

情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

作成日：2025年9月10日

～労働市場からみて米国経済が崩れることはないか？～

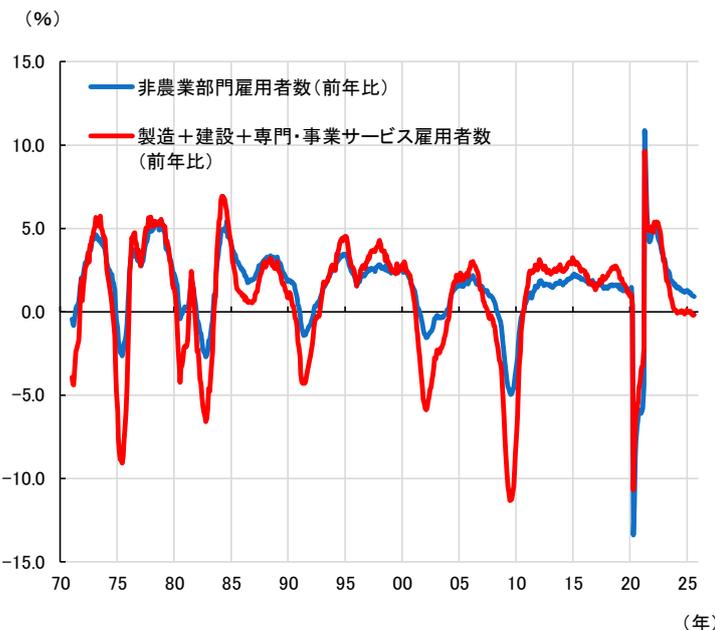
8月初に公表された米国の雇用統計は5月と6月分の大幅下方修正もあって、サプライズなものとして市場参加者に受け止められたが、9月5日に公表された8月分の内容も不芳であった。

8月分の雇用統計では、非農業部門雇用者数(前月比)が市場予想の7.5万人を大きく下回り、2.2万人の増加にとどまった。失業率は前月と比べて0.1%pt上昇し、4.3%となった。不完全雇用率は8.1%と前月から0.2%pt上昇した。労働市場は着実に悪くなっている。

なお手前味噌ではあるが、筆者は5万人を下回る可能性について事前に指摘していた。失業保険申請者数や継続受給者数の動向をもとにそのように分析していたのだ。また、7月のJOLTS(求人労働異動調査)求人件数の大幅な落ち込みから、労働市場についてやや懸念していた。そして、筆者が9月4日のBSテレビ東京「NIKKEI NEWS NEXT」出演中に公表された8月のADP雇用者数は前月と比べて5.4万人増と市場予想の6.8万人増を下回り弱かった。率直に「ショック」であったため、番組内でもその旨をコメントし、「翌日に公表される雇用統計では、非農業部門雇用者数が5万人を切るかもしれない」とコメントした。

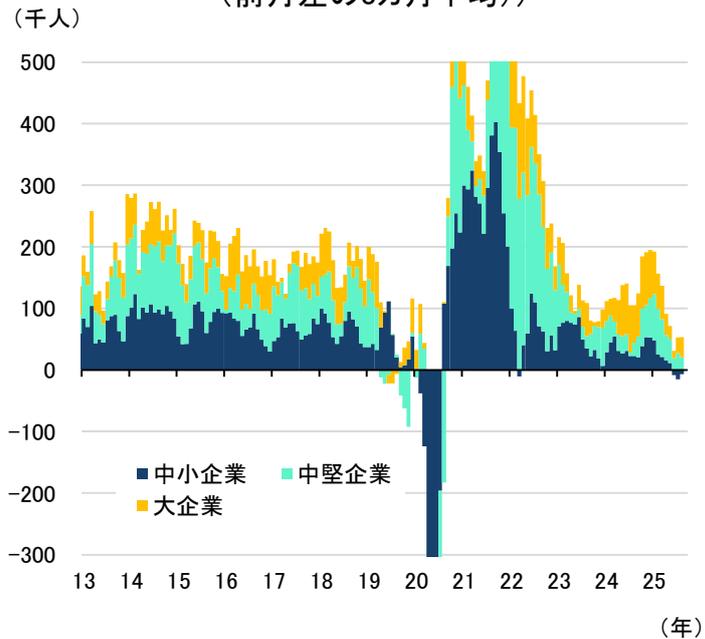
雇用統計の中でも、雇用の先行きを占うのに適していると考えられるデータに着目すると、やはり先行きにも懸念を覚える(図①、図②)。

(図①) 米国における非農業部門雇用者数雇用者数と特定の業種の雇用者数(前年比)



期間：1970年1月～2025年8月(月次データ)

(図②) 米国における企業規模別雇用者数(前月差の3カ月平均)



期間：2013年1月～2025年8月(月次データ)

(次頁に続く)

出所：①、②ともにBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したのですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。



比較的、雇用者数の増減において先行性があるといわれる「建設」と「製造業」に加えて、筆者なりの考えで「専門・事業サービス」も含めている。この理由は、リストラを進める際に、比較的早い段階で外部のコンサルティングビジネスなどが予算カットの対象となりやすいと考えたためである。これらの業種の動向は冴えない。もっともこうした状態は2024年前半からであり、ある意味では足許の状況を暗示していたようにもうかがえる。見方を変えれば、これらの業種が悪化しているわけではないので、労働市場の悪化について程度は限られそうだ。

もっとも、筆者が労働市場の中の先行指標と位置付けている小規模企業の雇用動向についても冴えない。ここ数か月間、前月差の3カ月平均はマイナス圏に入っている。ゆえに、楽観はできない。

8月にカンザスシティ連銀主催のジャクソンホール会合が行われたが、そこでパウエル議長が労働市場について「やや奇妙な均衡状態」とコメントし、労働需給の両面において顕著な減速が見られているとの見解を示していた。急速に悪化する可能性には注意したい。

ちなみに、9月9日に米国の雇用統計年次改定の推計値が公表された。推計値に基づけば、2025年3月までの1年間では、約91.1万人の下方修正となる見込みである。1カ月あたりに均すと約7.6万人ということで、相当な振れる形となりかねない。確報値は来年2月に発表予定の雇用統計に含まれることになる。確報値次第ではここまで説明してきた内容よりも労働市場は冷え込んでいる可能性があることには注意しておくべきだろう。

ただ、「そもそも雇用指標は遅行指標では」という、「そもそも論」的な指摘を受ける可能性もあるため、こちらについても触れておきたい。

確かに、雇用指標は一般的には遅行指標と言われる。ただ、「関税引き上げ」というかく乱要因が景況感指数などのソフトデータを乱高下させているなかにあっては、ハードデータを丁寧に見ていくことが重要であると筆者は考える。それに、米国経済を見るうえで重要な項目は消費であり、その消費に影響を及ぼすのは労働市場であると考えている。労働市場が安定していればこそ、消費者は消費をしやすくなると考えられる。

その意味でも、やはり労働市場は注意深くみていくべきだろう。もし信号に例えれば、今は黄色信号ともいえる状態だろう。もしもこの先、より一層悪化して赤色になれば、つまり、米経済の急減速が意識されれば、ドル安が進み、それに呼応して円高となる可能性もある(図③)。株価についても大幅な下落を生じさせかねないので注意したい。

(図③ ドルインデックスと米国の失業率)



注:ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ57.6%程度、円13.6%程度、英ポンド11.9%程度、カナダドル9.1%程度、スウェーデンクローナ4.2%程度、スイスフラン3.6%程度。)

期間:1990年1月~2025年8月(月次データ)

出所: BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したのですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。