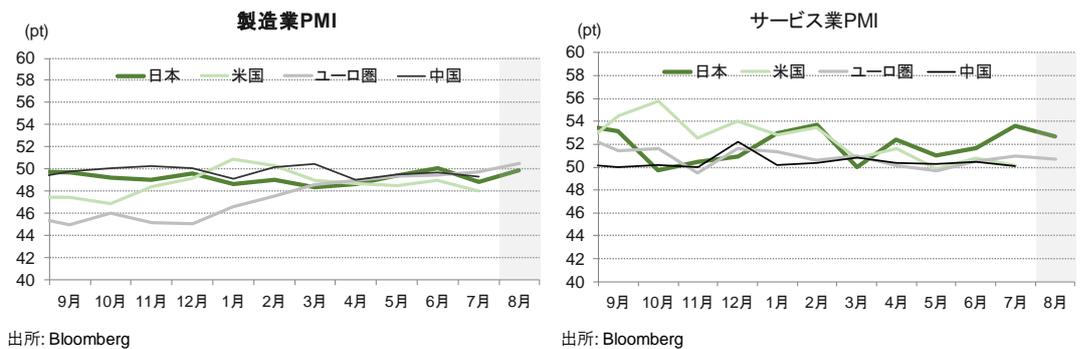




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き先行き不透明な状況にある。各種マクロ経済統計は総じて安定的に推移しているが、関税影響を含め今後ネガティブ材料が顕在化するとの見方も根強い。このようななか、7月の米雇用統計が注目を集めた。市場予想を大幅に下回る結果となったことでFRBが9月にも利下げを再開できるとの見通しに傾き、米長期金利は低下した。一方、日本や欧州主要国の長期金利は上昇した。日本は日銀による早期利上げを織り込み、欧州ではフランスの政局不安が意識された。米国市場も、雇用市場全体を見ても、また雇用以外のマクロ経済統計もさほど悪化しているわけではなく、足もとの債券市場の利下げ織り込みは行き過ぎ感もある。株式市場は総じて堅調で為替市場は総じて大きな動きはなかったが、今後は主要中銀の金融政策に加え、フランスを代表例とした財政拡張に伴う長期金利上昇にも一層注意する必要がある。
- **注目材料:** 7月の米雇用統計は市場予想を大幅に下回る結果となり、米国の労働市場の減速を示唆すると共に、FRBの利下げ観測が強まり、金融市場に影響を与えた。一方、金融市場では依然として米雇用情勢に関する意見が分かれている。NFPが夏に減速する傾向があるほか、失業率、求人数、賃金上昇率、新規失業保険申請件数などの統計はいずれも底堅く推移しており、労働市場が急変している可能性は低い。それでも米労働市場に懸念を持つ市場参加者が多いのは、移民対策の強化やAIの社会実装化が影響している可能性が高い。これらはいずれも今後雇用情勢や米マクロ経済を変化させる可能性があり細心の注意を払いたい。

1. マクロ経済展望 ~ リスク要因に浮上しつつある長期金利上昇

グローバル・マクロ経済は、強弱双方の意見に分かれつつ、引き続き先行き不透明な状況にある。PMIでみるマクロ経済環境はさほど悪化しておらず足もとまでは安定的に推移しているが、関税影響を含め今後ネガティブ材料が顕在化するとの見方も根強い。



8月1日に発表された7月の米雇用統計が注目を集めた。非農業部門雇用者数は7.3万人増で市場予想を下回ったほか、過去2か月分の雇用者数も計25.8万人下方修正された。労働市場の悪化が強く意識されるなか、米長期金利の持続的な低下を促したほか、FRBによる9月の利下げ再開が強く織り込まれることになった。ただし、雇用統計以外のマクロ経済指標は概ね堅調なほか、企業業績も関税負担が一部で生じているにも関わらず概ね堅調である。米国経済が急失速している可能性は依然として低く、8月の米長期金利低下や9月以降のFRBの利下げ織り込みは、やや「前のめり」の可能性が残されている。雇用情勢の詳細は、当レポート後半でより詳細に分析した。

日本は、25年4-6月期実質GDP成長率(1次推計値)は前期比+0.3%、年率+1.0%となった。25年1-3月期も個人消費と公共投資の上方修正を主因に年率+0.6%と▲0.2%から上方修正された。ただし、関税による企業負担の本格化はこれからであるほか、自動車

産業を中心に前年度比大幅減益予想になるなか、賃金上昇率の鈍化も予想される。賃金については少子高齢化・人口減少に伴う雇用ひっ迫を背景に一定の賃上げが実現する可能性が高いとみているが、企業収益鈍化による支出抑制が生じる可能性があるなど、金融市場内では今後のマクロ経済見通しに関する意見が割れている。一方、8月の日本の長期金利は、日銀の利上げ前倒し期待の高まりを主因に上昇した。金利上昇ペースは参院選後に加速している感もあり、今後の財政悪化も強く意識されているとみている。

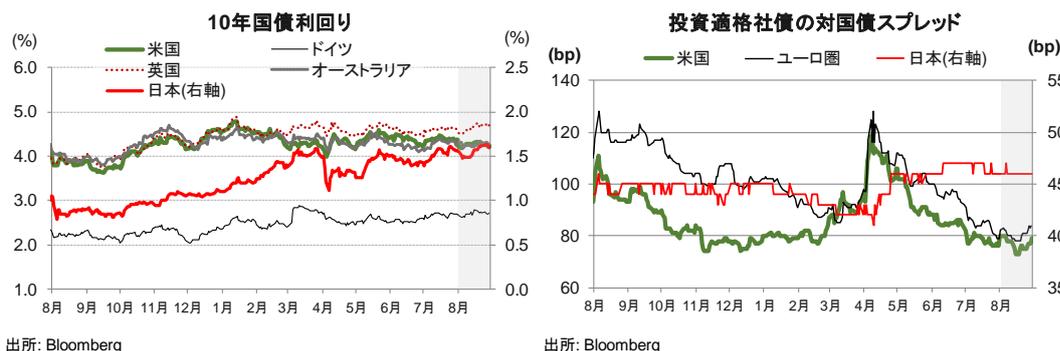
欧州は、関税率について米国と合意に至ったことで企業マインドが今後改善することが期待されている反面、注目材料に浮上しつつあるのが財政拡張と長期金利上昇、その背景にある政治情勢である。ドイツの積極財政は、企業収益やマクロ経済にプラス寄与する可能性が高いとみているが、フランスについては当該債務負担や政治情勢の不安定化が長期金利上昇につながりやすくマクロ経済へのリスクになりうる。フランスでは、10月以降議会で審議される26年度予算案において、防衛費増額に対し年金等のインフレ調整の見送りなど国民の反発につながりうる政策が盛り込まれている。バイエル首相は9月8日に内閣の信任投票を実施することを発表した。信任投票否決が市場コンセンサスとなっている。この場合、バイエル首相は辞職し、マクロン大統領は新首相を任命するとみられるが、少数与党の状況は変わらず難局の打開は容易ではない。財政健全化の取組みが後退することを想定し、フランス国債利回りは上昇基調にあるが、債務規模も大きいフランス国債の金利が更に上昇すれば、欧州だけではなく世界の金融市場にも影響が波及する可能性があり留意を要する。

このように、8月は米マクロ経済とFRBの利下げが大きな注目材料になったが、それ自体が過度な期待を織り込んでいる可能性があるほか、欧州を含む多くの国で財政拡張が強く意識される状況下、長期金利上昇を通じてマクロ経済や金融市場に負の影響を与える可能性があることを強く意識すべきであろう。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 円金利上昇が注目材料に

8月の債券市場（長期金利）は、米国は下落基調を続けた一方、日本や欧州は金利上昇基調となり国・地域により異なる動きがみられた。



米国は、8月1日に発表された7月の米雇用統計が材料視されたほか、パウエル議長を含むFRB高官から引き続き9月の利下げを示唆する発言が続き、長期金利は安定的に推移した。7月のPCEデフレーターは総合が前年比+2.6%、コアが2.9%とやや強めながら概ね市場想定線に収まった。財価格への関税影響の転嫁は引き続き限定的で、底堅いインフレ率は主にサービス価格（航空運賃、金融など）がけん引した。

日本は、参院選後の財政拡張策への警戒感に加え、日銀が9月にも利上げを再開するとの見方が台頭し長期金利は上昇基調になった。これに加え、引き続き超長期ゾーンの需給不安も根強く残っている。30年債利回りは3.2%前後と過去最高水準まで上昇し、20年債利回りも90年代末以来の水準に達した。財務省は超長期債の発行減額で市場安定を模索

する姿勢を見せているが、財政再建の遅れや社会保障費の拡張を背景に財政懸念が根強く残っている。

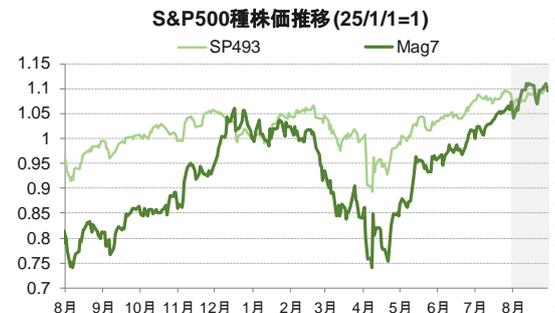
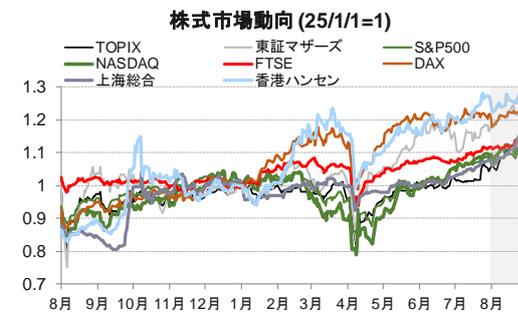
欧州は、フランス国債の対ドイツ国債利回り差（スプレッド）拡大し、イタリア国債利回り付近まで利回りが上昇したことが注目された。野党勢力の影響拡大による足もとの政治情勢の不安定化、他国比で高い財政赤字 GDP 比率に加え、米国政府からの圧力による軍事費増加に伴い、更なる財政赤字拡大が懸念されている。ECB の利下げ局面のもとで、国ごとに財政リスクを市場が反映しやすい局面に入っていると言えよう。

クレジット市場は、株式市場等のリスク資産価格と連動するように引き続き安定的に推移した。米国では関税影響による企業業績への負の影響が一部セクターで表れているが、半導体・IT 関連企業の決算は引き続き堅調で、株価続伸の原動力となった。また、関税がマクロ経済に大きな負の影響を与える可能性が低いことがコンセンサスになるなか、クレジット市場への影響も限定的とみられるようになり、クレジットスプレッドはタイトな水準で一進一退の展開となった。

当面の債券市場の注目材料は、米国では米雇用統計と9月FOMC（前倒し利下げの有無）、日本では日銀の利上げ時期や利上げのゴール（ターミナルレート）、そして欧州はフランス政治と対独国債スプレッドになろう。米国では、8月末時点では9月のFOMCでの利下げが織り込まれているが、インフレ率が鈍化しにくい状況下では過度な利下げ織り込みも禁物である。25年度中の利下げ有無よりも26年以降の利下げ継続の有無に注目したい。

② 株式市場 ~ 株高の背景にあるもの

8月の株式市場は、米利下げ期待の高まりに加え、半導体・IT 関連企業を中心に好調な決算が続いたこともあり総じて堅調だった。月末にかけてAI関連で利食いが出つつも、米国は4か月連続高、日本はTOPIXが史上初の3,000台に乗せ、欧州も月間ベースで続伸（ただし月末は銀行株や仏政治で重くなった）した。



米国は、半導体・IT 関連企業の好調な業績に加え、FRB の利下げ期待が継続していることもあり堅調に推移した。なお、月末にはAI関連銘柄を中心に下落し、特にNVIDIA決算後は中国向け懸念で利益確定が波及する場面もみられた。

日本も、引き続き上昇基調を維持した。TOPIXが初めて3,000台に乗せ、ソフトバンクグループなどの主力株の上げが寄与した。日経平均も一時43,000円台を史上初突破した。米国の関税・貿易を巡る不確実性の悪材料出尽くし観に加え、引き続き企業改革・コーポレートガバナンス改善への期待もみられた。

欧州も、総じて上昇を維持したが、月末には仏政治不安（内閣信任投票リスク）やFRBの独立性懸念が重石となり、銀行株を中心に反落した。

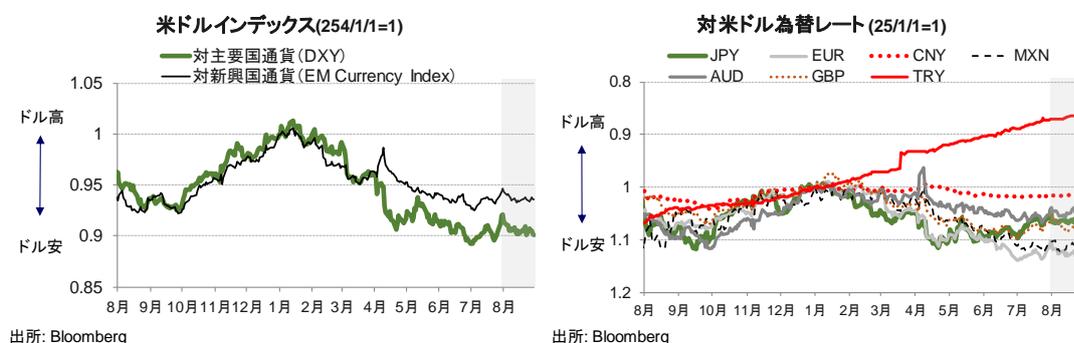
中国・香港は、主要市場のなかで最もパフォーマンスが良かった。香港ハンセン指数は年初来で+30%を超える上昇になったほか、上海総合指数も同+19%程度と堅調に推移して

いる。不動産市況の低迷は続いているが、中国政府が国内の過剰供給状態を是正する方針を示しているほか、中国恒大集団が香港市場から正式に上場廃止となるなど、今後の改革期待の高まりも株価上昇に寄与したとみている。

今後の注目材料は、米国における半導体・IT 関連企業の業績（背景にある半導体価格動向）、FRB の利下げ再開時期に加え、日本では日銀の利上げタイミングや長期金利動向、欧州ではフランス政治情勢（信任投票や予算審議）、中国は政府による改革プログラムの内容等になろう。加えて、今秋以降は米トランプ政権による「規制緩和」にも注目したい。すでに大規模な金融規制緩和のヘッドラインが出ているが、仮にこれが実現するならば、株価を更に上昇させる要因になる。

③ 為替市場～ 米ドル安基調は一服も先行きは不透明

8 月の為替市場は、月央までは米ドル安基調が続いたが、月末に向けて米ドル安基調に一服感がみられ膠着状態になった。



前述のとおり、8 月は米労働市場の鈍化が意識され米長期金利が緩やかに鈍化する一方、欧州主要国の国債利回りや日本国債利回りは上昇した。このため、米国と各国の金利差は縮小したが、米ドル指数に与える影響は限定的だった。米ドル相場の膠着は、FRB の利下げ期待による米マクロ経済回復期待が残るほか、対米関税影響が今後主要国経済に負の影響を与えるとの見方が残っていることも影響しているのだろう。

米ドル円は、8 月 1 日の米雇用統計後に 150 円台から 147 円台に急落（円高）した後、8 月末まで非常に狭いレンジで膠着状態となった。米国マクロ経済に対する見方は依然として分かれており、米雇用統計以外のマクロ経済統計はむしろ底堅い。米トランプ政権の政策や米ドルに対する信認低下懸念はくすぶるものの、实体经济の底堅さに鑑みればそのような懸念は杞憂に終わる可能性が高い。日本では日銀の早期利上げが強く織り込まれるなかで円長期金利が上昇し日米金利差は縮小したが、米ドル円の反応は鈍かった。円長期金利の上昇は、参院選後の財政拡張策への警戒感も含まれているとみているが、当該要因は素直に円安要因になりうる。膠着状態なのは、日米双方に上下双方のシナリオが混在していた結果なのであろう。

また、今後はユーロ・米ドル相場の変化にも留意を要する。8 月は 1.17 台で狭いレンジに収まっていたが、8 月下旬にはフランスの政府不安とフランス国債利回り上昇が見られた。金利上昇ではあるがフランスの財政問題が背景にあるため、今後も金利が上昇し続ける場合ユーロ安要因になる可能性が高い。25 年初来の堅調なユーロ相場の転換点になる可能性があり、今後も細心の注意を払いたい。

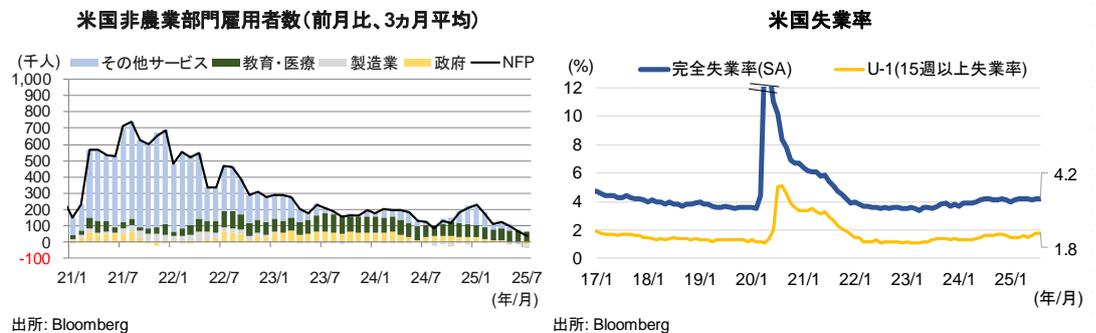
今後の為替市場の注目材料は、FRB や日銀の金融政策に加え、フランスを中心に欧州諸国の財政拡張策とそれに伴う各国国債利回りになろう。

3. 注目材料: 米国の雇用はそれほど弱いのか?

前述の通り、7月の米雇用統計は市場予想を大幅に下回る結果となり、米国の労働市場の減速を示唆すると共に、FRBの利下げ観測が強まり、金融市場に影響を与えた。

非農業部門雇用者数(NFP)は前月比+7.3万人と市場予想(+10-11万人)を大幅に下回るとともに、5月(+14.4万人→+1.9万人)と6月(+14.7万人→+1.4万人)に大幅下方修正された。直近3か月平均では+3.5万人/月と、新型コロナウイルス禍後の最低水準となった。

米雇用統計発表後、FRBが早期に利下げに踏み切るとの期待が高まり2年米国債利回りが急低下したほか、長期金利も低下基調に転じた。米ドル円相場も150円台から147円台まで急落(円高)した。一方、金融市場では依然として米雇用情勢に関する意見が分かれている。米労働市場が減速しつつある点は共有されているが、米国のインフレ率が依然として3%近くで推移していることや関税影響が今後本格的に財価格に転嫁される可能性が残るなか、FRBが9月に利下げする必要はないとの認識も根強い。



NFPを部門別に分けて確認すると、足もとで鈍化しているのは「その他サービス」および「政府」部門である。「その他サービス」は既に23年以降鈍化しており特に夏場は失速する傾向がある(23年8月や24年8月)。また「政府」部門の失速は「DOGE」と無縁ではないだろう。「製造業」は23年以降雇用増に貢献しておらず、残る「教育・医療」は足もとで急失速しているわけではない。つまり、夏は季節的に新規雇用者が鈍化する傾向があること、および「政府」部門の失速は民間経済活動(≒マクロ景気)とは関係のない動きである可能性が高いことに鑑みれば、7月単月の数字だけで米国の雇用や経済が失速していると決めつけるのは危うい。



米雇用統計と言えばNFPに過度に焦点が当たりがちだが、それ以外の統計を確認すると、

- 7月の失業率は4.2% (6月は4.1%) に上昇したが、依然として低水準である。一方、15週以上の失業率は1.8%まで上昇している。
- 賃金上昇率(ECI)は+3.6% (前年比) でコロナ前の+2-3%に比して依然として高い。

- 求人数（JOLTs: Job Openings and Labor Turnover Survey）（6月）は743.7万人でこちらもコロナ前の水準比では高い。自発的退職率も2.0%（6月）で安定的である。
- 失業保険申請件数（8月22日）は24.8万件と足もとでは増加基調ながら、依然として水準は高くない。

など総じて底堅く、足もとで失速しそうな材料に乏しい。

では、それでも米雇用に対して悲観的な見方が根強いのはなぜか。筆者は「移民政策」と「AIの社会実装化」に注目すべきと考えている。

「移民政策」は、米トランプ政権の目玉政策の一つで、政権発足以降その活動を活発化させている。特に国境流入数（遭遇:encounters）は移民保護プロトコル（Migrant Protection Protocols、いわゆる”Remain in Mexico”）の再開、登録義務化などの抑止策の組み合わせが影響し、足もとで急減している（米国税関・国境整備局の統計では25年6-7月は過去最低水準とのこと）。一方、米国内からの不法移民の収容・送還数は、司法差し止め（移民の強制送還に関する法律を米連邦地裁が一時差し止め判断を下した）や実務的な制約も多いようで、統計の整備も含めトランプ政権の期待ほどの成果は出ていない模様である。移民流入数の減少は、移民の労働力に依存している建設、飲食、宿泊などの業種における労働需給ひっ迫要因になるほか、賃金上昇圧力にもつながりうる。これらは労働需給ひっ迫要因になる可能性があり、底堅い労働関連統計を裏付ける材料の一つになっている可能性がある。一方、足もとの労働力人口の伸び悩みとそれを裏付けるような外国生まれの労働力人口の減少は、個人消費がGDPの7割を占める米国経済にとって今後下押し材料になる可能性がある。

「AIの社会実装化」は、いわゆる「ホワイトカラー」の雇用情勢をすでに変化させつつある。8月5日付日経新聞記事「米テック、好決算でも9万人削減 AIで高まる技術者選別の荒波」によると、AI開発を主導してきた米国を中心とするテクノロジー企業で人員削減が加速しており、1-7月は前年同期比約4倍近い約9万人が解雇やレイオフの対象になったとのことである。テック企業自体は急成長を続けているが、AIがエンジニアなどの仕事を肩代わりできるようになり、過剰となった人材の整理が進んでいる模様である。当記事内では、フォード・モーターのジム・ファーリーCEOが「AIは米国のホワイトカラー労働者の半分を置き換えることになるだろう」と発言したり、JPモルガンの幹部が投資家向けにAIにより部門によっては人員を10%削減できると発言した事例を紹介している。ニューヨーク連銀の調査（6月）によれば、22~27歳の大卒者の失業率（3か月移動平均）は4.8%と全体の失業率（同4.1%）よりも高い。2010年代半ばまでは大卒者の失業率は全体の失業率を下回るのが普通だったが、両者の関係は逆転している。大学・大学院でコンピューター・サイエンスを学んだ学生の就職難が話題になっているが、企業側のホワイトカラー全体に対する雇用意識の変化も見られているのかもしれない。米国を中心に企業によるAI実装化が急速に進むなか、現時点では雇用されているものの将来失業を意識する労働者が増えている可能性もある。総じて「AIの社会実装化」はその影響が大きく顕在化しているわけではないが、今後雇用情勢を大きく悪化させる可能性があり、細心の注意が必要であろう。

このように、足もとの労働関連統計には米国の雇用環境が急激に悪化している兆候は見られないものの、足もとで進行中の変化に鑑みれば、今後雇用環境が大きく変化し、マクロ経済に負の影響を与える可能性もある。雇用関連統計という「バックミラー」だけではなく、将来を見据えるうえでの重要な変化の兆しを「フォワード・ルッキング」の観点から重視しつつ、米国経済を分析する必要がある。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会