Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 36

September 5, 2025

米国労働市場は転換点を迎えているか

米国：景気後退の指標としての雇用

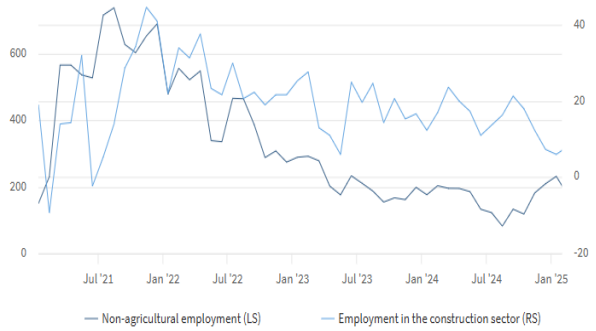
米国の雇用情勢は最近大幅に弱まっており、米労働省が発表した 2025 年 7 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加が大幅に鈍化しました。加えて、過去 2 ヶ月分のデータが異例の規模で下方修正された結果、同 5 月と 6 月に新たに創出された雇用は、2 万人にも満たない水準であったことが判明しました。このことは、金融当局者や市場参加者に対して衝撃を与えましたが、単なる一時的な調整に留まらず、米国労働市場の新たな局面入りを示唆する重要な転換点として認識される必要があると見ています。

昨年は「サーム・ルール」（元 FRB エコノミスト・サーム氏が提唱：失業率で直近 3 ヵ月の移動平均が過去 12 ヵ月の最低値を 0.5 ポイント以上上回った場合、それが景気後退の始まりを示唆）について、金融市場やメディアを通じて多くの議論がありました。

2024 年 7 月の米雇用統計では失業率が 4.3%に上昇して、当該基準値を僅かに超えるシグナルが点灯（サーム・ルール発動）したことから、米国では雇用環境の悪化や景気後退リスクに対して強い関心が集まりました。このような経緯で、景気後退論が台頭したことが、2024 年 9 月に米連邦準備制度理事会（FRB）が 50 ベーシスポイントの大幅利下げを行った理由の一つであった可能性は否めませんが、サーム・ルールは、必ずしも景気後退を予測するものではなく現状を診断する経験則に過ぎないとする冷静な見方も当時示されていたことは留意されます。

結局のところ、その後の米国経済は堅調な推移を示しましたが、かような経験を踏まえて、現在では、非農業部門雇用者数の減少と失業率の上昇が同時に起こることに着目する方が、景気後退を予測する為の指標としてより有用性が高いのではないかという議論も見られます。今週 9 月 5 日に発表される 8 月の米雇用統計には多くの注目が集まっていますが、FRB が金融政策の判断材料として重視してきた雇用データの精度に課題が見つかる中、労働参加率の低下、移民政策の厳格化、政府部門の大規模人員削減など様々な要因が複合的に影響を与える米労働市場の質的な変化に注目しています。

米国労働市場は転換点か：雇用増加はプラス維持可能か
雇用増加数（3 ヵ月移動平均、単位：千人）



Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics, Metzler; 2025 年 7 月 31 日

近年、米国の雇用増加数は着実に減速しており、その伸びは足元でゼロ近くにまで落ち込んでいることが確認出来ますが、これにより嘗てない程の景気後退リスクの高まりが示唆されていると考えられます。メッツラーは、通常時であれば、12 ヵ月以内に景気後退が起こる確率を 15%程度と見積もることが多いですが、現在はこれが 30%に近い確率にまで高まっているのではないかと予測しています。もっとも、これまでのところ AI ブームとその波及効果が、関税や移民政策が経済成長に対して与える負の影響を相殺することで、米国経済は景気後退に陥ることを未然に防いできたと考えられる為、プラスの側面として留意しています。

しかし先行きを見ると、労働市場にとって建設業がリスクとなる可能性があり懸念されます。目下、住宅建設市況は危機的状況にあるにもかかわらず、建設業の雇用は直近 7 月まで増加していたことが分かっています。これは、近い将来に大規模な人員削減が発生し、それが労働市場全体に悪影響を及ぼすリスクがあることを意味していると考えられる為、今後は、求人件数を含めた労働市場に関するデータを幅広く注視して行きます。

かように労働市場に関するデータが、次回の米連邦公開市場委員会（FOMC）における金融政策決定にとって極めて重要な要素であると考えています。FRB が政策金利の引き下げを見送るのは、非常に強い労働市場レポートが出た場合に限られると見ており、逆に労働市場レポートが予想外に弱い内容となれば、50 ベーシスポイントの利下げも十分にあり得ると考えています。

フランス：深刻だが、絶望的ではない

フランスの政治的不確実性は依然として高い状況にあると思われます。目下、バイル首相は、9 月 8 日に国民議会（下院）で内閣の信任投票を受ける予定ですが、可決は厳しい状況との見方が大勢を占めており、信任を得られない場合、バイル政権は総辞職に追い込まれる可能性が高いと見られます。しかし、金融市場にとっての焦点は、直ちに政権与党による過半数獲得が可能であるか否かより、むしろ今後の内閣による財政運営の方向性にあると考えられます。当初にバイル首相が掲げていた、財政赤字を 2026 年に GDP 比 4.6%とする財政再建計画の達成は困難と見る向きが多い中、GDP 比約 5.3%の赤字になる恐れがあるとの懸念が台頭しています。

政治リスクはすでに債券市場に織り込まれており、バイル氏の信任投票の発表を受けてフランス国債の対ドイツ国債スプレッド（利回り格差）は約 10 ベーシスポイント拡大し、約 80 ベーシスポイントとなりました。これは、年初に与野党対立の激化と予算審議を巡る議会運営難から強い政治的緊張が高まった時の水準よりは低いものの、同国のリスクプレミアムに対する市場の再評価を示すものと考えて注視しています。

今後、マクロン大統領が新たに新首相を指名することに成功すれば、債券市場は再び落ち着く可能性がありますが、10 月に議会解散・総選挙が行われる場合は、その結果次第で状況が変わると考えられます。　もし左派連合が多数となれば前述のスプレッドが急拡大するリスクがあると思われ、極右の国民連合が勝利した場合にも、金融市場の反応について大きな不確実性があると考えられます。実際に金融市場を落ち着かせることが可能なのは、中道政権派（与党ブロック）が政権を確保したシナリオのみであろうと見ています。

投資家にとって、フランスは依然として特有のソブリン・リスクをもつ国として位置付けられますが、ユーロ圏周辺国へのシステミックな波及効果は、現時点では想定されていません。グローバル格付け機関では、フィッチが早ければ 9 月にもフランスを審査する予定ですが、予算や政治の安定性を巡る状況が明確になるまで判断を保留する可能性が高いと思われます。短期的にはフランス国債の格下げが基本シナリオになるとは考えられませんが、もし今後改めて政治的緊張が高まった場合には追加的な市場の圧力がかかる可能性があると見ています。

何よりも、フランスの実体経済が上向けば、財政状況を改善させる可能性があると考えられます。2025 年 8 月の製造業購買担当者指数（PMI）のデータは、2023 年 1 月以来で初めて景気判断の分岐点である 50 を上回るなど改善が示されました。労働市場も先行き不透明感はありながら雇用情勢は引き続き堅調で、良好な税収を確保する見込みです。さらに、8 月のインフレ率は若干の上昇も予想される一方、コアインフレ率はむしろ低下すると見込まれています。ユーロ圏のインフレは好ましく低水準にあり、8 月は若干の加速も見られましたが、将来的には 2.0%を下回る可能性も十分にあり得ると見ています。こうした状況下、今年中に欧州中央銀行（ECB）により、政策金利の引き下げが行われる可能性は、依然として高いのではないかと考えられます。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号

W25-030