

みずほマーケット・トピック(2025年8月4日)

遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～

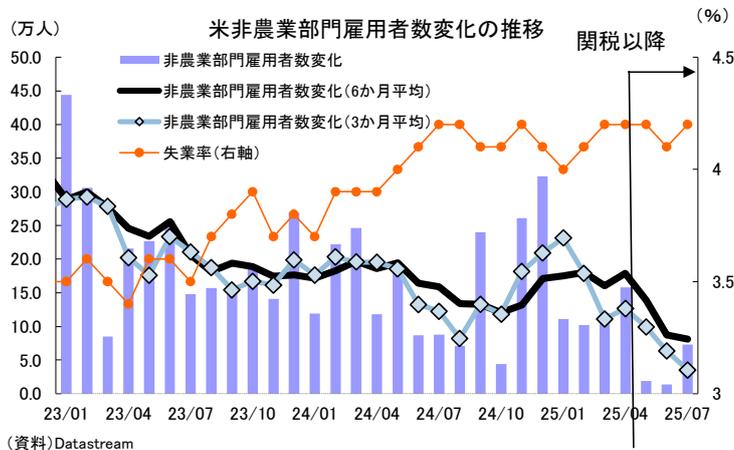
1年前同様、8月は波乱の幕開けに。悪材料の集中砲火により市場心理は深手を余儀なくされている。昨夏の7月雇用統計もその悪化が市場混乱のトリガーとなったが、翌月は何事もなかったように事態が收拾された。同じように軟着陸を果たす期待もあるが、今回の雇用統計の悪化や遡及改定は昨年よりも深刻度が大きいようにも思える。図表にしてみれば分かるが、過去3か月間で平均して月+3.5万人しか増えていないという姿は明らかに5月を境に米国経済が断絶された姿に映る。しかも、その原因も比較的容易に想像できる。業種別に見ると「民間教育・医療がなければ、5月以降、米国の労働市場は縮小している」という事実が浮かび上がる。結局、関税の影響を受けない教育・医療、娯楽のような業種で辛うじて増勢を保っているものの、米国企業は「解放の日」以降、不透明感を理由に採用手控えに踏み切った可能性がある。この影響が続くとすれば、そもそも政策金利の想定は変わってきてしまう。

～悪材料の集中砲火～

1年前同様、8月は波乱の幕開けとなった。ピックアップしなければならない材料は数多く、いずれも考察が必要な論点である。まとめると①米7月雇用統計の大幅悪化(含む遡及改定)、②①を受けたトランプ大統領の乱心(労働統計局長の解雇指示)、③クグラーFRB理事の辞任と後任理事への思惑浮上、④スイスなどに対する関税引き上げの一報などが重なり、大幅なドル安・株安・金利低下が生じている。悪材料の集中砲火により市場心理は深手を余儀なくされている。

当面の金融市場への影響という意味では時間軸の順に①、②そして③が注目されそうである。まず、①についてはその深刻度をどこまで見積もるべきか悩ましい。昨夏の7月雇用統計もその悪化が市場混乱のトリガーとなったが、翌月は何事もなかったように事態が收拾された。また次回FOMC(9月16～17日開催)までに消費者物価指数(CPI)や小売売上高などの重要なハードデータは7月、8月と2か月分が確認可能であり、結果次第でムードが一変する可能性は相応にある。

もっとも、今回の雇用統計の悪化や遡及改定は昨年よりも深刻度が大きいかもしれない。非農業部門雇用者数変化に関し、7月分が市場予想の中心(前月比+10.4万人)を下回る+7.3万人だったことはさておき、5月分が+14.4万人から+1.9万人へ、6月分が+14.7万人から+1.4万人へそれぞれ切り下げられており、過去3か月間では平均して月+3.5万人しか増えていなかったことになる。これほど弱い増勢は近年ではパンデミック直後まで遡



(資料)Datastream

る必要がある。前頁図に示すように、5 月以降、明らかに断層が生じている。

～現れた関税の痛み～

本欄では米労働省の統計管理の実情に迫るようなことはしないが、5 月以降、経済統計の動きに断層が生じている理由は容易に想像がつく。5 月から7 月までの3 か月間で財部門 (Goods-producing) とサービス部門 (Private service-providing) の変化を分けてみると、前者は平均▲1.3 万人 (厳密には3 か月連続で▲1.3 万人) と減少基調にあるのに対し、後者は平均+6.5 万人と増勢が維持されている。

2025年5～7月の米非農業部門雇用者数変化 (単位:千人)

	5月	6月	7月	平均
財部門 (①)	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0
製造業	-11.0	-15.0	-11.0	-12.3
サービス部門 (②)	82.0	16.0	96.0	64.7
小売業	-14.8	-14.3	15.7	-4.5
専門・ビジネス	-23.0	-11.0	-14.0	-16.0
民間教育・医療	70.0	52.0	79.0	67.0
娯楽・ホスピタリティ	27.0	4.0	5.0	12.0
政府部門 (③)	-50.0	11.0	-10.0	-16.3
非農業部門合計 (①+②+③)	19.0	14.0	73.0	35.3
非農業部門合計 (除く民間教育・医療)	-51.0	-38.0	-6.0	-31.7

(資料) 米労働省

しかし、サービス部門の中でも濃淡は大きくなっており、この増勢の殆どは民間教育・医療 (平均+6.7 万人) に由来している。非農業部門雇用者数において民間教育・医療の次に多くの労働者を抱えている専門・ビジネスでは平均▲1.6 万人と減少基調にあり、4 番目に大きな労働者数を抱える業種である小売業も平均▲0.45 万人とやはり減少基調にある。ちなみに3 番目に大きな労働者数を抱える娯楽・ホスピタリティ (主に宿泊・飲食業含む) は平均+1.2 万人と増勢を維持できているが、5 番目に大きな労働者数を抱える製造業はやはり平均▲1.2 万人と減少基調だ。

こうした結果を総合して見えてくるのは「民間教育・医療がなければ、5 月以降、米国の労働市場は縮小している」という事実である。例えば5～7 月平均の非農業部門雇用者数変化は平均+3.5 万人だが、民間教育・医療 (+6.7 万人) を抜けば平均▲3.2 万人である。4 月までは堅調だった米国の労働市場が激変したことと合わせ見れば、分かりやすすぎる現象である。民間教育・医療や娯楽・ホスピタリティが相対的に堅調な理由はトランプ関税から直接的な影響を受けないからだろう。

しかし、トランプ大統領は「利下げしないからこうなった」、「統計が改ざんされている」と現実を直視しようとしな。現実には「解放の日」を皮切りに米国内の企業が新規採用を手控え、追加関税を相殺するための固定費削減に踏み込んでいるということではないか。なお、失業率自体は下がっていないが、これもパウエル議長が述べるように移民制限で労働供給が縮小する一方、労働需要も (不透明感から) 縮小しているため、それはやはりハト派的な解釈が正当化される状況と言える。

～ベッセント宣言通りに 10～11 月に次期議長決定か～

いずれにせよ、この歪曲された現状認識と共に大統領が経済政策に介入することが常態化する不安は大きい。労働統計局長の解雇は米経済統計の信憑性を毀損し、ようやく落ち着いてきた「ドル離れ」のテーマを引き戻すことになりかねないだろう。また、今回の本欄では詳述しないものの、クグラー理事が FOMC を欠席した直後に辞任するという動きも憶測を呼ぶ。空席となる理事ポストにトランプ大統領の思想を受け継いだ理事が次期議長候補として 1 名送り込まれる展開はほぼ確実視される。ちなみに、本件についてはベッセント米財務長官が示唆していた動きでもある。クグラ

一理事は 2023 年 9 月に就任したばかりであり、前任から引き継いだ任期が 2026 年 1 月に終了する。ここでクグラー理事をキックアウトして意中の議長候補を送り込み、「候補を 10～11 月に指名する」(ベッセント財務長官)と述べていた経緯がある。とすれば、今秋にも「利下げ志向を隠さない次期議長」が確定するということになり、今年 10～12 月期のドル/円相場の上値を押さえる材料となるだろう。しかし、過去の本欄で論じたように年末から年明けにかけて関税が米国のインフレを押し上げる公算が大きくなる。これを一時的としてトランプ派議長が利下げに踏み切る運営は果たして市場に受け入れられるのか。

円高は約束できず

恐らく、トランプ派議長はその高いインフレを「一時的」と切り捨てて利下げに踏み切るのだろうが、その運営は果たして金融市場に受け入れられるのか定かではない。実際、関税によるインフレ押し上げはワンショットで終わる筋合いにあるため、利下げそれ自体が全否定されるわけではない。しかし、政治色を帯びた金融政策運営を市場が色眼鏡で見るのは事実だろう。次期議長判明直後は思惑主導で米金利低下とドル安が併発する可能性はあるものの、「インフレ下の利下げ」が本当に始まった場合、その相場は持続するのだろうか。これは今回見たような関税の悪影響の持続性に関わってくるが、相互関税の不透明感がピークに達していたからこそ 5～7 月の採用手控えなどに繋がっていた恐れはある。連続的な利下げを正当化するほど 2026 年も米国経済が弱体化を続ける保証はなく、また中間選挙を念頭にトランプ大統領はそうならないに手を尽くすのではないのか。

極めて不透明感の大きい状況だが、そもそも、この期に及んでドル/円相場は 145～150 円を主戦場とすることを強いられているという事実こそ、日本円ひいては日本経済にとってとても大きな事実だと考えるべきだろう。これまで繰り返し論じているように、「ドルの弱さ」を持って円高を保証するものでは無いことは肝に銘じておきたいと思う。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分) 日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	買かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマントの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング、2つの先行き」～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～