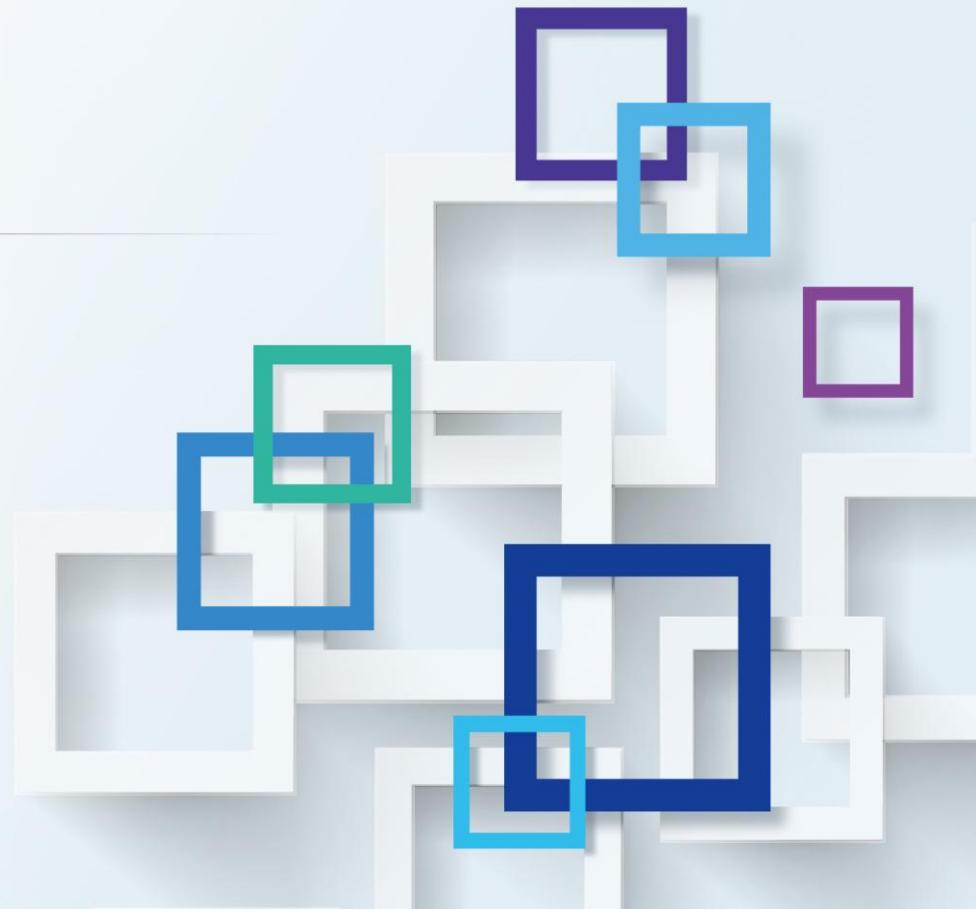


# 2025年12月 の マーケット・レビュー

---

Tokio Marine Asset Management

2026年1月 作成

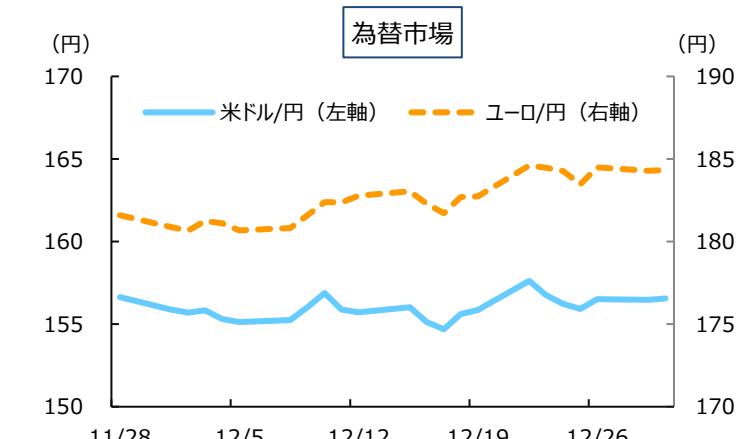
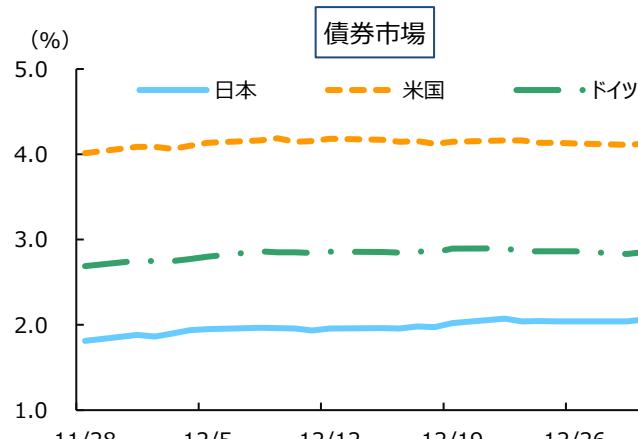
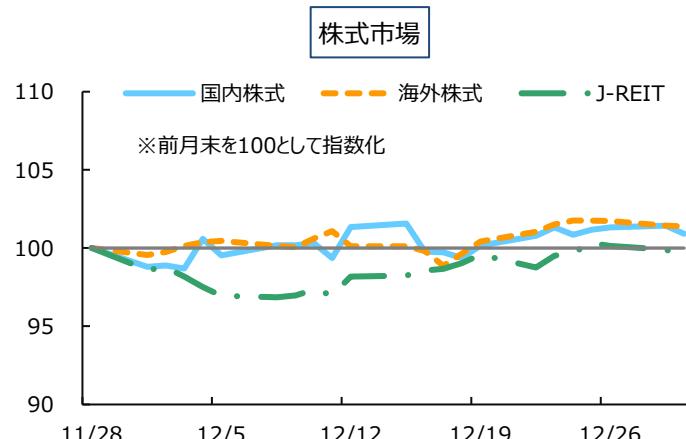


# マーケット動向

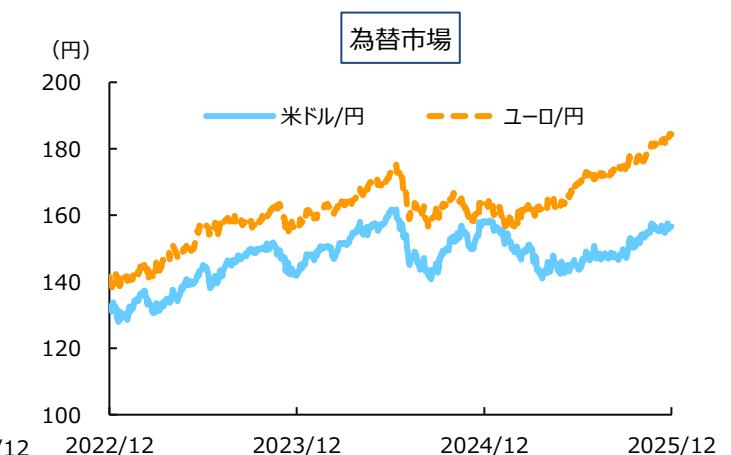
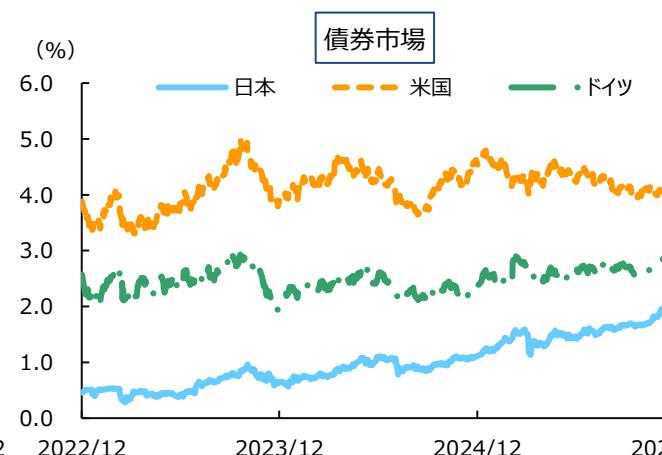
参考指標	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券		J-REIT	為替 (TTM)	
	TOPIX	日本10年国債利回り	MSCIコクサイ指数 (米ドルベース)	米国10年国債利回り	ドイツ10年国債利回り	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2025年11月末	3,378.44	1.81%	4,571.34	4.01%	2.69%	2,023.80	156.63	181.60
2025年12月末	3,408.97	2.07%	4,635.28	4.12%	2.86%	2,013.50	156.56	184.33
騰落(変化)率	0.9%	0.25%	1.4%	0.11%	0.17%	-0.5%	-0.04%	1.5%

※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■



# 国内株式市場

## ～日米中央銀行のイベント通過で株価上昇～

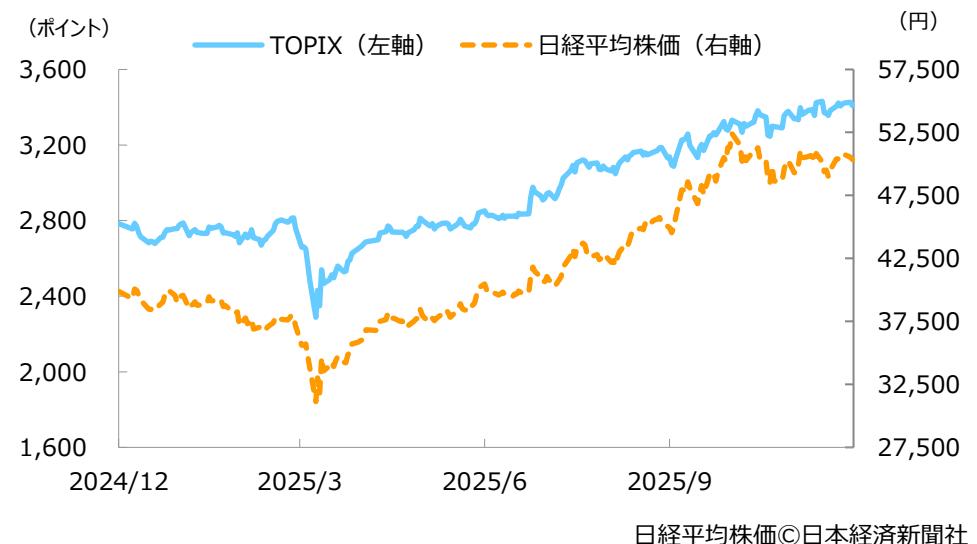
### ■12月の投資環境

- 12月の国内株式市場は、TOPIXは0.90%上昇（配当込みベースは1.03%上昇）、日経平均株価は0.17%上昇しました。
- 上旬は、植田日銀総裁が利上げに対して積極的な姿勢を示したことが嫌気されたほか、高市政権による積極財政に対する警戒感が高まった一方、11月の米国ADP雇用統計が市場予想を下回ったことを受けた米国の利下げ期待の高まりや、展示会で注目を集めたフィジカルAI（物理空間で稼働する自律型AIシステム）への物色などにより、国内株式市場は小幅に上昇しました。
- 中旬は、FOMC（米連邦公開市場委員会）で利下げが決定されたものの、米国ソフトウェア大手の決算発表において過剰投資に対する懸念が高まつたことや、一部の投資会社が同社の投資計画への出資を見送ることが報じられたことでAI関連銘柄が軟調となつたことなどから、国内株式市場は小幅に下落しました。
- 下旬は、日銀金融政策決定会合で政策金利の引き上げが発表されたものの、会合後の植田日銀総裁の発言が利上げペースを急がない緩和的な姿勢であると市場に受け止められたことなどから、国内株式市場は上昇しました。

### ■当面の見通し

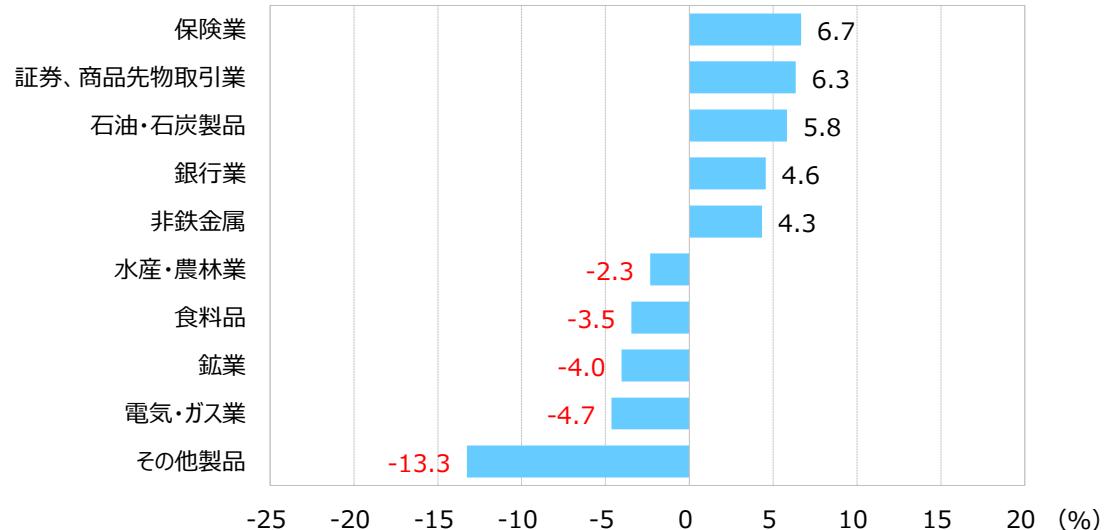
- 1月の国内株式市場は底堅い展開を想定します。
- 国内では、一般会計総額が過去最大の122兆円超となる2026年度予算案が閣議決定されるなど、政策的なサポートにも支えられ個人消費や設備投資は底堅く推移すると考えます。しかし、原材料価格や人件費の上昇などを背景とした製品価格の値上げ、日銀の利上げや積極財政などに対する警戒感の高まりによる10年国債利回りの上昇など、個人消費や企業の設備投資意欲への下押しなどのリスクには留意する必要があると考えます。
- 海外では、米国の関税交渉は日欧を中心に主要国とは合意に至っており、不透明感が後退したことから、今後、株式市場では見送られていた設備投資の回復な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、米国の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が期待されます。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ています。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～

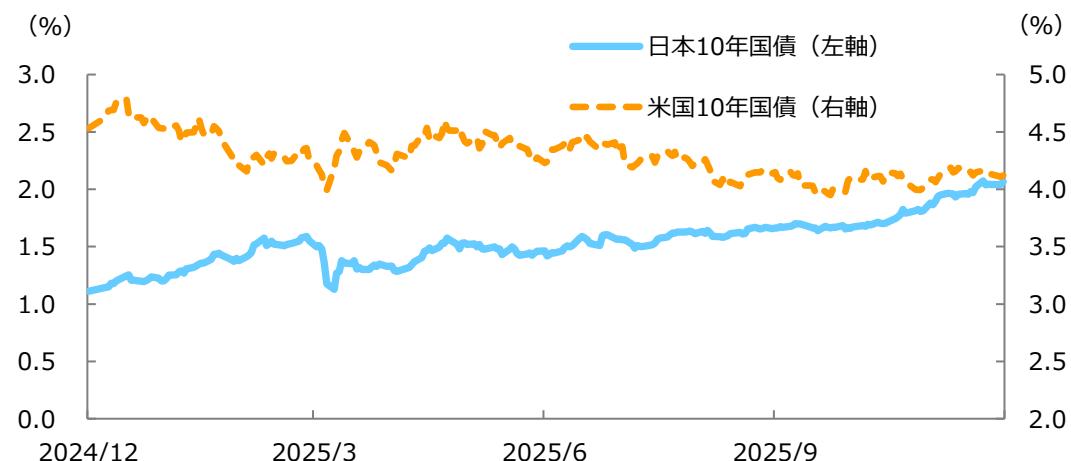
### ■ 12月の投資環境

- 12月の国内長期金利（10年国債利回り）は上昇しました。
- 上旬、月初の講演で植田日銀総裁による利上げの可能性を示唆する発言をきっかけに、12月の金融政策決定会合における利上げの可能性を織り込むかたちで、10年国債利回りは上昇基調となりました。
- 中旬には、FOMC（米連邦公開市場委員会）で利下げが実施され、米国長期金利が低下したことを受け、10年国債利回りも一時低下に転じましたが、日銀による利上げの可能性がくすぶるなか、徐々に水準を切り上げる展開となりました。追加利上げが決定した後は、円安が進行するなかで10年国債利回りは2%を上回る水準に上昇しました。
- 下旬以降は、円安が一服したこと、高市首相が「無責任な国債発行や減税は行わない」と発言したこと、2026年度の新規国債発行額が2025年度当初予算対比で微増にとどまることなどが好感され、10年国債利回りは低下に転じましたが、年末にかけては、日銀の「金融政策決定会合における主な意見」で利上げ継続姿勢が示されたため再び上昇し、2.0%台後半の水準で当月を終えました。

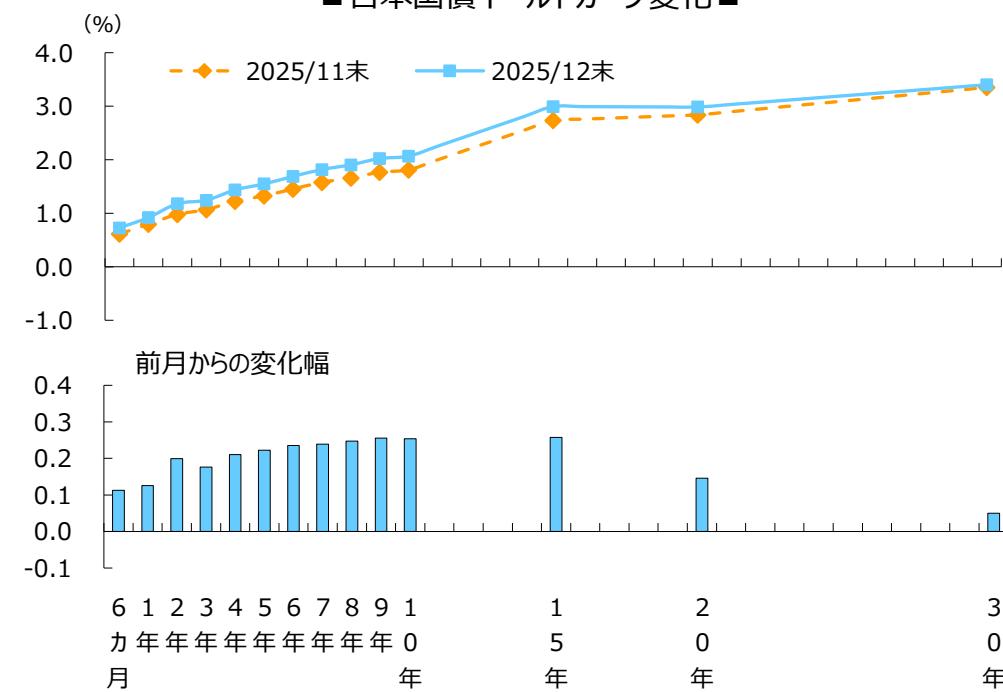
### ■ 当面の見通し

- 日銀は利上げ路線の継続を示唆しており、市場参加者間でも2026年度以降の追加利上げシナリオを織り込む動きが活発化するなか、長期金利には上昇圧力がかかりやすい局面が当面継続すると想定します。また、2026年度の新規国債発行に関して、短中期国債は増額、超長期国債は減額となったことも考慮すると、今後、短中期国債利回りには上昇圧力がかかりやすい一方、超長期国債利回りの上昇幅は限定的なものにとどまる予想します。

### ■ 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

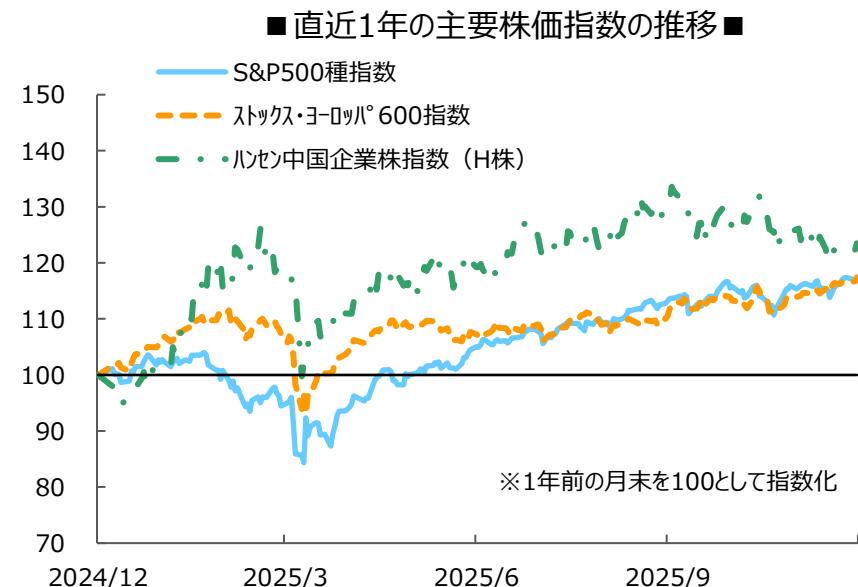
※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

# 海外株式市場

～米国の堅調な景気見通しを背景に上昇するも、IT関連銘柄に対する懸念から横ばい～

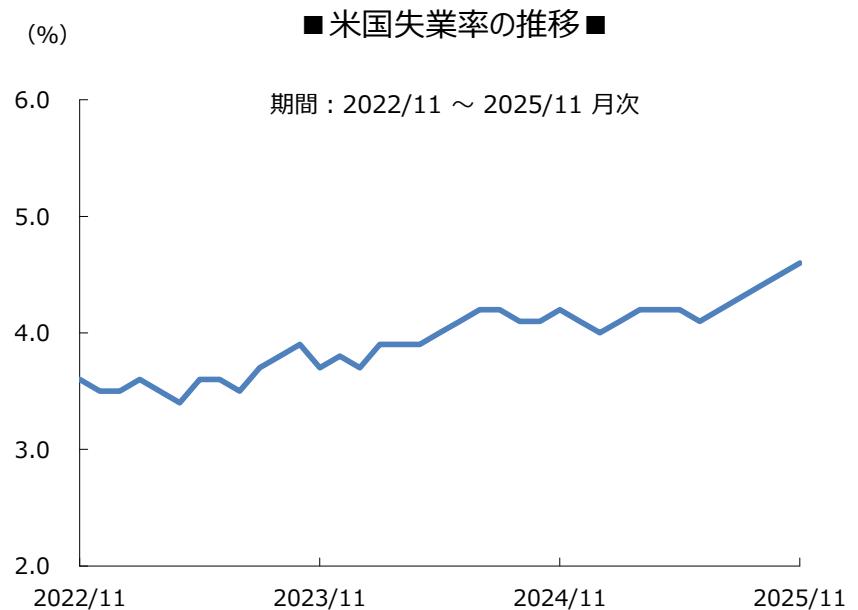
## ■ 12月の投資環境

- 月前半は、FRB（米連邦準備制度理事会）が12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利を引き下げ、堅調な景気見通しを示したことを背景に海外株式市場は上昇したものの、IT関連銘柄のバリュエーション（投資価値を図るための指標）に対する懸念が高まつたことを受けて下落しました。
- 月後半は、市場予想を小幅に下回る米国CPI（消費者物価指数）の結果を受けて、利下げ期待が高まつたことや、半導体大手の決算および業績見通しが良好であったことが好感され、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。
- 米国の中間選挙までは株式市場は上値の重い展開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やAI（人工知能）関連投資の減速などを想定しています。



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、ドイツ債利回りとともに上昇～

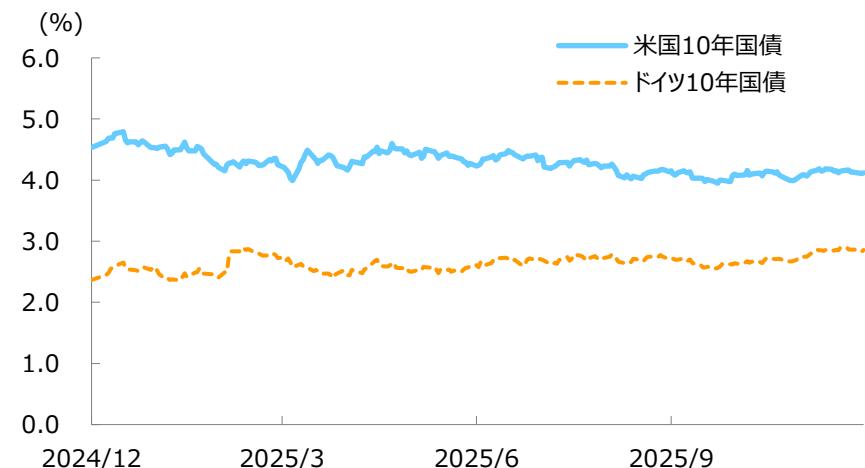
### ■12月の投資環境

- 米国債利回りは上昇しました。月前半、11月の米国ADP雇用統計が労働市場の冷え込みを示し、FRB（米連邦準備制度理事会）による追加利下げ期待が高まることで、米国債利回りは低下する場面があったものの、市場予想を上回る経済指標が相次いだことから、上昇基調で推移しました。その後、FOMC（米連邦公開市場委員会）で利下げが決定され、事前の想定ほど金融引き締め的な牽制がみられなかったことや、クリスマス休暇を前に持ち高調整の買いが入ったことなどから、米国債利回りは低下基調に転じたものの、月を通して上昇しました。
- ドイツ債利回りは上昇しました。複数のECB（欧州中央銀行）高官から利下げサイクルの終了を示唆する発言があったことに加え、ユーロ圏経済の底堅さを示す経済指標が相次いだことなどを受け、ECBが2026年後半にも利上げを開始するとの観測が一部で浮上し、ドイツ債利回りは月末にかけて上昇基調で推移しました。
- 新興国債券と先進国債券のスプレッド（利回り格差）は、小幅に低下しました。FOMCによる金融引き締め的な牽制が事前の想定よりもみられなかつたことなどを受け、投資家のリスク許容度が改善し、新興国債券の買い戻しが優勢となりました。

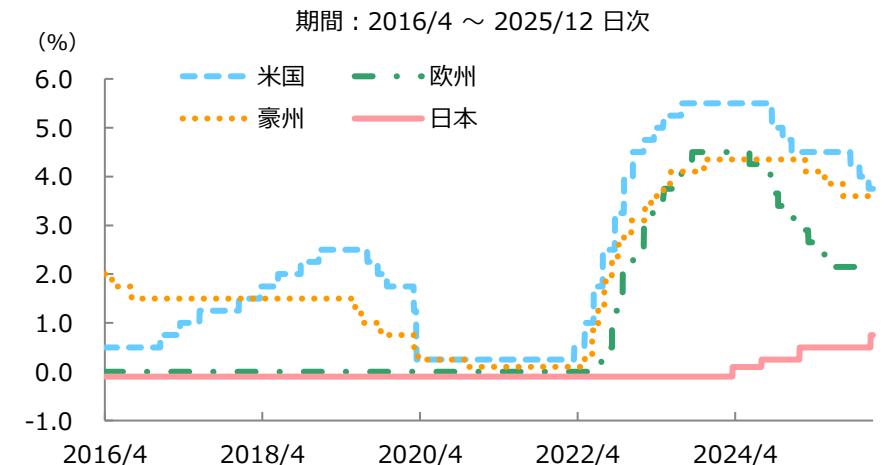
### ■当面の見通し

- 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しつつ利下げを継続する見込みであり、緩やかな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、ユーロ圏における物価や経済指標に落ち着きが見られるなか、ECBは当面様子見姿勢を維持する見込みであることから、おおむね横ばい圏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。

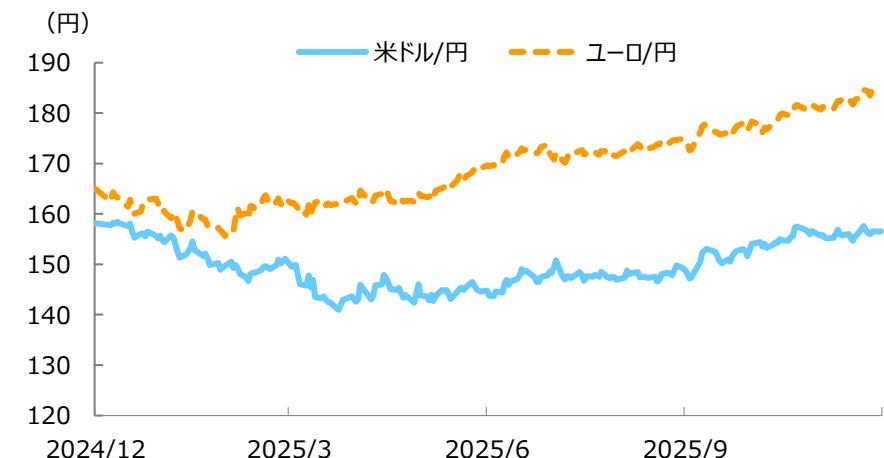
# 外国為替市場

～米ドルに対しておおむね横ばいも、ユーロに対しては円安が進行～

## ■12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、植田日銀総裁が追加利上げの是非に言及したことや、FOMC（米連邦公開市場委員会）で利下げが決定されたことなどから、一時円高が進行しました。しかし、その後は日本の2026年度予算案の規模拡大に伴う財政悪化懸念から、円安が進行するなど不安定な展開となりました。月後半には、日銀が追加利上げを決定したものの、材料出尽くし感から円売り・米ドル買いが優勢となる場面もあり、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。月初、日銀による12月利上げの可能性が高まったことで、円高ユーロ安となる場面があったものの、その後、ECB（欧州中央銀行）が2026年後半にも利上げを開始するとの観測が一部で浮上したほか、日本の財政悪化に対する懸念が意識されたことが円売り・ユーロ買いを促し、月を通しては円安ユーロ高となりました。

## ■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、高市政権下での財政拡大懸念などから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利上げへの思惑を受けて、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が様子見姿勢を維持するなか、日銀による追加利上げへの思惑を受けて、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

## ～ 業績の安定性が下支えとなるも、日銀による追加利上げへの警戒からおおむね横ばい～

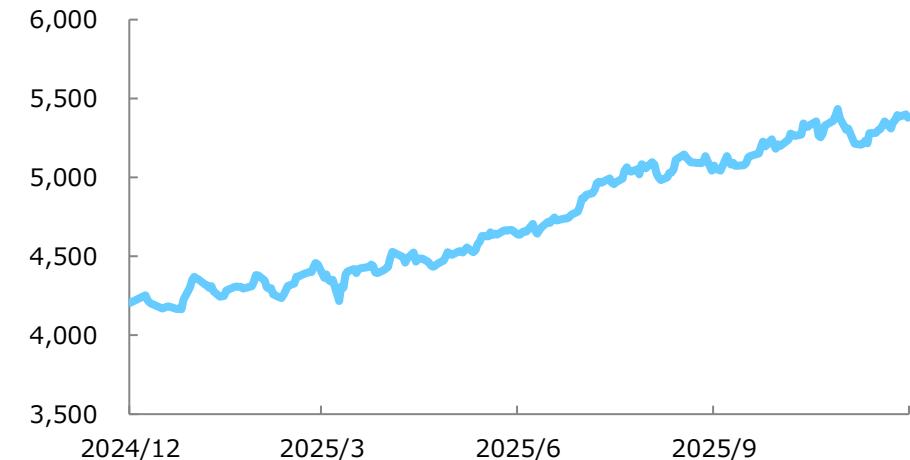
### ■ 12月の投資環境

- 12月のJ-REIT市場は、日銀金融政策決定会合を控え、追加利上げへの警戒が強まるなか下落して始まりましたが、業績の安定性が下支えとなり、東証REIT指数で前月末対比0.51%下落（配当込みベースは0.01%上昇）となりました。
- 上旬は、植田日銀総裁の発言を受け、12月の追加利上げに対する警戒感や、高市政権下での財政収支悪化への懸念が高まるなか、国内長期金利が上昇し、J-REIT市場は下落しました。
- 中旬は、株式市場においてAI（人工知能）・半導体関連銘柄が軟調に推移するなか、J-REITはディフェンシブ性から選好され、反発上昇しました。日銀の金融政策決定会合では利上げが決定されたものの、J-REIT市場では既に織り込まれており、市場の反応は限定的となりました。
- 下旬は、一時円安が大きく進展し、日銀によるさらなる利上げが意識されたことから、J-REIT市場は弱含みましたが、その後は長期金利の上昇も一服するなか、年末にかけて底堅く推移しました。
- 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11月の月次投資部門別売買状況データによると、海外投資家、事業法人、銀行、投資信託の買い越し、証券（自己）の売り越しとなりました。

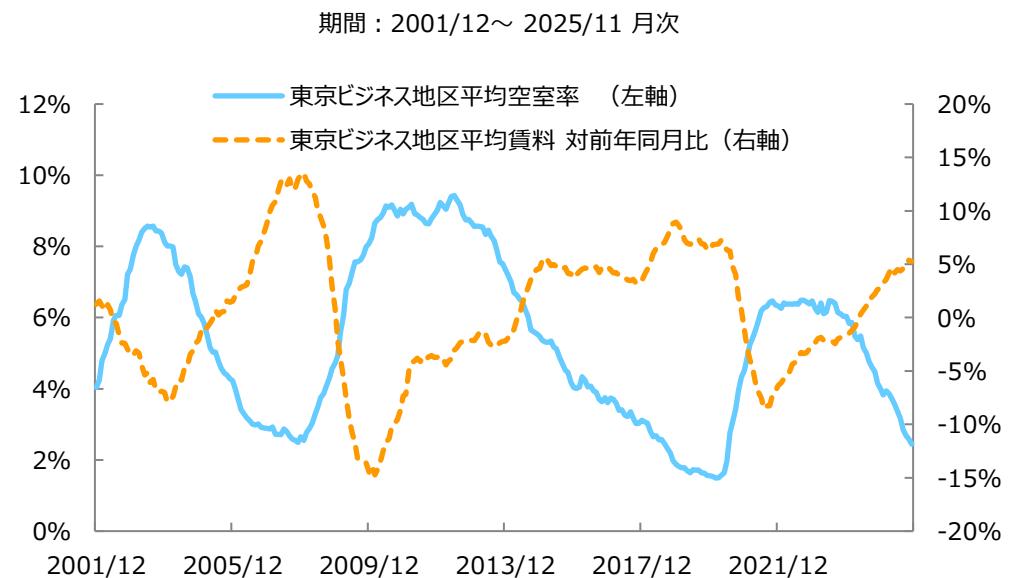
### ■ 当面の見通し

- 三鬼商事が発表している11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2.44%（前年同月比1.72ポイントの低下）、平均募集賃料は1坪あたり月額21,308円（前年同月比5.26%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市場は、引き続き国内の金融政策や長期金利上昇の影響が懸念される一方で、内需関連銘柄としての業績安定性や、オフィスビル・賃貸住宅での賃料上昇加速などの良好な事業環境を背景に、上昇基調で推移しています。セクター別では、オフィスビルセクターは、各社保有物件の賃料増額への取り組みが進んでいるほか、物件入れ替えによるポートフォリオの質の改善、物件取得による資産規模拡大戦略も選択肢に入る環境となっており、今後は一投資口当たり純利益の持続的な成長が期待されます。宿泊施設セクターでは、引き続き、日中関係の悪化による業績への悪影響が懸念されますが、REIT保有物件に関しては、外国人宿泊客への依存度は大きくないことから影響は限定的と考えます。賃貸住宅セクターでは、各社、順調に賃料増額が進んでいる一方で、都心の物件価格の高止まりから、足元では物件売却による売却益の投資主への還元姿勢が強い状況です。物流施設セクターでは、依然として供給過多による首都圏での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。

## 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。

## 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をご確認ください。

**※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



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

