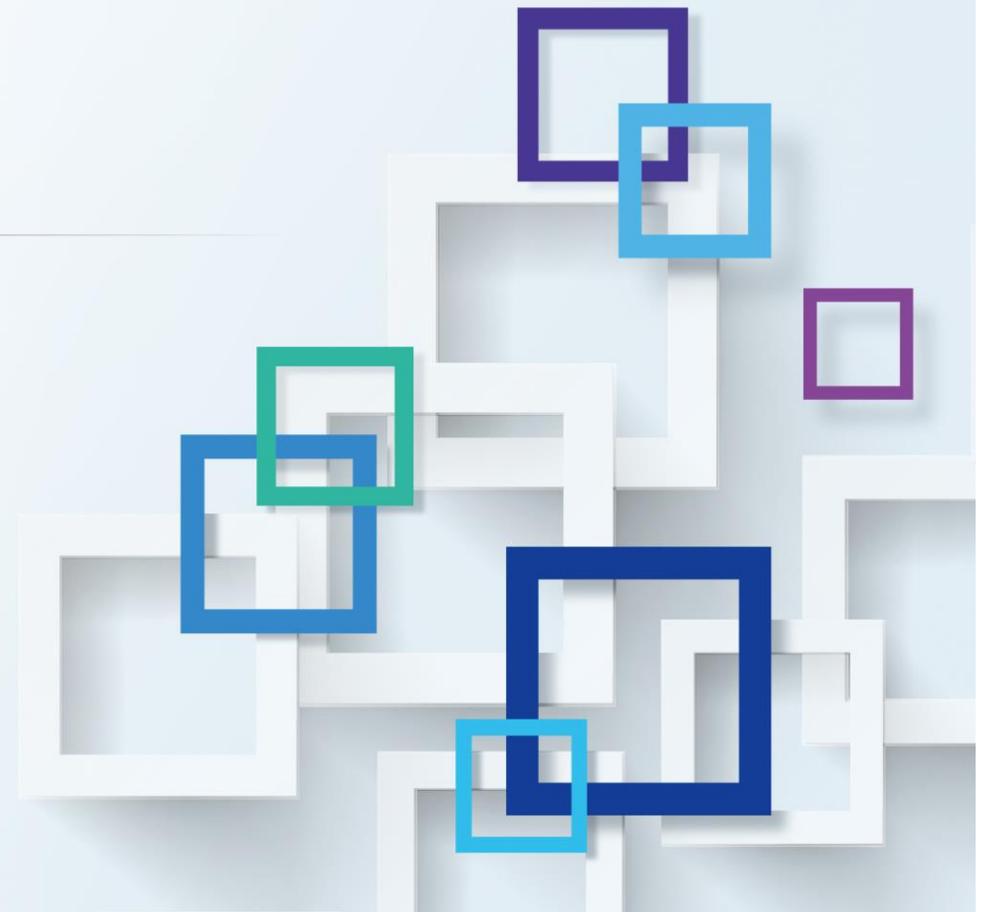


2025年5月の マーケット・レビュー

Tokio Marine Asset Management

2025年6月 作成



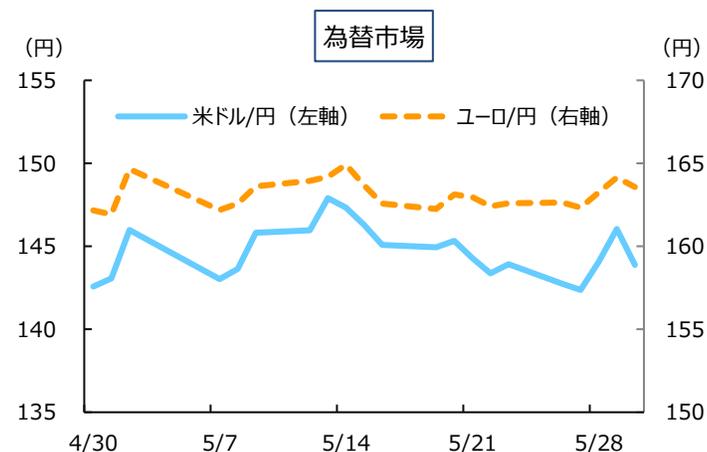
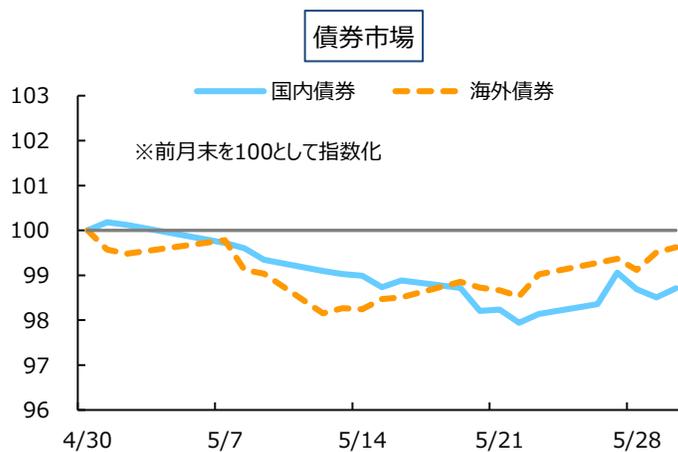
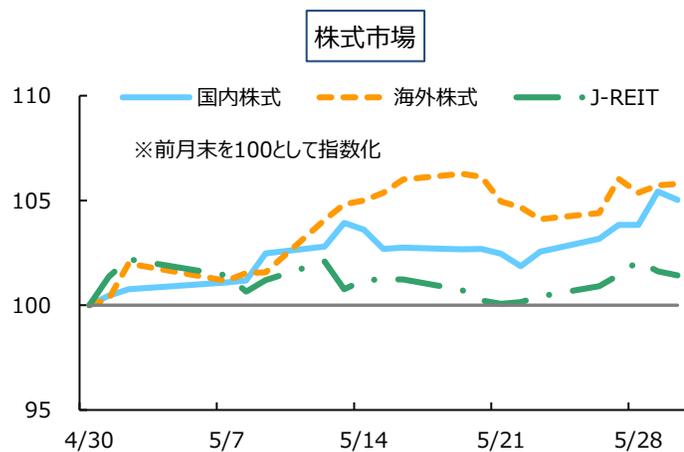
マーケット動向

2025年5月の主要指数の動き

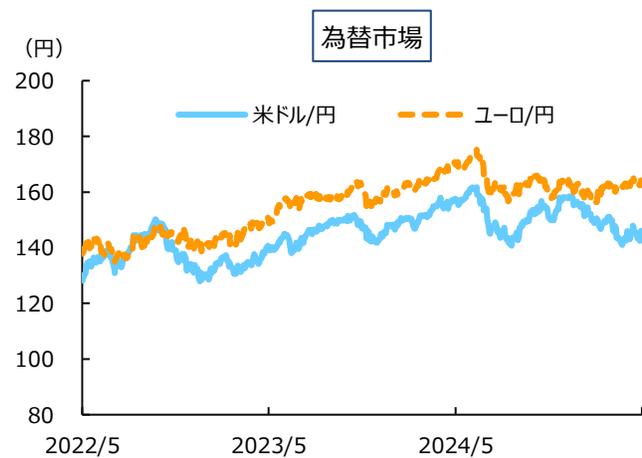
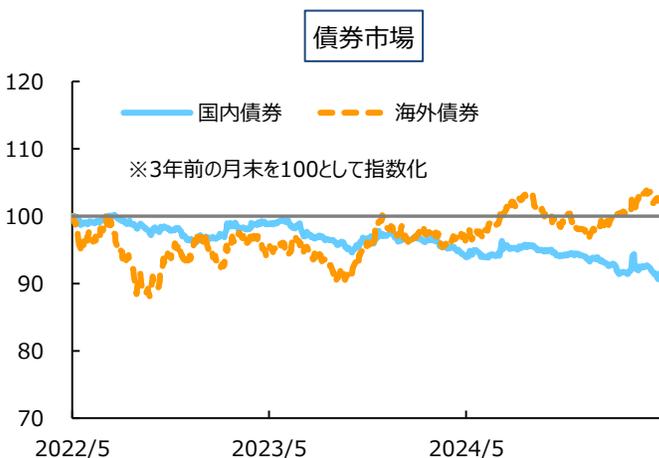
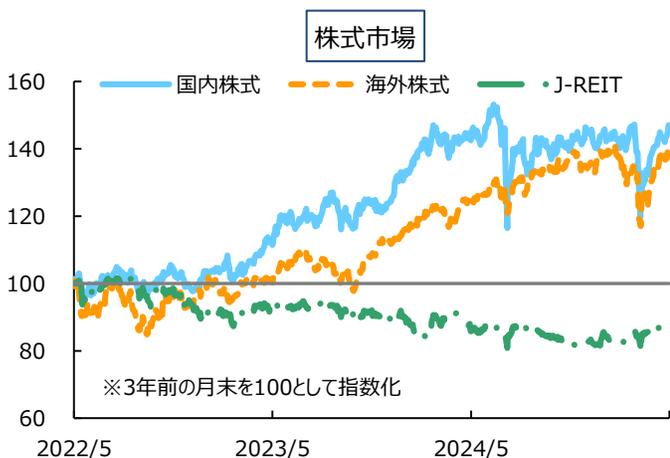
	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替 (TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIアジア指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2025年4月末	2,667.29	351.19	3,791.51	1,039.01	1,712.43	142.57	162.17
2025年5月末	2,801.57	346.68	4,011.03	1,035.13	1,736.74	143.87	163.57
騰落(変化)率	5.0%	-1.3%	5.8%	-0.4%	1.4%	0.9%	0.9%

※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

～ トランプ米政権運営や企業業績に対する過度な懸念後退を受けて堅調な展開 ～

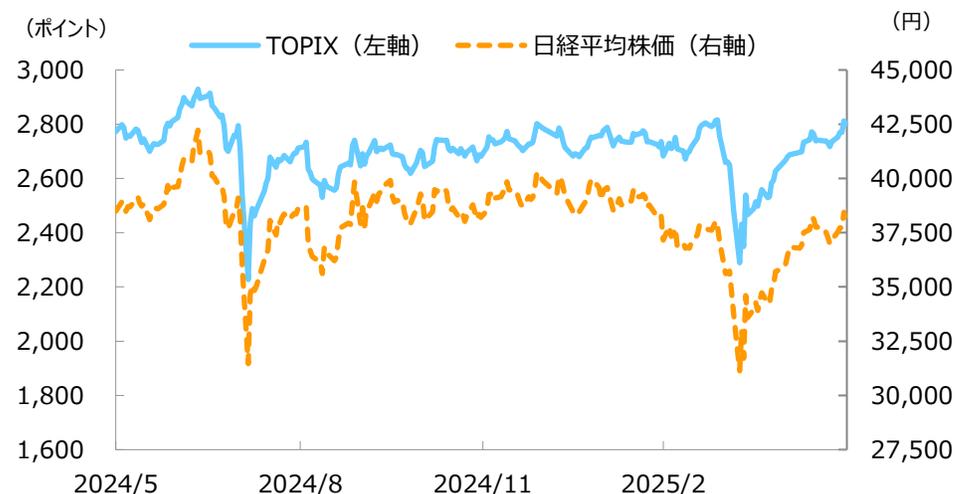
■ 5月の投資環境

- 5月の国内株式市場は、TOPIXは5.03%上昇（配当込みベースは5.10%上昇）、日経平均株価は5.33%上昇しました。
- 上旬は、日銀金融政策決定会合の結果を受けて早期の追加利上げは難しいとの見方が広がったことや、日本企業の底堅い決算を受けて過度な業績懸念が後退したことなどから、国内株式市場は上昇しました。
- 中旬は、米中両政府による相互関税の大幅な引き下げが好感されたものの、その後の円高進行も相まって、株価急回復後の利益確定売りに押される展開となり、国内株式市場はおおむね横ばいで推移しました。
- 下旬は、米国の欧州に対する新たな関税政策が報道されたものの、トランプ米政権は過度に景気を悪化させる政策を実施しないとの見方から世界的に株式市場は冷静な反応となり、また、米国の減税法案や各国との通商交渉進展への期待、国際貿易裁判所によるトランプ米政権の関税政策に対する違憲判決などが好感されて、国内株式市場は上昇しました。

■ 当面の見通し

- 6月の国内株式市場はボラティリティ（変動性）の高い展開を想定します。
- 国内では、賃金が高水準の伸びを示していることや、7月の参議院議員選挙後の秋の臨時国会で補正予算案を編成する見込みであることなどから、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、原材料価格や人件費の上昇に伴う製品価格の値上げにより、個人消費の減速、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は留意する必要があります。
- 海外では、トランプ米政権の政権運営について、足元では現実路線への転換により過度な懸念は後退していますが、米国による全世界への相互関税や中国に対する追加関税などは実施されており、景気への下押し圧力がかかっている点には留意が必要です。また、欧米の金融政策や物価動向、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の動向を注視しています。
- 足元の米国による関税政策や円高の進行を受けて、国内株式市場全体の業績見通しはやや悪化基調にあります。このような環境下、関税政策が実体経済に与える影響についての不透明感が解消されることや、米国金融当局が金融緩和を積極化するなど景気の下支えに向けた姿勢を見せることが、投資家心理の回復に重要と考えています。

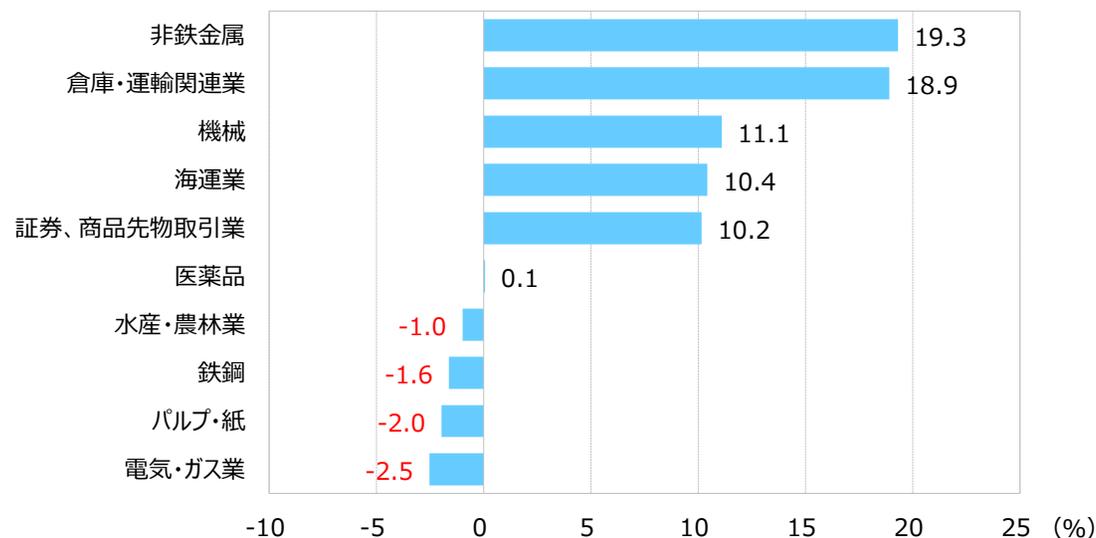
■ 直近1年のTOPIXと日経平均株価の推移



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 ~

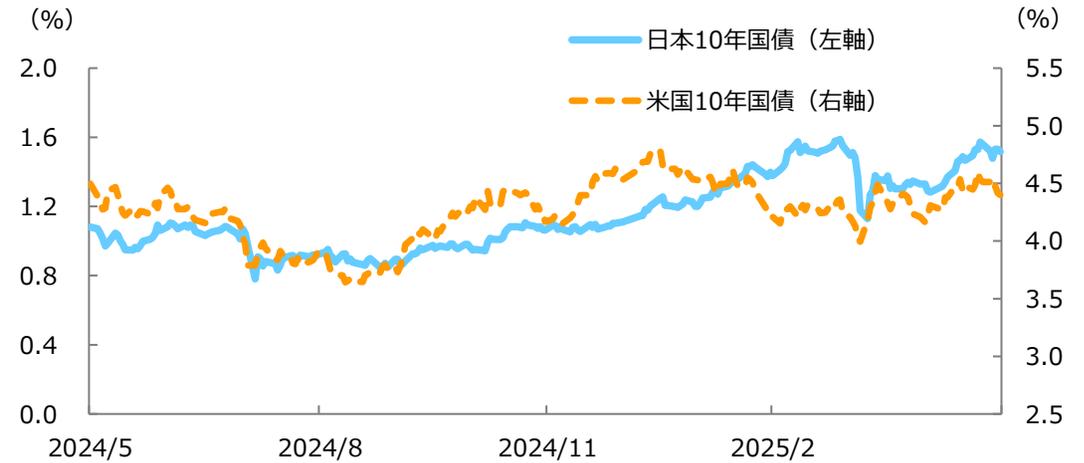
■ 5月の投資環境

- 5月の国内長期金利（10年国債利回り）は上昇しました。
- 超長期国債市場の需給悪化懸念や、中旬に米中貿易交渉で双方が関税を大幅に引き下げることによって合意したことをきっかけに株価が上昇する環境下、10年国債利回りは下旬にかけて上昇基調で推移しました。下旬以降は、財務省が2025年度国債発行計画の年限構成の見直しを検討するとの報道を受けて、超長期国債市場の需給環境の改善期待が広がったことから、超長期国債利回りは月末にかけて大幅に低下しました。10年国債利回りについても低下に転じましたが、前月末対比では上昇して終わりました。

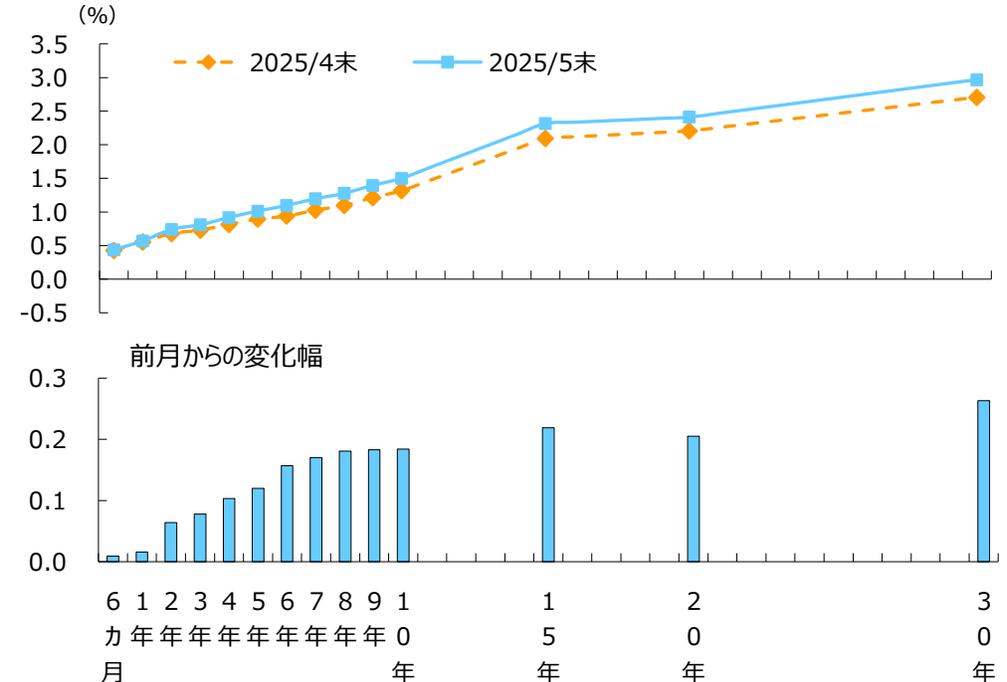
■ 当面の見通し

- トランプ米政権の相互関税導入による世界経済の先行き不透明感や、今夏の参議院議員選挙を控えて国内政局への警戒感が高い状況において、6月の日銀金融政策決定会合で追加利上げが実施される可能性は限定的であると考えます。このような環境下、時々の政治経済関連報道などに左右され、長期金利は当面方向感の無い展開が継続すると想定します。

■ 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

～ 世界的な貿易摩擦の緩和期待が高まり上昇～

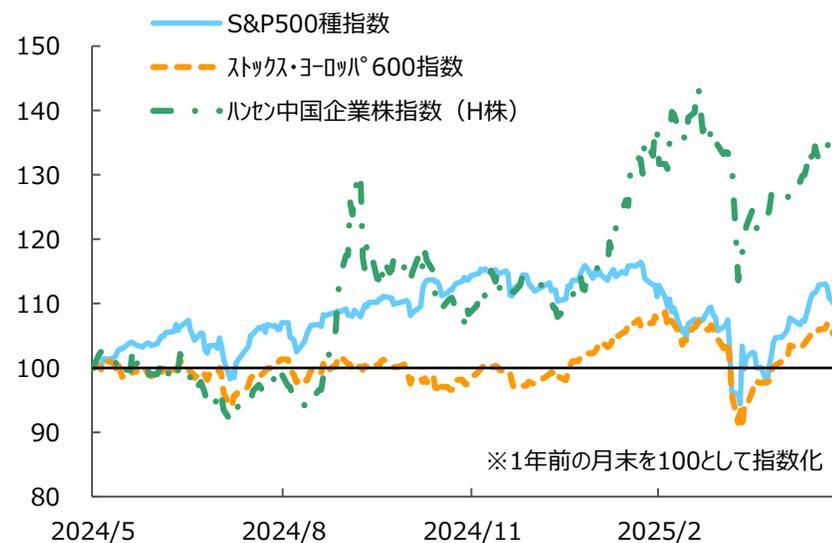
■ 5月の投資環境

- 月前半の海外株式市場は上昇しました。米国雇用統計などの力強い経済指標や米国と中国が相互関税の引き下げで合意したことを受け、世界的な貿易摩擦の緩和期待が高まったことから、海外株式市場は上昇しました。
- 月後半の海外株式市場は小幅に下落しました。米国において消費者信頼感指数が改善に転じたことがプラス要因となり海外株式市場は上昇したものの、トランプ米政権がEU（欧州連合）からの輸入品に50%の関税を課す意向を表明したことにより、世界経済や貿易への影響に対する懸念が再燃し、小幅に下落しました。
- 以上のような環境下、海外株式市場は前月末対比で上昇しました。

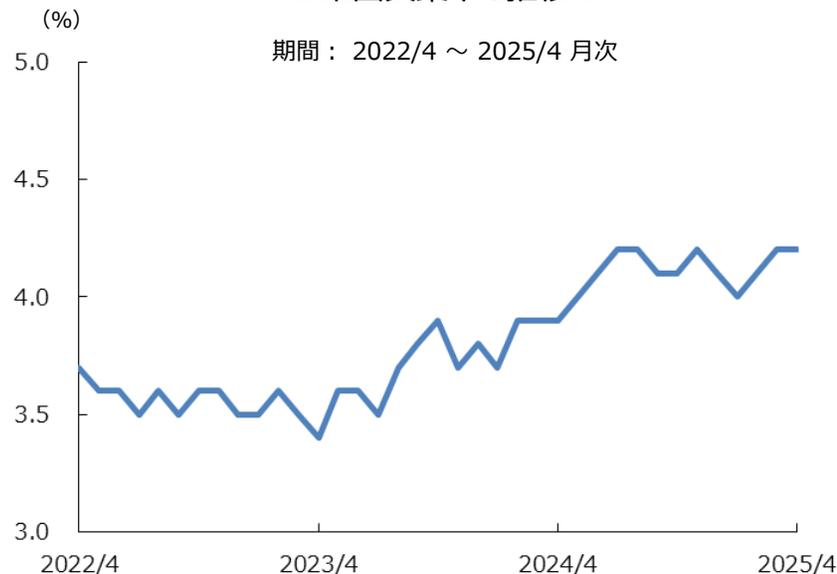
■ 当面の見通し

- 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、関税政策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 ■



■ 米国失業率の推移 ■



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

～ 海外債券利回りは上昇 ～

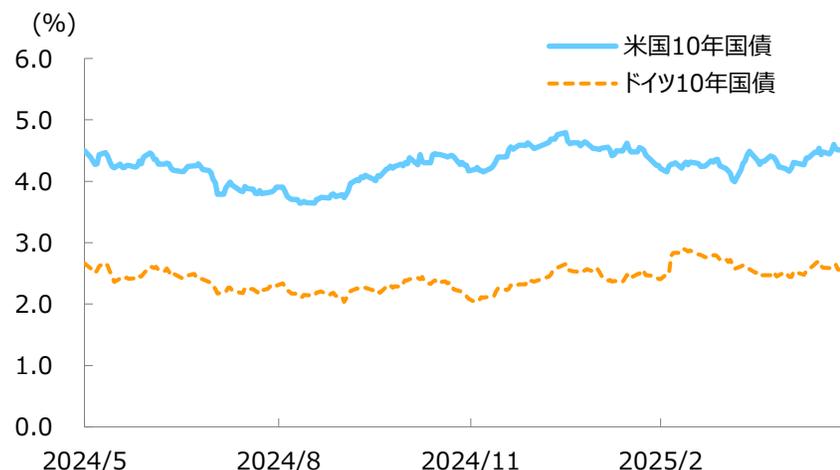
■ 5月の投資環境

- 米国債利回りは上昇しました。米中両国が相互関税を90日間大幅に引き下げると発表したことを受け、投資家のリスク選好姿勢が強まったことに加え、米国の大手格付会社が米国債の長期信用格付けを最上位から1段階引き下げたことや、トランプ減税の恒久化などを含む減税法案が下院で可決されたことなどにより財政悪化への懸念が高まったことなどから、米国債利回りは上昇基調で推移しました。
- ドイツ国債利回りは小幅に上昇しました。米中貿易摩擦に対する懸念が後退したことを背景に投資家のリスク選好姿勢が強まったことを受け、月半ばにかけて、ドイツ国債利回りは上昇基調で推移しました。その後は、軟調なユーロ圏経済指標を背景にECB（欧州中央銀行）による追加利下げ観測が高まったことから、ドイツ国債利回りは低下基調で推移したものの、月を通しては小幅に上昇しました。
- 新興国債券と先進国債券のスプレッド（利回り格差）は、米中貿易摩擦や景気の先行きに対する懸念が後退したことなどから縮小しました。

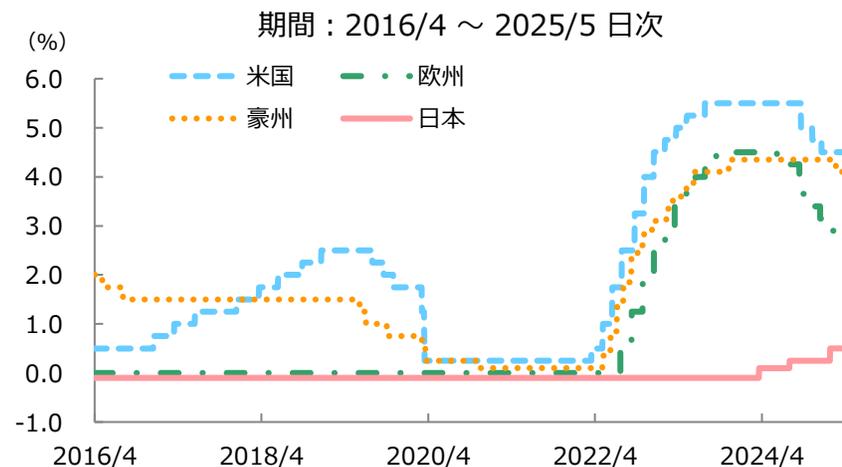
■ 当面の見通し

- 米中関税協議の進展により景気後退リスクは和らいだものの、対EU（欧州連合）関税交渉の行方など依然不確実性が残っており、米国経済の下支えを目的として中立金利（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、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、相互関税やグローバルな景気減速による影響が大きくなることが想定され、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 ~ 円安米ドル高が進行 ~

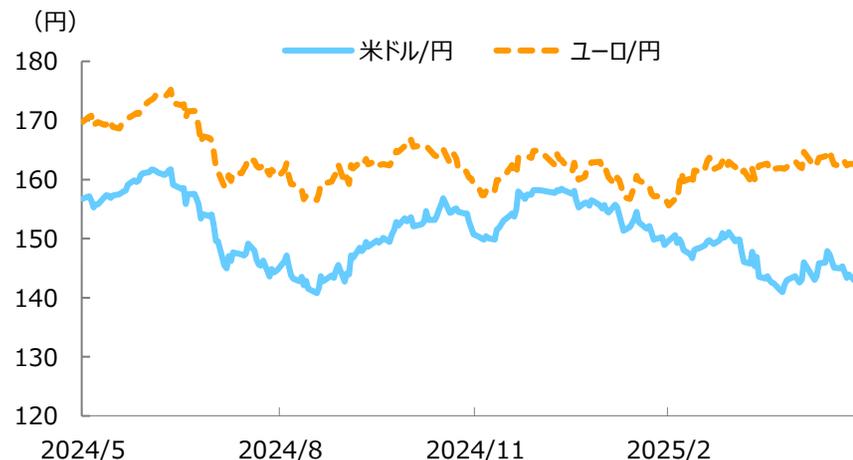
■ 5月の投資環境

- 米ドル円為替レートは円安米ドル高となりました。米中両国が相互関税を90日間大幅に引き下げると発表したことを受け、今後の関税交渉進展への期待感が高まり、月半ばにかけて円安米ドル高が進行しました。その後は、米国の大手格付会社が米国債の長期信用等级付けを最上位から1段階引き下げたことや、トランプ減税の恒久化などを含む減税法案が下院で可決されたことなどにより米国の財政悪化への懸念が高まったことで米ドル安基調となったものの、月を通しては円安米ドル高となりました。
- ユーロ円為替レートは円安ユーロ高となりました。米中貿易摩擦に対する懸念が後退したことなどにより、月半ばにかけて円安ユーロ高が進行しました。月末にかけては、トランプ米政権が対EU（欧州連合）追加関税の発動時期を延期したことでユーロ高基調となる場面があったものの、軟調なユーロ圏の経済指標を背景にECB（欧州中央銀行）による追加利下げ観測が高まったことがユーロ安要因となりました。

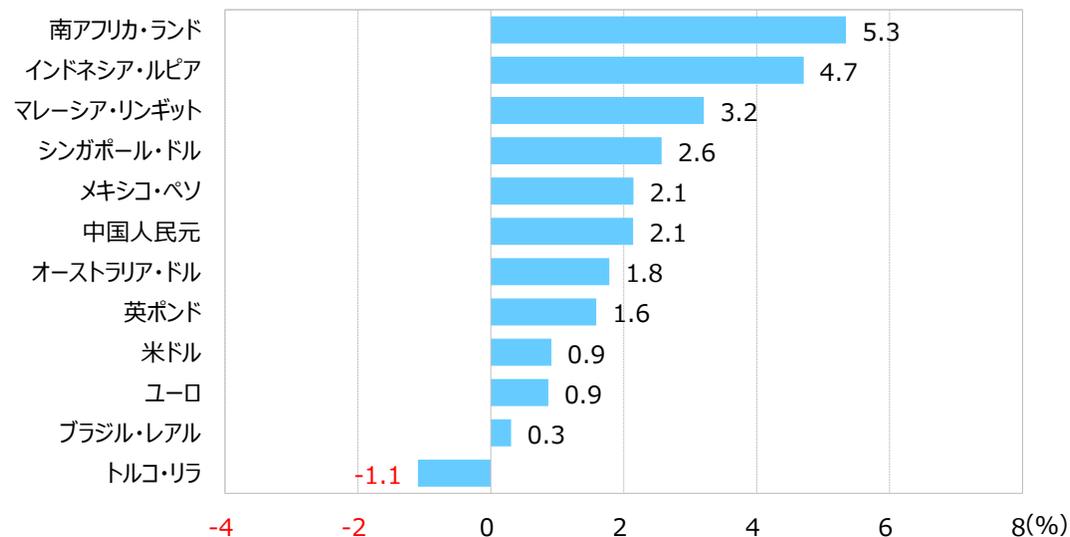
■ 当面の見通し

- 米ドル円為替レートは、米国の関税政策に軟化の兆しが見られているものの、上値の重さが目立ちつつあり、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、米国の対EU関税による景気下振れ懸念がある一方で、欧州各国における財政拡張による景気上振れの可能性もあり、双方の変動要因が混在しています。このような環境下、日銀の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

～ 国内長期金利の動向に左右されながらも、月を通しては上昇 ～

■ 5月の投資環境

- 5月のJ-REIT市場は、国内長期債の需給不安による長期金利の上昇から軟調に推移する局面もありましたが、日銀による早期の追加利上げ観測が後退したことなどにより、東証REIT指数で前月末対比1.42%上昇（配当込みベースは1.75%上昇）しました。
- 上旬は、日銀の物価見通しが下方修正され、追加利上げの時期が後ずれするとの見方が強まり、J-REIT市場は上昇しましたが、その後、国内長期債の需給不安から長期金利が上昇すると、反落して上昇幅を縮小しました。
- 中旬は、米中貿易協議における相互関税の一定期間の引き下げの合意が好感されて、株式市場では関税リスクを織り込んでいた外需関連銘柄が上昇するなか、関税リスクの影響が少ないことで投資家の選好を受けていたJ-REIT市場は下落しました。その後も、日本の20年国債入札への需給不安から長期金利が大きく上昇したことで、J-REIT市場は軟調に推移しました。
- 下旬は、国内長期債の需給不安によりJ-REIT市場は軟調に推移しましたが、長期金利の上昇が一服すると反発しました。月末にかけては、トランプ米政権の関税措置は違法とのニュースを受けて投資家の注目が外需関連銘柄に移り、J-REIT市場の上昇は頭打ちとなりました。
- 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4月の月次投資部門別売買状況データによると、証券（自己）、海外投資家、事業法人の買い越し、投資信託、銀行の売り越しとなりました。

■ 当面の見通し

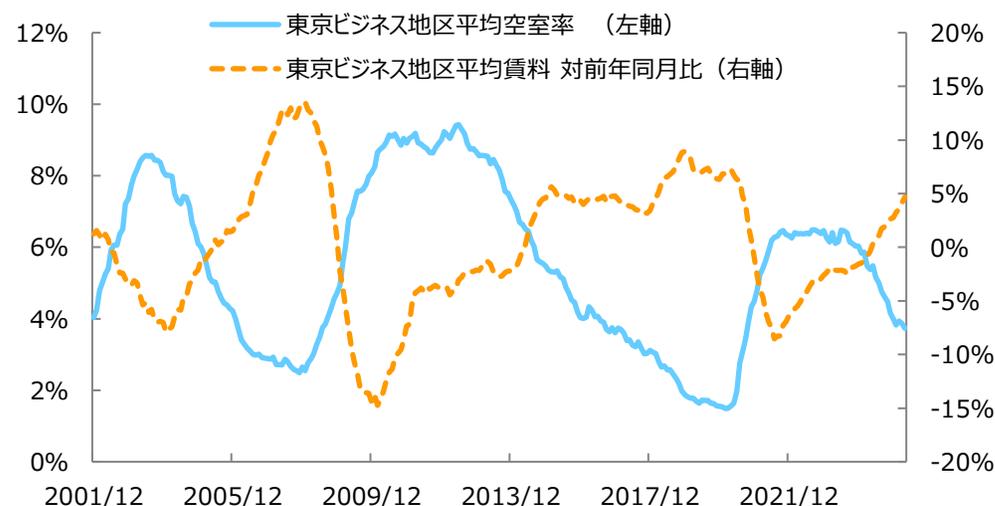
- 三鬼商事が発表している4月の東京ビジネス地区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）のオフィスビルの平均空室率は3.73%（前年同月比1.65ポイントの低下）、平均募集賃料は1坪あたり月額20,755円（前年同月比4.69%の上昇）となり、前年同月比で空室率は低下、賃料は上昇して賃貸市況は改善傾向を示しています。
- J-REIT市場では、国内長期金利の上昇が上値を押さえる要因となっているものの、追加利上げ時期の後ずれ期待や、J-REITが米国の関税政策の影響を受けにくい業態であることが相場の下支えとなっています。また、J-REIT各社による自己投資口取得は継続している一方、物件取得意欲も強まっていると考えられ、投資口価格の回復や長期金利上昇がピークアウトする可能性が高まるにつれて、今後J-REIT各社の資金使途に変化が現れると想定されます。セクター別では、オフィスビルセクターでは、稼働率の改善、賃料の上昇が進んでいるほか、新たに定量目標を設定する動きが広まっており、目標の早期実現が期待されます。宿泊施設セクターでは、インバウンド需要の底堅さが伺えるものの、円高米ドル安の進展や世界経済の先行き不安などが懸念材料となっています。賃貸住宅セクターでは、賃料上昇が実現する一方で、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、J-REIT各社の保有物件の稼働率は高水準を維持しているものの、新築物件の供給過剰から市場全体では空室率の上昇が見られています。
- 今後の銘柄の物色動向では、インフレ環境下を受けて賃料上昇期待の強いオフィスビルや、オフィスビルを多く保有する総合型の銘柄に注目が集まると想定します。

■ 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：2001/12～2025/4 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。

巻末の留意事項をご確認ください。

Tokio Marine Asset Management

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、NFRFC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、NFRFC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/>

