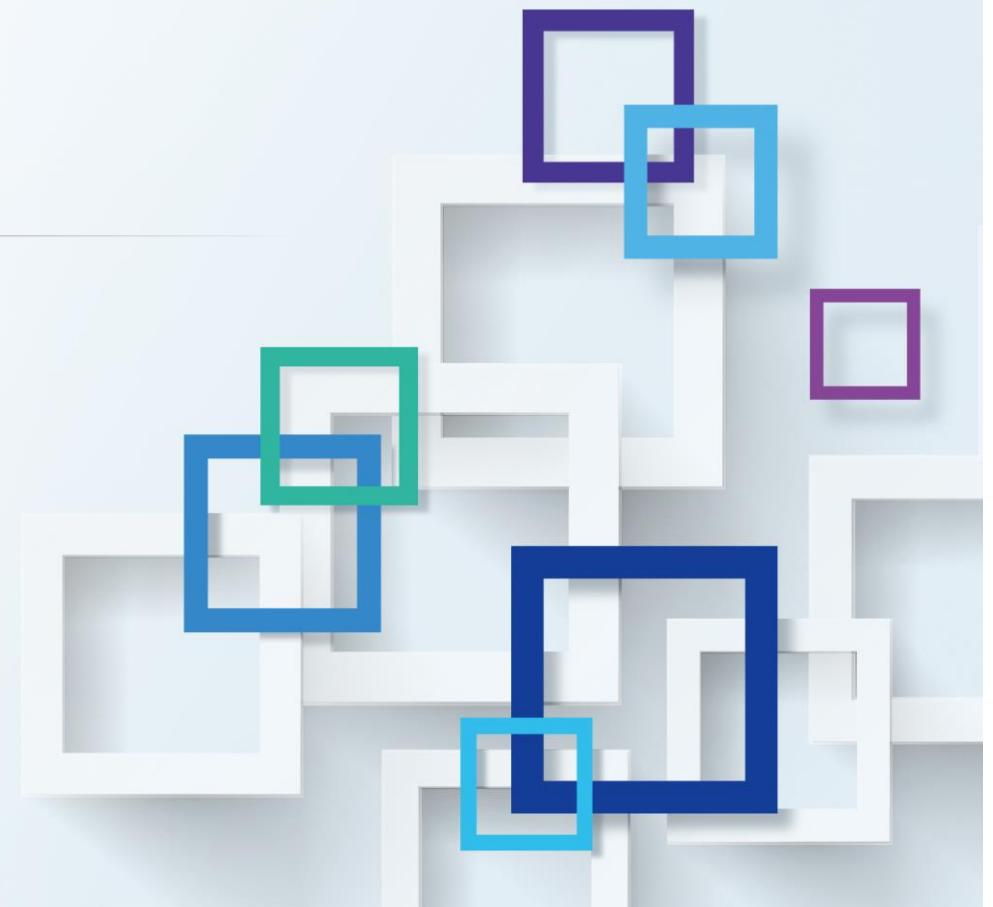


2025年11月 の マーケット・レビュー

Tokio Marine Asset Management

2025年12月 作成

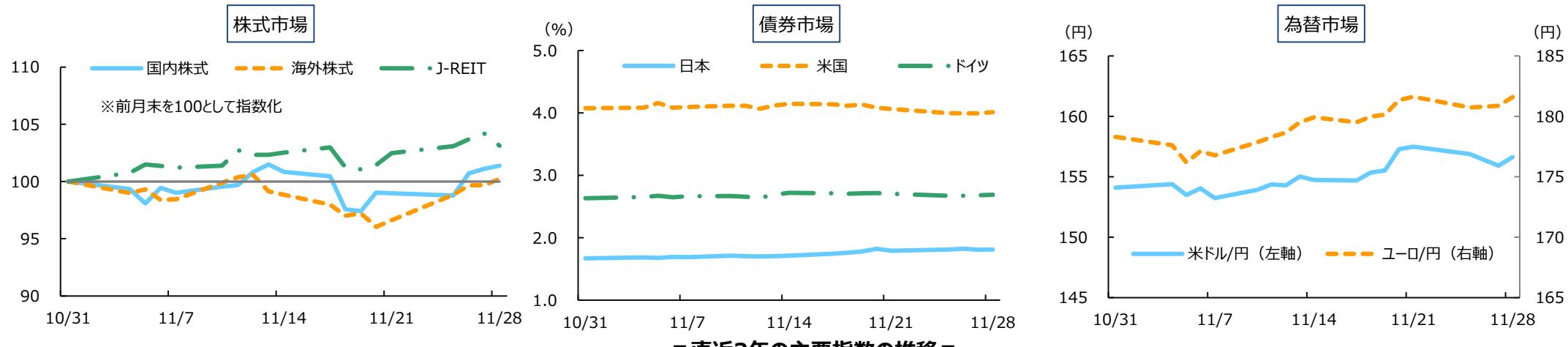


マーケット動向

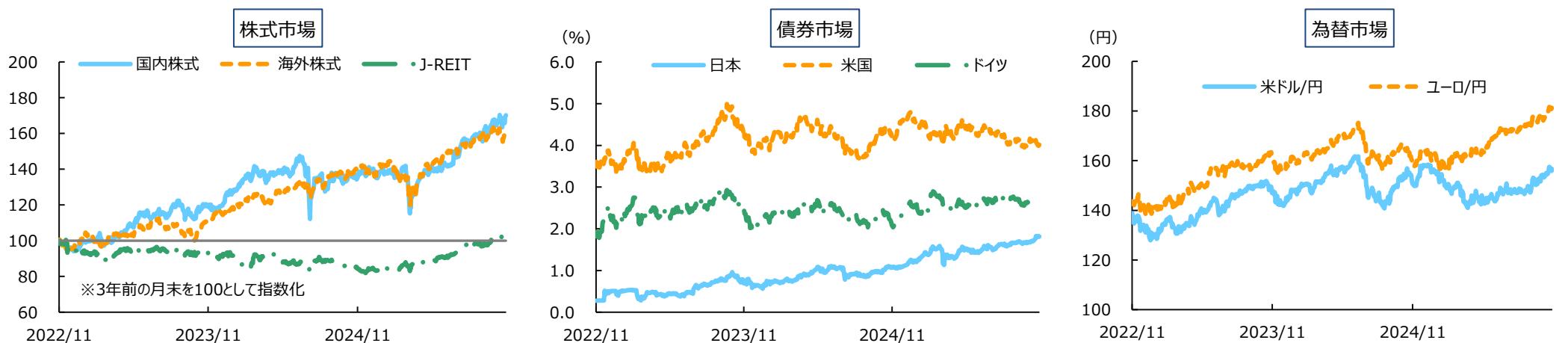
	2025年11月の主要指標の動き							
	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券		J-REIT	為替 (TTM)	
参考指標	TOPIX	日本10年国債利回り	MSCIコクサイ指数 (米ドルベース)	米国10年国債利回り	ドイツ10年国債利回り	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2025年10月末	3,331.83	1.67%	4,560.65	4.08%	2.63%	1,962.44	154.10	178.31
2025年11月末	3,378.44	1.81%	4,571.34	4.01%	2.69%	2,023.80	156.63	181.60
騰落(変化)率	1.4%	0.14%	0.2%	-0.06%	0.06%	3.1%	1.6%	1.8%

※日本の営業日ベースで記載しています。国内債券、海外債券の利回り騰落(変化)率については変化幅を表示しています。

■直近1ヶ月の主要指標の推移■



■直近3年の主要指標の推移■



※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

～米国の利下げ期待の高まりを背景に上昇～

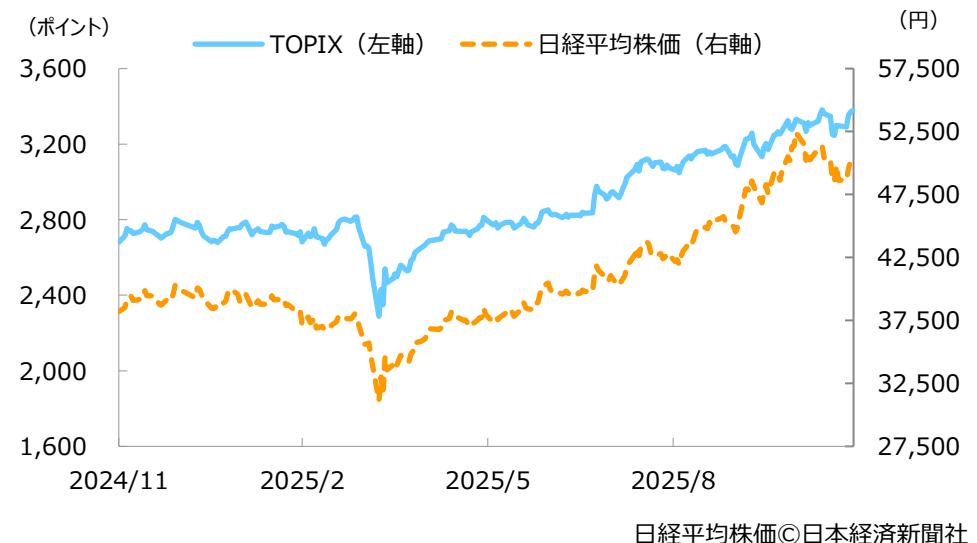
■11月の投資環境

- 11月の国内株式市場は、TOPIXは1.40%上昇（配当込みベースは1.42%上昇）、日経平均株価は4.12%下落しました。
- 上旬は、前月までの株価上昇を受けた利益確定や月初のポジション調整と見られる売りでAI（人工知能）・半導体関連銘柄の多くが軟調に推移しました。また、短期的な過熱感に対する警戒や米国市場におけるハイテク銘柄の下落などを受けて、国内株式市場は小幅に下落しました。
- 中旬は、米国政府機関の再開に向けた予算案の可決が株価を下支えしたものの、米国市場におけるAI関連銘柄の高値警戒感や中国政府が日本への渡航自粛を発表したことによってインバウンド関連銘柄が軟調となったことなどから、国内株式市場は小幅に下落しました。
- 下旬は、米国政府機関の閉鎖に伴う公式統計発表の遅れなどを背景に米国の利下げ期待が低下していたなか、FRB（米連邦準備制度理事会）高官が追加利下げを支持する姿勢を示したことで利下げ期待が高まり、国内株式市場は上昇しました。

■当面の見通し

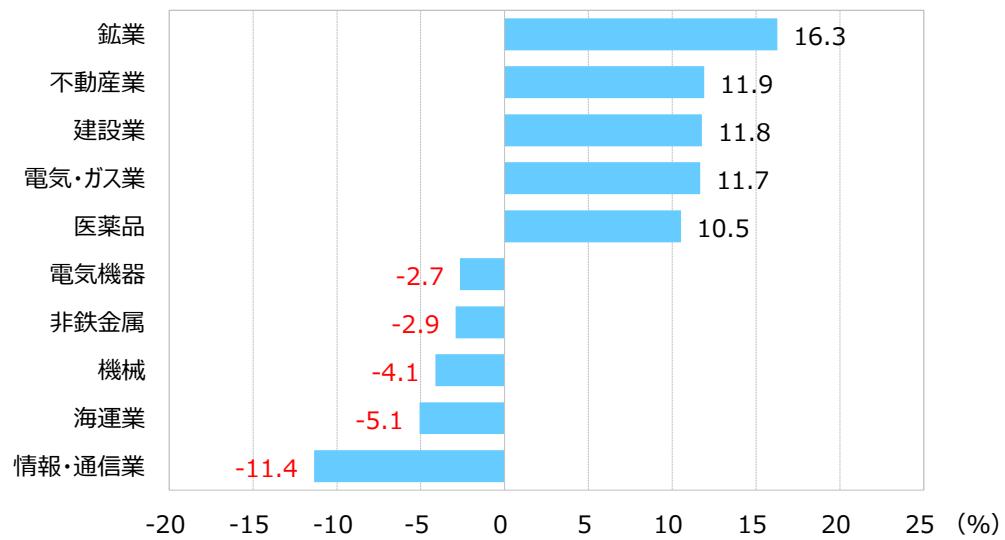
- 12月の国内株式市場は底堅い展開を想定します。
- 国内では、21.3兆円規模の総合経済対策が閣議決定されたほか、5年間の大規模な設備投資減税措置を検討していることが報じられるなど、政策的なサポートにも支えられ、個人消費や設備投資は底堅く推移すると考えます。しかし、原材料価格や人件費の上昇などを背景とした製品価格の値上げにより、個人消費の減速や企業の設備投資意欲の後退などのリスクに留意する必要があると考えます。
- 海外では、米国の関税交渉は日欧を中心に主要国とは合意に至っており、不透明感が後退したことから、今後、株式市場では見送られていた設備投資の回復などファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）が注目される局面にあると考えます。また、米国世界各国に対する相互関税や中国に対する追加関税は一定の税率が残るため景気への下押し圧力がかかると想定しますが、米国の減税法案をはじめ各国は拡張的な財政政策に舵を切っているほか、米国で今後見込まれる追加の利下げによる景気浮揚効果も期待されます。なお、その他のリスク要因としては、欧米の物価動向、地政学的リスク、中国の景気刺激策などを注視しています。
- 国内企業の業績見通しは、関税交渉の合意を受けて輸出関連銘柄を中心に改善に向かうと想定します。ただし、すでに史上最高値圏にある株価は一定の業績拡大を織り込んでいるとみているため、今後の企業業績の動向を注視しています。

■直近1年のTOPIXと日経平均株価の推移■



■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。

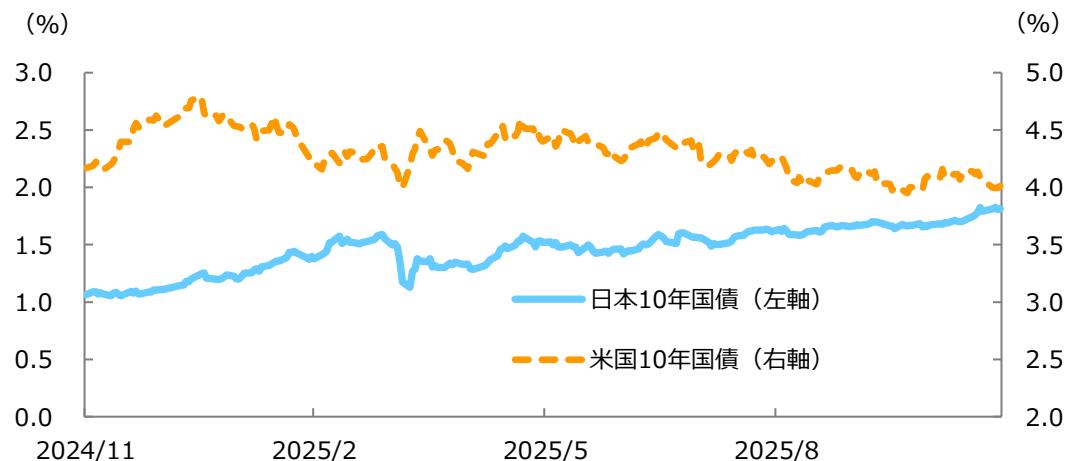
国内債券市場

～ 国内長期金利は上昇～

■ 11月の投資環境

- 11月の国内長期金利（10年国債利回り）は上昇しました。
- 上旬、財政拡張政策を進める高市政権の下で国債増発懸念が高まつことや、日銀による政策金利引き上げが12月の金融政策決定会合で実施されるとの見方が徐々に広がるなか、10年国債利回りは上昇基調となりました。
- 中旬には、円安米ドル高が一段と進むなか、10年国債利回りの上昇も加速しました。
- 下旬以降は、補正予算拡張に伴う国債市中発行額の増加は、短中期国債中心になる見込みとなったことや、懸念されていた40年国債入札が無難な結果となったことから10年国債利回りは狭いレンジ内で推移し、月末には1.8%台の水準で当月を終えました。

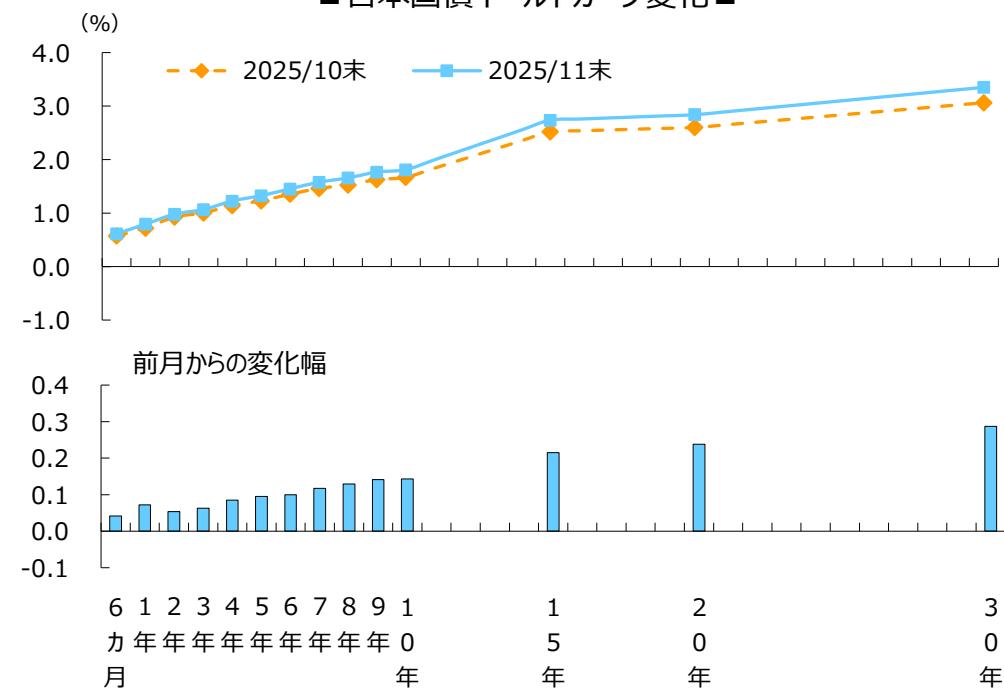
■直近1年の日米10年国債利回り推移■



■ 当面の見通し

- 2025年度補正予算規模拡大に伴い短中期国債は増発、長期・超長期国債の発行額は据え置かれることになり、市場参加者間では12月の日銀金融政策決定会合で追加利上げが実施されるとの見方が広がりつつあります。このような環境下、既に財政リスクプレミアム（投資家が求める期待リターンの上乗せ分）の拡大を織り込むかたちで上昇している長期国債利回りの上昇余地は限定的となる一方、中短期国債利回りの上昇幅は相対的に大きくなることを予想します。

■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

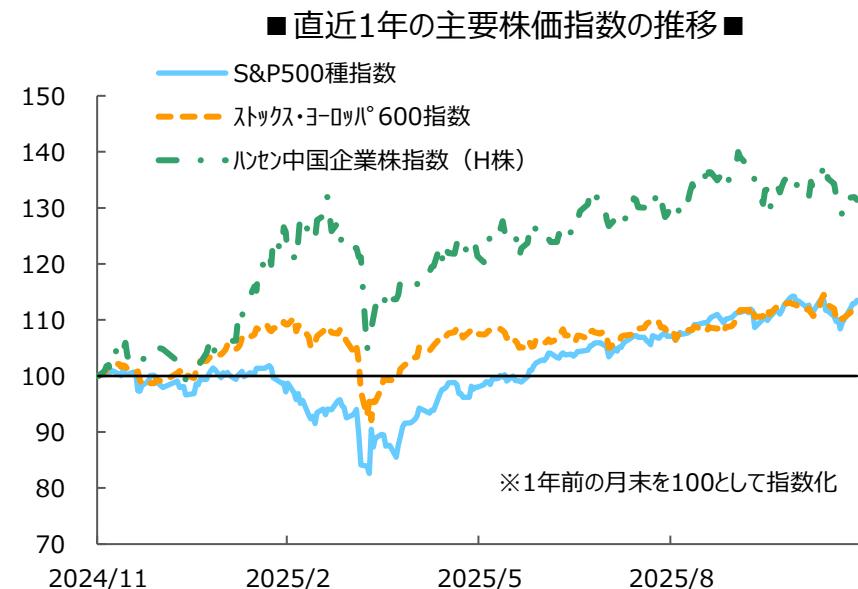
～米国の利下げの思惑を受けておおむね横ばい～

■11月の投資環境

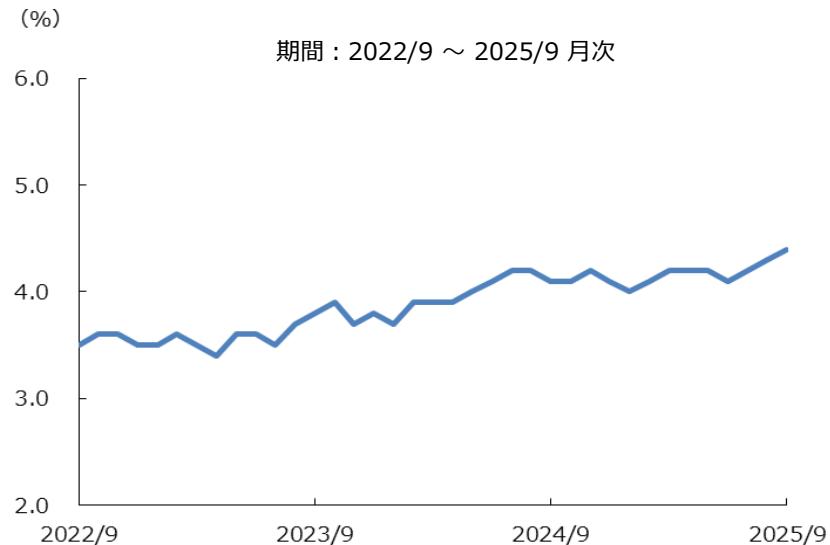
- 月前半は、米国でIT関連銘柄のバリュエーション（投資価値を測るための指標）に対する懸念が高まつたことに加え、FRB（米連邦準備制度理事会）高官の発言を受け利下げ期待が後退し、海外株式市場は下落しました。
- 月後半は、米国政府機関の閉鎖が終了し、その後発表された経済指標が労働市場の低迷を示唆していたことから、12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）での利下げ期待が高まり、海外株式市場は上昇しました。
- 以上のような環境下、海外株式市場は前月末対比でおおむね横ばいとなりました。

■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。
- 2026年にかけて米国経済は緩やかな減速が予想されるものの、企業業績の増益基調が維持されるなか、今後予想されるFRBによる利下げもサポート要因となり、海外株式市場は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、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。



■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。

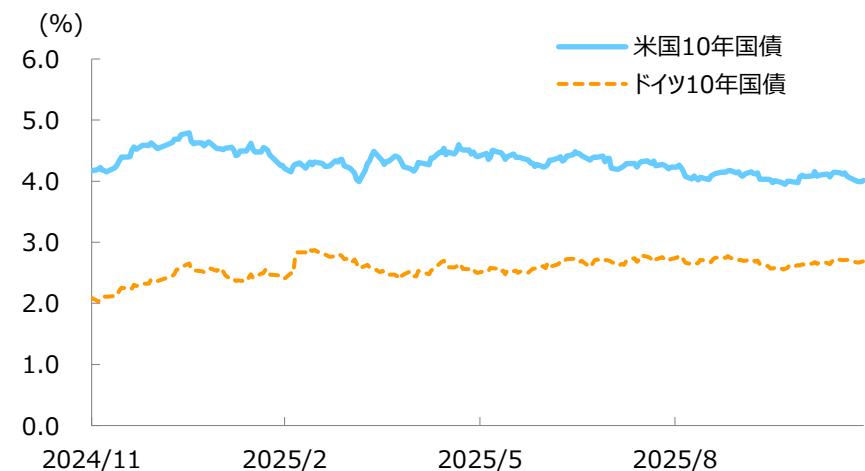
海外債券市場

～米国債利回りは低下、ドイツ債利回りは上昇～

■11月の投資環境

- 米国債利回りは低下しました。月前半は、米国政府機関の閉鎖により重要な経済指標の公表が延期されるなかで、一部の民間指標が米国経済の底堅さを示したことなどから、米国債利回りは底堅く推移しました。その後は、一部のFRB（米連邦準備制度理事会）高官による12月FOMC（米連邦公開市場委員会）での利下げを示唆する発言や、次期FRB議長に緩和的な金融政策を推進するケビン・ハセット氏が有力との一部報道などを受け、米国債利回りは月末にかけて低下基調で推移しました。
- ドイツ債利回りは上昇しました。月前半は、英国の財政悪化懸念を背景とした英國債利回りの上昇や米国債利回りの上昇に連動し、ドイツ債利回りは上昇基調で推移しました。その後は、一部の経済指標がユーロ圏の景気減速を示唆したことや米国債利回りが低下に転じたことなどを受け、ドイツ債利回りは低下基調で推移したもの、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、前月の大幅な縮小から一転して小幅に拡大しました。

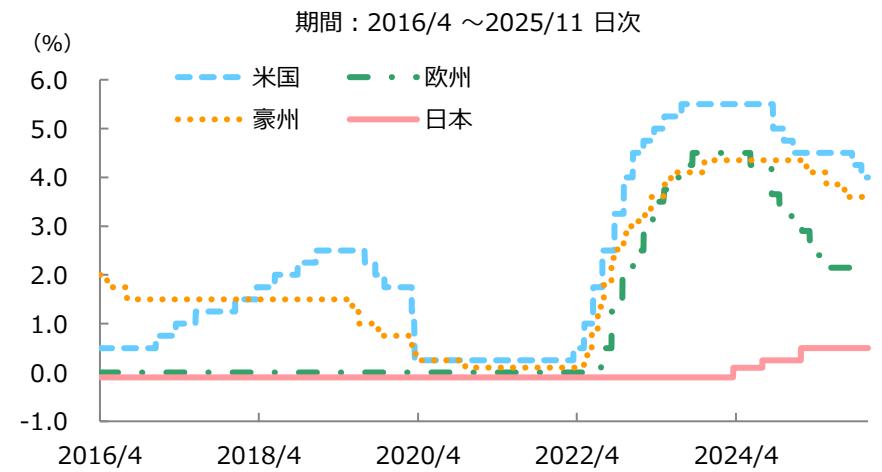
■直近1年の米国・ドイツ10年国債利回りの推移■



■当面の見通し

- 米国債利回りは、関税政策によるインフレ長期化への懸念が残るもの、FRBは労働市場の下方リスクを注視する姿勢を示していることから、中立金利水準へ向けた漸進的な利下げ継続により、中長期的には低下基調で推移する展開を予想します。
- ドイツ債利回りは、ECB（欧州中央銀行）が様子見姿勢を維持するなか、欧州固有の金利低下材料は乏しいものの、米国をはじめとする主要国の利下げ継続が見込まれる環境下、緩やかな低下基調での推移を予想します。

■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。

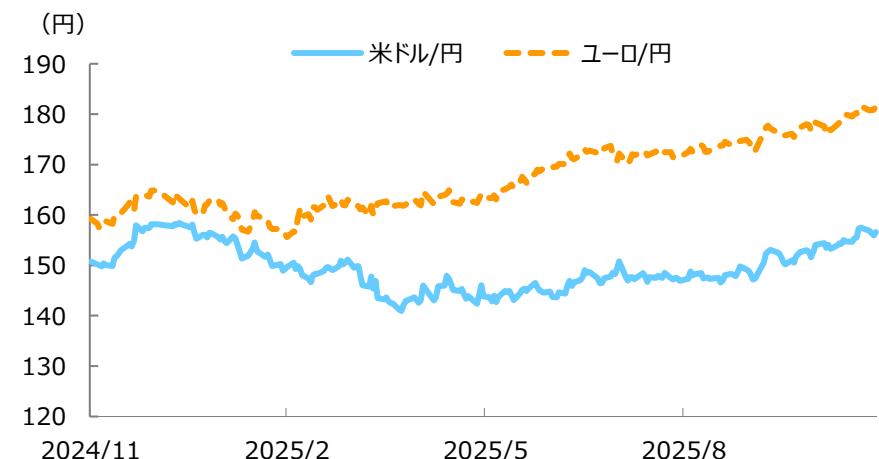
外国為替市場

～米ドル、ユーロに対して円安が進行～

■11月の投資環境

- 米ドル円為替レートは円安米ドル高が進行しました。日本政府が円安けん制を強めるなか、高市政権の積極的な財政政策への思惑や、それに伴う日銀の利上げ観測の後退などを受け円安米ドル高が進行し、月後半には一時年初来安値に迫る展開となりました。月末にかけては、一部のFRB（米連邦準備制度理事会）高官による12月FOMC（米連邦公開市場委員会）での利下げを示唆する発言などから円高米ドル安に転じたものの、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。日本政府が円安けん制を強めるなか、高市政権の積極的な財政政策への思惑や、それに伴う日銀の利上げ観測の後退に加え、欧州委員会がユーロ圏の経済成長率予測を上方修正したことなどを受け、円安ユーロ高基調で推移しました。

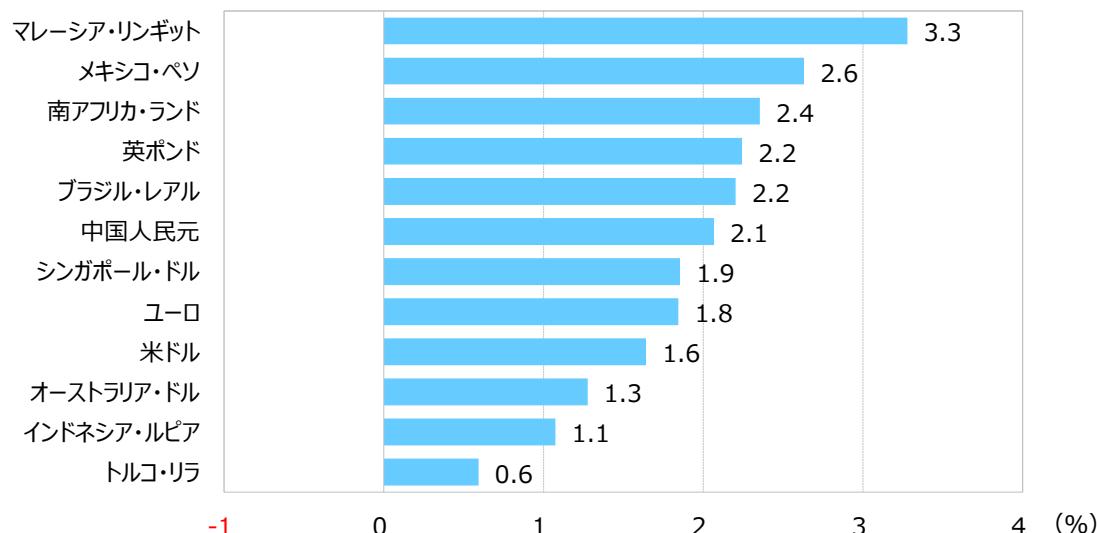
■直近1年の米ドル/円・ユーロ/円の推移■



■当面の見通し

- 米ドル円為替レートは、日本国内の財政・金融政策を巡る不透明感などから短期的には円安リスクが残存するものの、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、ECB（欧州中央銀行）が様子見姿勢を維持するなか、日銀による金融政策正常化への思惑を受けて、中長期的に円高ユーロ安基調となる展開を予想します。

■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

～AI・半導体関連銘柄の株価調整を受け、出遅れていた内需関連銘柄の一角として選好され上昇～

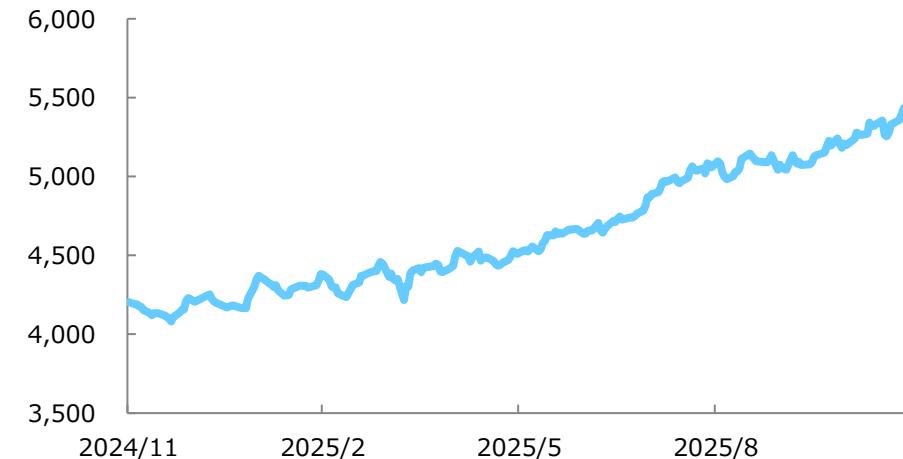
■11月の投資環境

- 11月のJ-REIT市場は、国内の財政悪化や日中関係の悪化が懸念材料となりつつも、株式市場においてAI（人工知能）・半導体関連銘柄の過熱感が意識される局面では投資家の逃避先として選好され、東証REIT指数で前月末対比3.13%上昇（配当込みベースは3.42%上昇）となりました。
- 上旬は、AI関連銘柄の株価に対する過熱感が意識され株式市場が軟調に推移するなか、好調な不動産市況を受けてJ-REIT市場は堅調に推移しました。その後、米国政府機関の閉鎖が解除される見通しが強まり、投資家のリスク選好心理の改善に伴って、J-REIT市場はさらに上昇しました。
- 中旬は、米国政府機関閉鎖の解除への期待が相場を下支えする一方で利益確定の売り圧力も強く、J-REIT市場は一進一退の相場展開となりました。その後は高市政権下における財政悪化や日中関係の悪化への懸念が強まるにつれて国内長期金利が上昇したことから、J-REIT市場は軟調に推移しました。
- 下旬は、日銀の利上げへの警戒や利益確定の売りが懸念されたものの、AI関連銘柄の株価に調整が入るなか、米国で利下げ期待が高まるとともに、J-REIT市場は出遅れていた内需関連銘柄の一角として選好されて上昇基調となり、連日年初来高値を更新しました。
- 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10月の月次投資部門別売買状況データによると、証券（自己）、事業法人、銀行の買い越し、海外投資家、投資信託の売り越しとなりました。

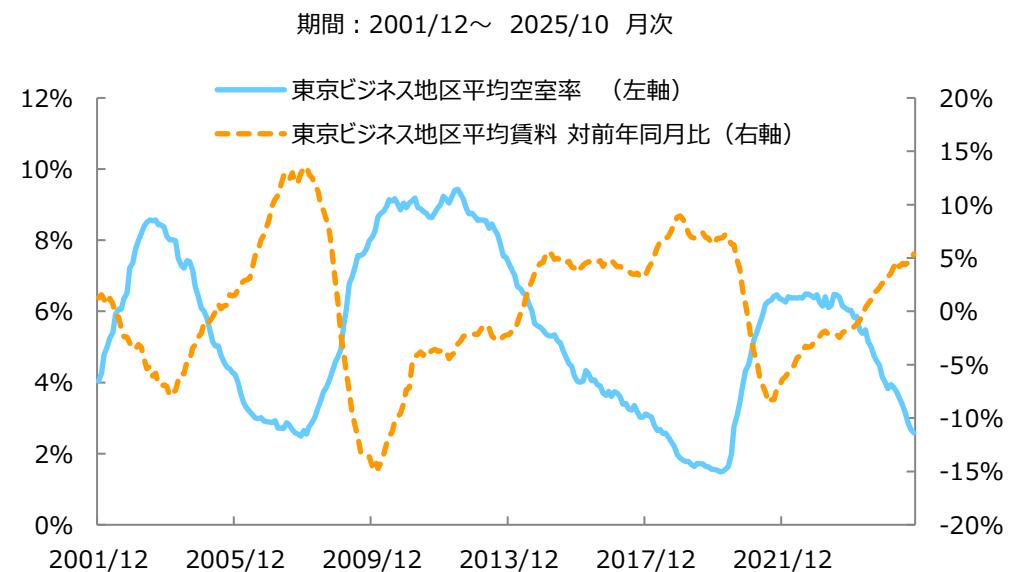
■当面の見通し

- 三鬼商事が発表している10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2.59%（前年同月比1.89ポイントの低下）、平均募集賃料は1坪あたり月額21,261円（前年同月比5.37%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継続的な改善傾向を示しています。
- J-REIT市場では、高市政権下での積極財政による財政悪化懸念などの悪材料があるものの、内需関連銘柄としての業績の安定性や、堅調な事業環境を背景に堅調に推移しています。セクター別では、オフィスビルセクターは、賃料増額に引き続き積極的に取り組むとともに、物件取得による成長も期待できる環境となっていることから、一口当たり当期純利益・分配金成長が期待できる状況となっています。宿泊施設セクターでは、日中関係の悪化によるインバウンド需要の低迷が懸念され、足元では軟調に推移しています。賃貸住宅セクターでは、高稼働率を維持しつつ賃料の増額が進んでいますが、都心のグレードの高い物件の価格は高止まりしており、新規の物件取得による業績成長が容易ではない環境となっています。物流施設セクターでは、他セクターに対する出遅れ感が意識され投資口価格の回復が進みましたか、依然として、首都圏で供給過多による空室率高止まりが不安視されます。
- 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を中心に保有する銘柄や、オフィスビルを多く保有している総合型の銘柄などが注目されると想定します。

■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■



※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。

指數について

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。

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。同指標の著作権、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社は同指標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。

東証REIT指標

「東証REIT指標」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指標の指数値および東証REIT指標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指標に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指標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指標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



お客様の期待の一歩先へ

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

