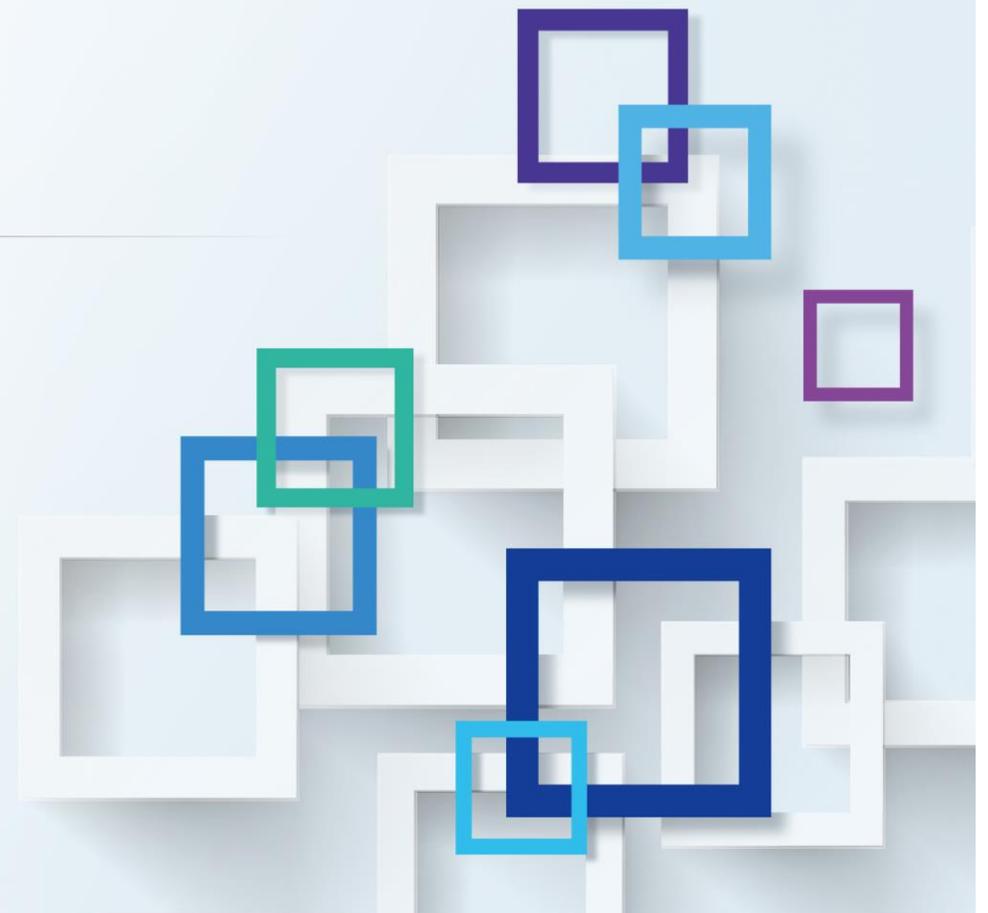


2025年3月の マーケット・レビュー

Tokio Marine Asset Management

2025年4月 作成



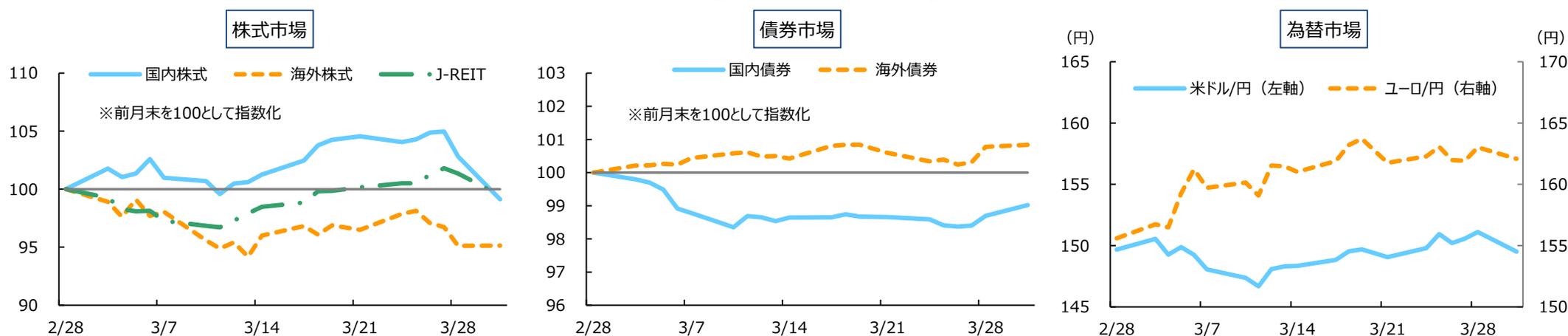
マーケット動向

2025年3月の主要指数の動き

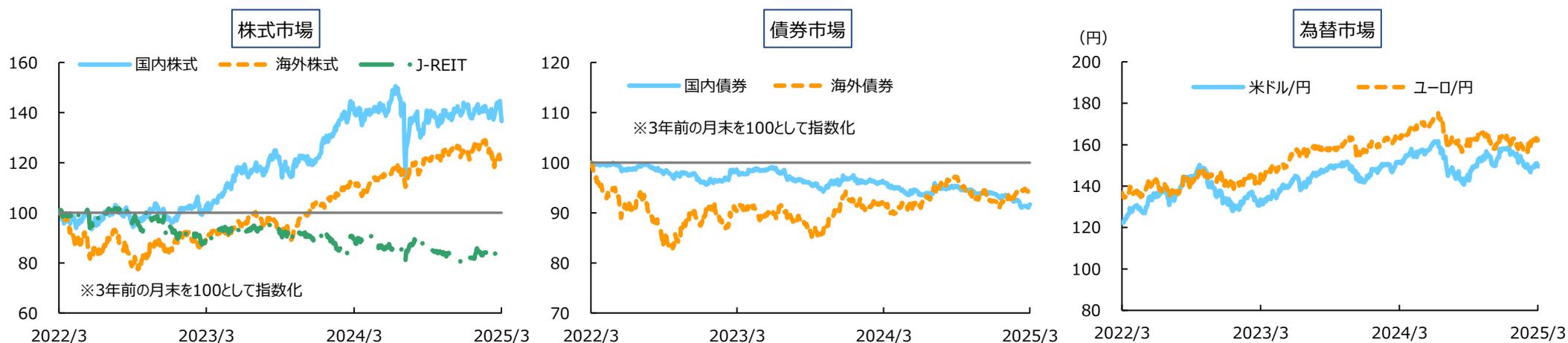
	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替 (TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIアジア指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2025年2月末	2,682.09	352.61	3,965.81	999.02	1,700.49	149.67	155.60
2025年3月末	2,658.73	349.16	3,773.22	1,007.36	1,691.63	149.52	162.08
騰落(変化)率	-0.9%	-1.0%	-4.9%	0.8%	-0.5%	-0.1%	4.2%

※日本の営業日ベースで記載しています。

■ 直近1カ月の主要指数の推移 ■



■ 直近3年の主要指数の推移 ■



※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

出所：ブルームバーグ、LSEG

国内株式市場

～ 米国の関税政策の不確実性を背景とした景気の先行き不安により軟調な展開 ～

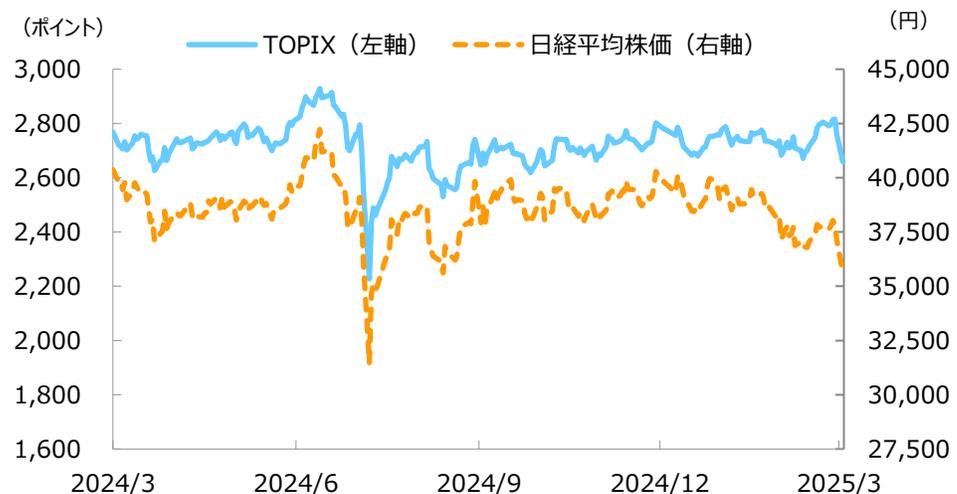
■ 3月の投資環境

- 3月の国内株式市場は、TOPIXは0.87%下落（配当込みベースは0.22%上昇）、日経平均株価は4.14%下落しました。
- 上旬は、米国政府がUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）に準拠した製品の関税適用の延期を受けて、関税政策に対する過度な懸念が後退した一方、円高進行と半導体関連株の軟調な値動きが重石となり、国内株式市場はおおむね横ばいとなりました。
- 中旬は、春闘における堅調な賃上げ見通しや、米国の著名投資家率いる投資会社による総合商社株への追加投資が好感されたことに加え、日米の金融政策決定会合を無難に通過したことを受けて国内株式市場は上昇しました。
- 下旬は、ロシアとウクライナの停戦交渉の進展期待や円安回帰が好感される場面があったものの、トランプ米大統領が全ての輸入自動車に25%の関税を課すと表明したことや、米国マイクロソフト社によるAI（人工知能）データセンターへの投資縮小報道、米国の物価・消費関連指標が事前予想を下回ったことを受けたスタグフレーション（物価上昇と景気後退が同時に発生する状況）懸念の高まりなどが重石となり、国内株式市場は下落しました。

■ 当面の見通し

- 4月の国内株式市場は、関税政策の影響を巡る不透明感からボラティリティ（変動性）が高い展開を予想します。
- 国内では、賃金が高水準の伸びを示していることや、2025年7月の参議院議員選挙を控え拡張的な財政政策および金融緩和基調の継続が想定されることから、個人消費や設備投資活動は底堅く推移すると考えます。しかし、これまでのコモディティ（商品）価格の上昇および円安などを背景とした製品価格の値上げにより個人消費の減速、消費者心理や企業の設備投資意欲の後退、国内政治の不安定化などのリスクに留意する必要があります。
- 海外では、利下げが始まった欧米の経済や物価動向、トランプ米政権の政策に対する不確実性、中東情勢をはじめとした地政学的リスクの高まり、中国の景気刺激策など、今後の世界経済や金融政策などの動向には留意が必要と考えます。
- 2024年10-12月期の企業決算では、非製造業の業績が底堅く推移したほか、円安の恩恵により外需企業の業績も好転し、国内株式市場全体の業績見通しは改善しています。このような環境下、米国の関税政策が実態経済に与える影響についての不確実性の解消が、株式市場のセンチメント回復に重要と考えています。その他、足元の国内の金利上昇や物価上昇が企業業績に与える影響を注視しています。

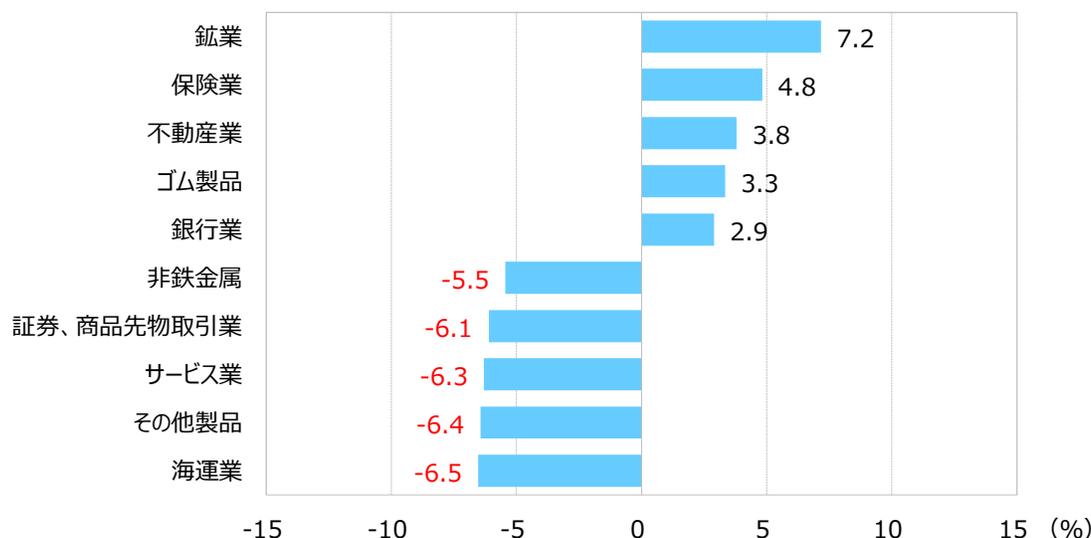
■ 直近1年のTOPIXと日経平均株価の推移



日経平均株価©日本経済新聞社

■ 当月の東証33業種別指数のリターン

※上位、下位5業種ずつ表示



出所：ブルームバーグ、LSEG

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

国内債券市場

～ 国内長期金利は上昇 ～

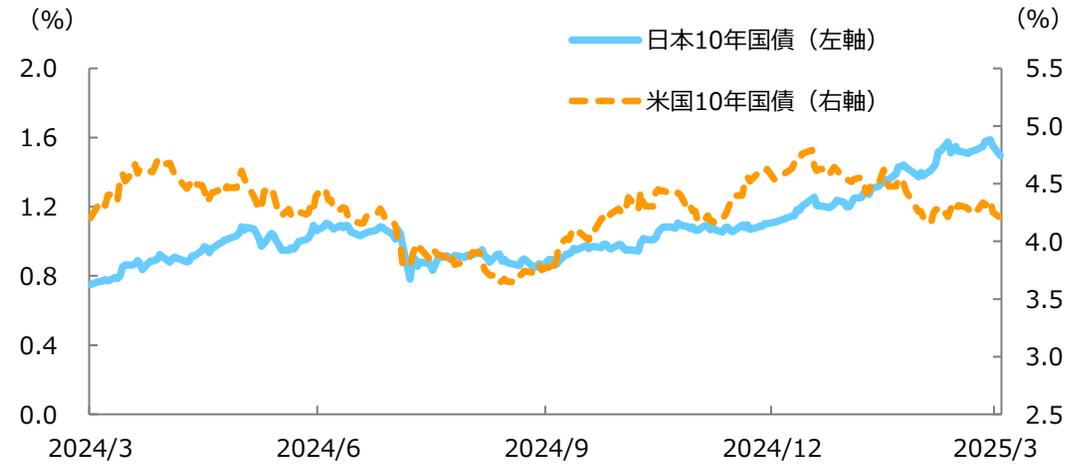
■ 3月の投資環境

- 3月の国内長期金利（10年国債利回り）は上昇しました。
- 日銀による追加利上げ懸念や米国長期金利の上昇などを受けて、月初から10年国債利回りは上昇基調となりましたが、中旬以降は狭いレンジ内で推移しました。19日に終了した日銀金融政策決定会合では政策金利の据え置きが決定されましたが、米国長期金利の上昇などから、下旬以降、10年国債利回りは徐々に水準を切り上げる展開となりました。その後、40年国債入札が堅調な結果になると、10年国債利回りは低下に転じました。月末にかけては、トランプ米大統領が自動車関税に関する大統領令に署名したことをきっかけにリスク回避的な動きが強まり、株式市場が急落するなか10年国債利回りは低下しましたが、前月末対比では上昇しました。

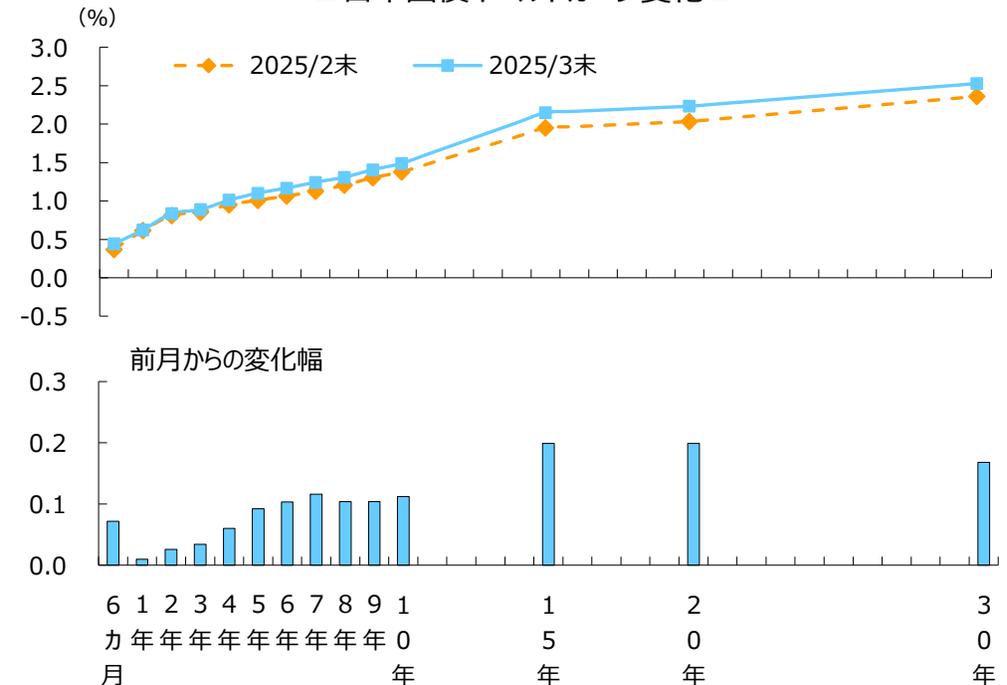
■ 当面の見通し

- 米国による自動車関税政策を巡る不透明感は金利低下要因になる一方、市場参加者間では日銀による追加利上げ懸念がくすぶっていることや、4月以降に日銀の国債買入額が減額されることは金利上昇要因であり、両要因に左右されて国内長期金利は当面方向感の無い展開が継続すると予想します。

■ 直近1年の日米10年国債利回り推移



■ 日本国債イールドカーブ変化



出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

海外株式市場

～ 米国での輸入自動車に対する25%の追加関税の発表を受け下落 ～

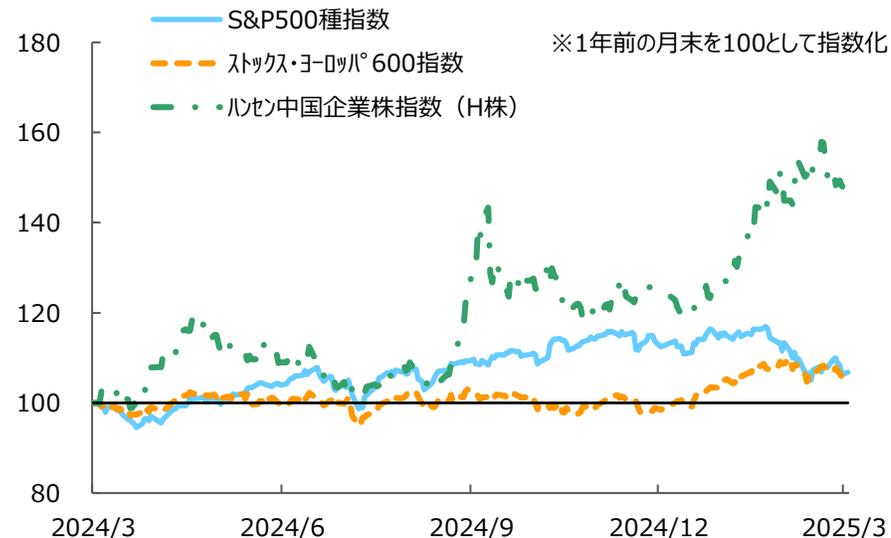
■ 3月の投資環境

- ・ 月前半の海外株式市場は下落しました。米国において消費者信頼感指数が低下するなか、トランプ米政権がカナダに対する追加関税を発表するなど、関税政策への不透明感が高まり、景気の先行きに対する懸念が広がったことから、海外株式市場は下落しました。
- ・ 月後半の海外株式市場は下落しました。トランプ米政権による貿易相手国に対する関税政策が当初の想定よりも穏当な内容となる可能性があるとの期待から海外株式市場は上昇しましたが、輸入自動車に対する25%の追加関税の発表を受けて下落しました。
- ・ 以上のような環境下、海外株式市場は前月末対比で下落しました。

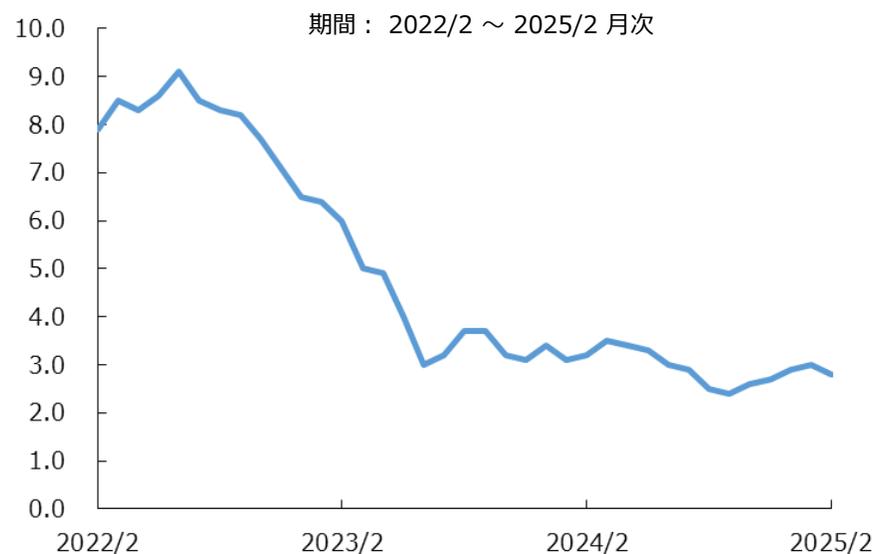
■ 当面の見通し

- ・ 今後の海外株式市場は、当面は、トランプ米政権が発表した相互関税によるマクロ経済や企業業績への影響を見極める動きや金融政策の動向により、ボラティリティ（変動性）の高い展開が予想されます。
- ・ 各国政府と米国政府との協議により関税率が引き下げられるなど、関税が世界経済に及ぼす影響が軽微にとどまれば、企業業績の増益基調が維持され、2025年後半に向け、減税や規制緩和へ政策の焦点が移っていくと想定されることから、中長期的には海外株式市場は徐々に落ち着きを取り戻し、上昇していく展開を予想しています。
- ・ 見通しに対する下振れリスクとしては、各国政府が報復関税を導入することにより、貿易戦争に発展する懸念や、相互関税により企業・消費マインドが悪化し、世界経済が景気後退に陥る可能性などを想定しています。

■ 直近1年の主要株価指数の推移



■ 米国 消費者物価指数（前年同月比）の推移



出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

海外債券市場

～ 米国債利回りはおおむね横ばい圏も、ドイツ国債利回りは上昇 ～

■ 3月の投資環境

- 米国債利回りはおおむね横ばいとなりました。月前半は、米国でサービス業PMI（購買担当者景況指数）などの経済指標が景気の底堅さを示した一方で、トランプ米大統領が景気後退懸念の可能性を否定しなかったことから、米国債利回りはおおむね横ばい圏で推移しました。月後半も、トランプ米政権の関税政策がインフレ再燃を招くとの懸念が高まった一方で、米国経済の減速を示唆する経済指標が相次いだことなどから、米国債利回りはおおむね横ばい圏で推移しました。
- ドイツ国債利回りは上昇しました。月前半は、ドイツの拡張的な財政政策や、ロシアとウクライナの停戦を巡る協議進展への期待から、ドイツ国債利回りは上昇基調で推移しました。月後半は、トランプ米政権の関税政策を巡る警戒感から、ドイツ国債利回りの上昇基調は一服しましたが、月を通しては上昇しました。
- 新興国債券と先進国債券のスプレッド（利回り格差）は、米国の関税政策を巡る警戒感や、景気の先行きに対する懸念から拡大しました。

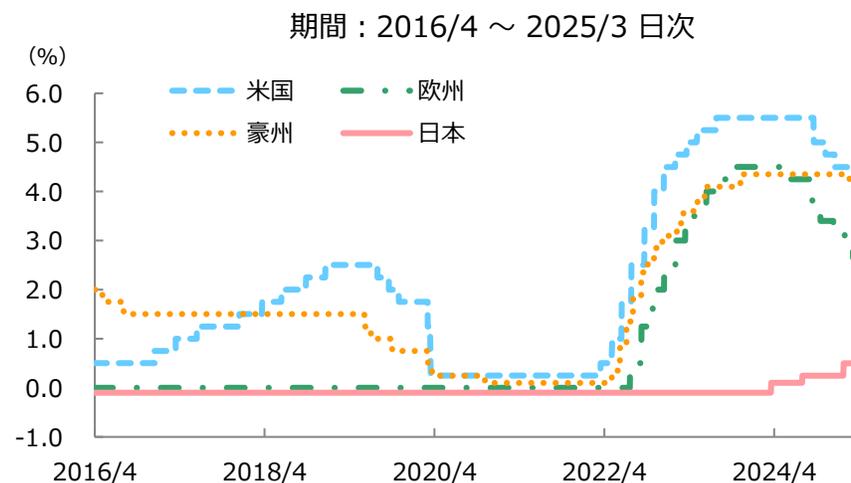
■ 当面の見通し

- 3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）会合では政策金利見通しに変化は見られず、年内2回の利下げ予想は据え置かれました。FRB（米連邦準備制度理事会）高官からは利下げ再開に慎重な姿勢が見られていますが、中立金利（景気を刺激も抑制もしない水準の金利）へ向けた漸進的な利下げ継続が見込まれるなか、米国債利回りは中長期的には低下基調での推移を予想します。
- 欧州圏では、ドイツの拡張的な財政政策による景気押し上げ効果が期待されているものの、中長期的には足元拡大したリスクプレミアム（投資家が求める期待リターンの上乗せ分）の剥落なども想定されることから、ドイツ国債利回りは中長期的には低下基調での推移を予想します。

■ 直近1年の米国・ドイツ10年国債利回りの推移 ■



■ 主要先進国・地域の政策金利の推移 ■



米国：FOMC金利誘導目標 欧州：欧州中央銀行政策金利
豪州：RBA Daily Cash Rate Target 日本：日銀無担保コール翌日物

出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

外国為替市場

～ 米ドル円為替レートはおおむね横ばい ～

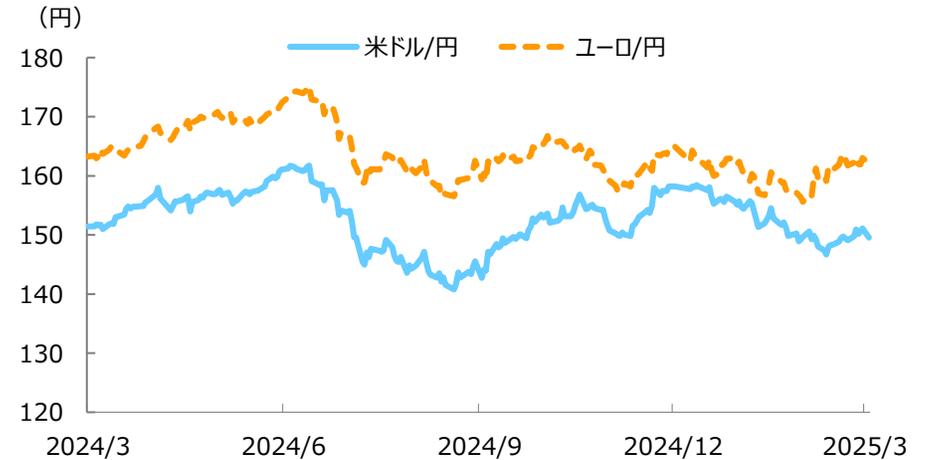
■ 3月の投資環境

- 米ドル円為替レートはおおむね横ばいとなりました。月前半は、トランプ米大統領が景気後退懸念の可能性を否定しなかったことや、日銀の利上げ観測の強まりなどを背景に日米金利差が縮小し、円高米ドル安が進行する場面がありました。月後半は、関税政策を巡り、対象となる国や品目が絞り込まれる可能性が高まったことで米国景気の先行きへの懸念が和らぎ、円安米ドル高が進行する場面があったものの、個人支出など米国経済の減速を示唆する経済指標が相次いだことや、トランプ米大統領が発表した輸入自動車への追加関税を巡る警戒感から、円高米ドル安基調で推移し、月を通してはおおむね横ばいとなりました。
- ユーロ円為替レートは円安ユーロ高となりました。トランプ米政権の関税政策への警戒感が高まるなか、ドイツの拡張的な財政政策や、ロシアとウクライナの停戦を巡る協議進展への期待から、円安ユーロ高基調で推移しました。月後半は、米国の輸入自動車への追加関税政策を巡る警戒感がユーロの重石となったものの、月を通しては円安ユーロ高となりました。

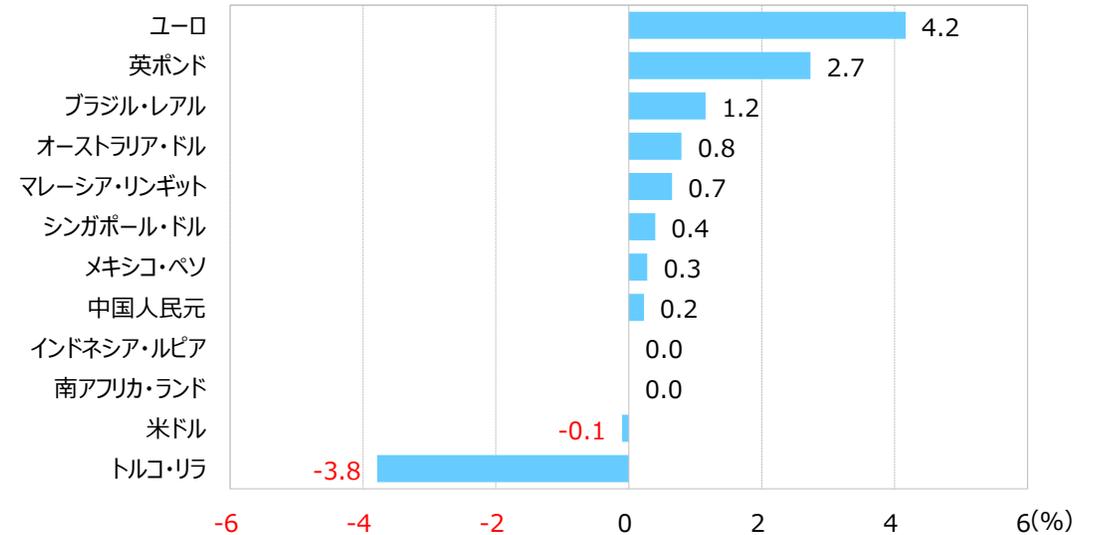
■ 当面の見通し

- 米ドル円為替レートは、日銀の今後の金融政策に関しては引き続き不透明感が強いものの、中長期的には米国の利下げや日銀の金融政策正常化への思惑を受けて円高米ドル安基調となる展開を予想します。
- ユーロ円為替レートは、欧州では米国の対EU（欧州連合）関税による景気下振れ懸念がくすぶる一方で、欧州各国における拡張的な財政政策による上振れ期待もあり、方向感が出にくい状況が想定されます。このような環境下、日銀のさらなる金融政策正常化への思惑を受けて、中長期的には円高ユーロ安基調となる展開を予想します。

■ 直近1年の米ドル/円・ユーロ/円の推移 ■



■ 当月の主要通貨の対円での騰落率 ■



* 為替レートは対顧客電信売買相場の仲値を使用しています。

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

J-REIT市場

～ 日銀による追加利上げへの警戒や、世界的なリスクオフから変動性の激しい相場 ～

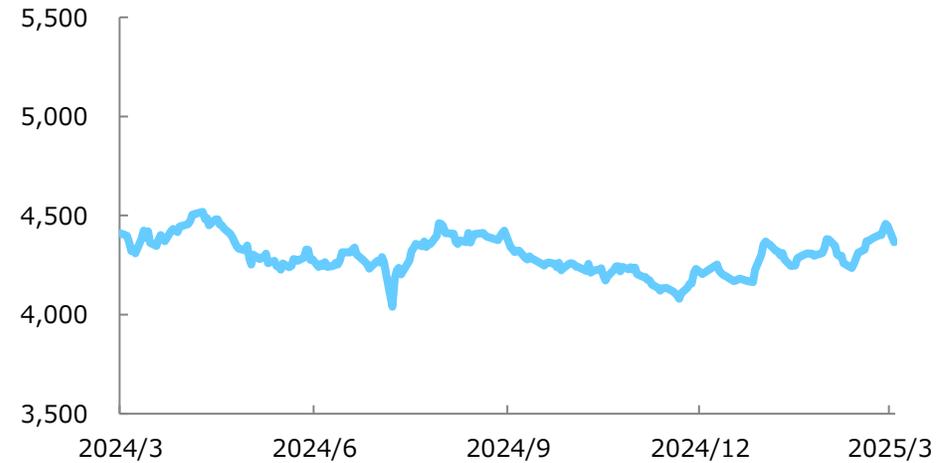
■ 3月の投資環境

- 3月のJ-REIT市場は、日銀の追加利上げへの警戒や、米国の関税政策を受けた世界的なリスクオフを要因に変動性の激しい相場となり、東証REIT指数で前月末対比0.52%下落（配当込みベースは0.32%下落）となりました。
- 上旬は、国内の物価上昇に対する懸念や春闘で労働組合の要求賃上げ率が前年を上回ったことが日銀の追加利上げを後押しするとの見方が強まり、国内長期金利が大きく上昇したことから、J-REIT市場は下落しました。
- 中旬は、日本の実質GDP（国内総生産）成長率が事前予想を下回ったことで3月の金融政策決定会合での追加利上げ懸念が後退し、国内長期金利の上昇が一服したことから、J-REIT市場は反発上昇しました。
- 下旬は、割安感による見直し買いでJ-REIT市場は一時上昇したものの、米国では物価高や消費関連指標が事前予想を下回ったことでスタグフレーション（物価上昇と景気後退が同時に発生する状況）が懸念されたことや、トランプ米大統領が輸入自動車に対する関税政策を発表したことを受けて日本経済への悪影響も懸念され、J-REIT市場は反落しました。
- J-REIT市場の需給環境については、東京証券取引所が公表した2月の月次投資部門別売買状況データによると、証券（自己）の買い越し、銀行、海外投資家、事業法人、投資信託の売り越しとなりました。

■ 当面の見通し

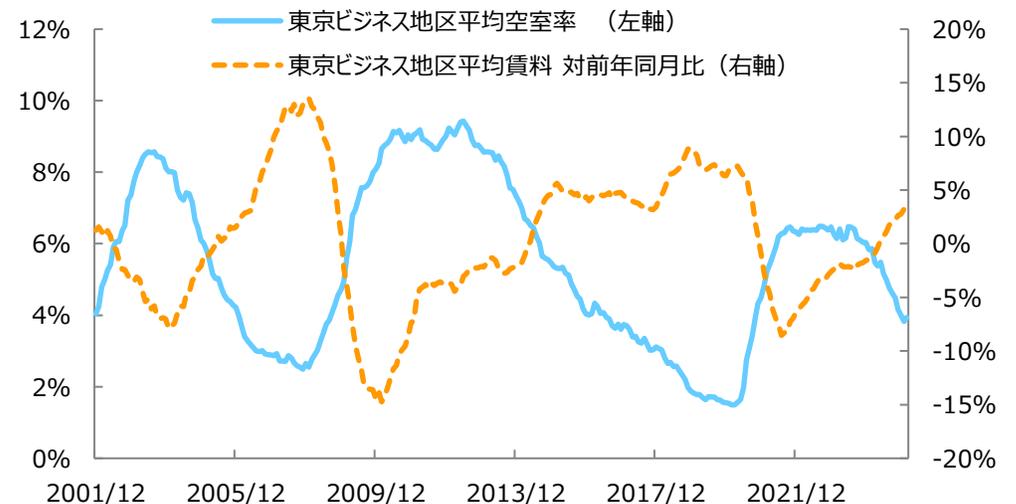
- 三鬼商事が発表している2月の東京ビジネス地区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）のオフィスビルの平均空室率は3.94%（前年同月比1.92ポイントの低下）、平均募集賃料は1坪あたり月額20,481円（前年同月比3.56%の上昇）となり、前年同月比で空室率は低下、賃料は上昇して賃貸市況は改善傾向を示しています。
- J-REIT市場では、J-REIT各社による自己投資口取得だけでなく、スポンサー企業による投資口の追加取得や投資ファンドによる公開買い付けなど、J-REITの投資口価格が割安と判断する市場参加者が増えており、投資需要の増加による市場の需給回復が期待されます。セクター別では、オフィスビルセクターでは、オフィス立地改善のためのテナント需要増加や建築費高騰による新規オフィスビルの供給減少などを背景に、都心の賃貸市場の改善傾向は継続すると想定します。宿泊施設セクターでは、訪日外国人観光客による宿泊需要増加によって好業績が期待されます。賃貸住宅セクターでは、賃料引き上げを実現する一方で、コスト増を上回る賃料上昇が実現できるかは不透明な状況です。物流施設セクターでは、投資主還元への注目が続いており、含み益を抱えた物件の売却や自己投資口の取得の継続が期待されますが、今後の供給過剰による賃貸市況の悪化に対する懸念が高まっています。
- 今後の銘柄の物色動向では、投資口価格が保有物件の鑑定評価額による含み益を反映した1口当たり純資産価値に比べて割安感が強い銘柄や、インフレ環境下で賃料上昇期待の強いオフィスビルや宿泊施設などの銘柄に市場の注目が集まりやすいと考えます。

■ 直近1年の東証REIT指数（配当込み）の推移



■ オフィスビルの平均空室率と平均賃料（前年同月比）の推移

期間：2001/12 ～ 2025/2 月次



※東京ビジネス地区：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

出所：三鬼商事、ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

指数について

TOPIX

「TOPIX」は、JPX総研が算出する株価指数であり、日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有するマーケット・ベンチマークで、浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、JPX総研またはJPX総研の関連会社（以下、JPXといいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。

NOMURA-BPI（総合）

「NOMURA-BPI（総合）」とは、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社（以下、NFRCといいます。）が公表する日本の公募債券流通市場全体の動向を的確に表す代表的な指標です。NOMURA-BPIは、NFRCの知的財産です。

MSCIコクサイ指数（米ドルベース）

「MSCIコクサイ指数（米ドルベース）」とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。

また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

FTSE世界国債インデックス（除く日本、米ドルベース）

「FTSE世界国債インデックス（除く日本、米ドルベース）」は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

東証REIT指数

「東証REIT指数」は、JPX総研が算出する株価指数であり、東証市場に上場するREIT全銘柄を対象とした浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。東証REIT指数の指数値および東証REIT指数にかかる標章または商標は、JPX総研またはJPX総研の関連会社（以下、JPX）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証REIT指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。

投資信託に係るリスク・費用について

【投資信託に係るリスクについて】

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

【投資信託に係る費用について】

- 購入時に直接ご負担いただく費用……………購入時手数料 上限 3.3% (税込)
- 換金時に直接ご負担いただく費用……………信託財産留保額 上限 0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用……………信託報酬 上限 年率1.903% (税込)

※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。

- その他の費用・手数料……………監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

ご留意事項

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧の上、ご自身でご判断ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第361号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

TMAMQuality

お客様の期待の一步先へ

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

