豪州経済	25 年 10 月豪州概況
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10月6日～10月10日)
284	2025/10/24	日本株	日本株需給(10月14日～10月17日)
285	2025/10/30	米国経済	10 月 FOMC とマーケット環境の整理
286	2025/10/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
287	2025/10/31	日本株	日本株需給(10月20日～10月24日)
288	2025/10/31	欧州経済	25 年第 3 四半期ユーロ圏 GDP 統計
289	2025/11/4	欧州経済	25 年 10 月ユーロ圏物価動向
290	2025/11/4	日本株	日本株 10 月レビューと 11 月見通し
291	2025/11/5	米国株, 米国経済	11 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
292	2025/11/11	日本株	日本株需給(10月27日～10月31日)
293	2025/11/14	日本株	日本株需給(11月4日～11月7日)
294	2025/11/14	半導体, 日本株, 米国株	11 月半導体市場及びハイテク株動向
295	2025/11/14	豪州経済	11 月豪州概況
296	2025/11/20	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 3Q
297	2025/11/21	米国経済	9 月米雇用統計
298	2025/11/21	日本株	日本株需給(11月10日～11月14日)
299	2025/11/25	欧州経済	25 年第 3 四半期ユーロ圏賃金動向
300	2025/11/26	米国経済	米国消費関連指標とマーケット見通し
301	2025/11/28	コモディティ	25 年 10・11 月 WTI 原油先物価格
302	2025/11/28	日本株	7-9 月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は 25 年度に 6 万円に達する可能性もあろう
303	2025/12/1	日本株	日本株需給(11月17日～11月21日)
304	2025/12/1	日本株	日本株 11 月レビューと 12 月見通し
305	2025/12/3	欧州経済	25 年 11 月ユーロ圏物価動向
306	2025/12/5	日本株	日本株需給(11月25日～11月28日)と Weekly データ集

◎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。