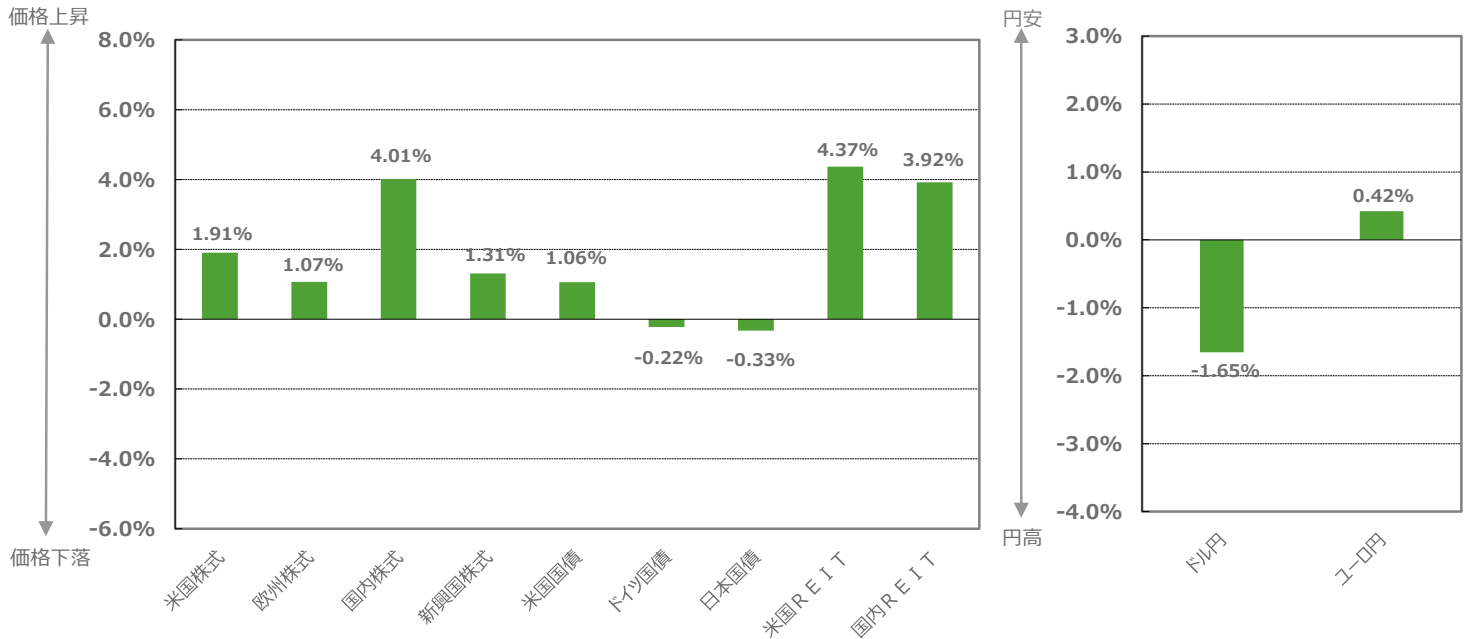


## NZAM マンスリー・マーケット・レポート

2025年9月号 | NO.258

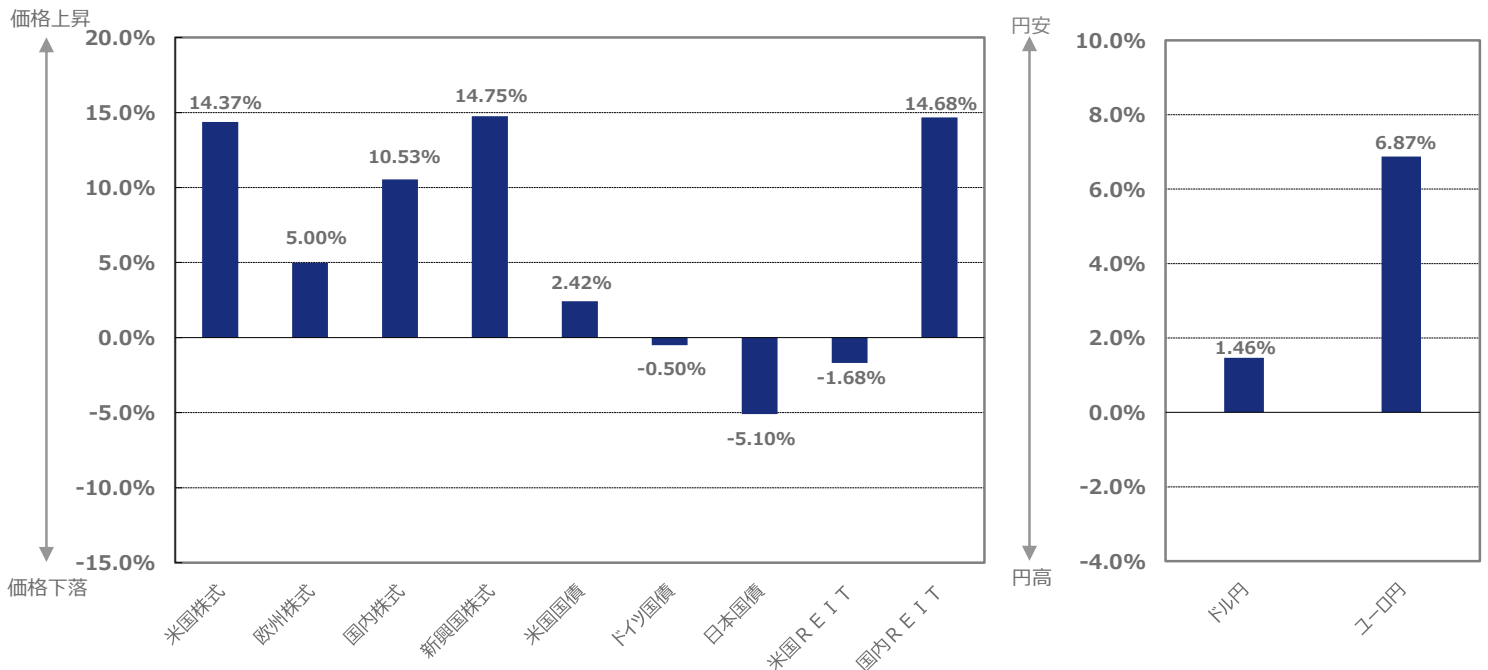
NZAM マンスリー・マーケット・レポートは毎月発行のマーケット情報誌です。2025年8月末現在の情報に基づき作成しています。

## 過去1か月騰落率



※為替の騰落率について、プラスの場合は円安、マイナスの場合は円高を表します。

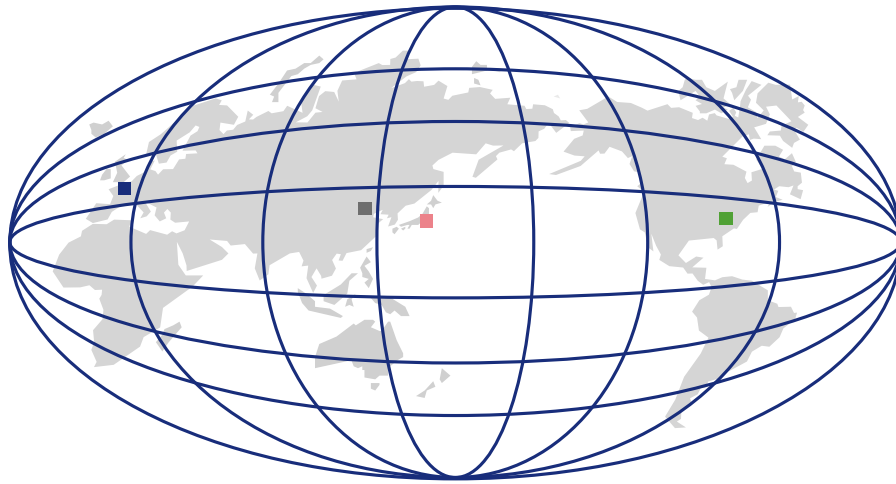
## 過去1年騰落率（2024年8月末と2025年8月末の比較）



※為替の騰落率について、プラスの場合は円安、マイナスの場合は円高を表します。

(出所) 米国株式：S&P500指数(ドルベース)、欧州株式：MSCI欧州インデックス（現地通貨ベース）、国内株式：日経平均株価、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット・インデックス（現地通貨ベース）、米国国債：FTSE米国国債インデックス（ドルベース）、ドイツ国債：FTSEドイツ国債インデックス（現地通貨ベース）、日本国債：NOMURA-BPI国債インデックス、米国REIT：S&P米国REITインデックス（配当込み・ドルベース）、国内REIT：東証REIT指数（配当込み）、ドル円・ユーロ円：三菱UFJ銀行公表TTM

この資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではなく、商品の勧誘を目的としたものでもありません。単に投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした、上記時点における情報紙です。この資料に掲載されているいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終的な決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は農林中金全共連アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した資料により作成していますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。また、事前の通知なしに内容を変更する場合があります。この資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権など一切の権利は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社に帰属します。無断で使用（複製、転用など）することはできません。



## 欧州

欧州経済は、インフレ減速に伴う実質所得の改善により個人消費の回復が継続することが、景気を下支える見込みではあるものの、米国の関税賦課を受けたセンチメント悪化による消費減速の可能性には留意が必要です。企業活動は、欧州各国の財政拡張への期待や欧州域内の政治的不透明感の後退、通商交渉進展により企業景況感の改善が見込まれるものの、米国による関税やユーロ高の更なる進展を受けて製造業を中心に企業の慎重姿勢が高まるリスクには警戒が必要です。労働市場については、サービス業を中心とする人手不足を背景に逼迫した状況が継続するものの、企業の雇用拡大に対する慎重姿勢の高まりを受けて、徐々に需給は緩和していく見込みです。賃金は、労働需給が次第に緩和することに伴い、伸び鈍化の継続が想定されるものの、労働市場の逼迫が想定以上に継続することによる下げ渋りには留意が必要です。物価は、サービスインフレの伸び鈍化に伴い、緩やかに低下していくことが見込まれます。また、足許のユーロ高が低下圧力を強めることが想定されます。物価の基調については、緩やかな低下が見込まれるものの、賃金下げ渋りを背景に高止まりするリスクにはやや留意が必要です。欧州中央銀行（以下「ECB」という）は欧州の財政拡張や米国の関税政策が経済・物価に与える影響を見極めるため様子見姿勢を強めており、今後は政策金利を据え置くと想定します。

## 中国

中国経済は、当局による積極的な財政支援を受けたインフラ投資の盛り上がりや耐久消費財買い替えプログラム等の内需喚起策が下支えとなるものの、不動産市況の低迷や米国の関税政策をめぐる不透明感が輸出を前提とした企業活動の下押し圧力となることで、やや軟調な推移を見込みます。不動産市況は、当局による不動産取得要件の緩和等が下支えとなるものの、住宅価格の低迷が長期化していることに加え、販売床面積が再び悪化に転じていることから、軟調な推移を見込みます。企業活動は、米中間で90日間の関税発動延期が妥結されたものの、今後は米中貿易摩擦の影響の顕在化に加えて、現時点で米中間での通商交渉合意の道筋が見えず、企業の様子見姿勢が継続する可能性が高いことから、軟調な推移を見込みます。個人消費は、相互関税発動を控え、米中関係の先行き不透明感から足元で軟調に推移しましたが、引き続き耐久消費財買い替えプログラムがサポートとなることに加えて、8月に開催された国務院会議においてもサービス消費等の拡大・刺激を重視する姿勢が示されており、今後も追加的な対策が期待されることから、底堅い推移が見込まれます。金融政策は、「適度に緩和的」とする方針のもと、米中貿易摩擦の影響の軽減や内需・不動産市況の底入れを目的に、人民元相場を監視しつつ政策金利の段階的な引き下げが見込まれます。

## 米国

米国経済は、関税をはじめとするトランプ政権の政策不確実性を背景とした家計および企業のセンチメント悪化は底打ちしたと見られるものの、今後本格化するであろう関税の影響を加味すると、当面は個人消費および企業活動中心に軟調推移することが見込まれます。個人消費については、底堅い所得の伸びやインフレ減速に伴う実質賃金の回復等を背景にサービス消費中心に底堅く推移してきたものの、今後はトランプ政権による関税賦課や移民抑制強化の影響が25年後半から26年第1四半期をピークに本格化すると見込まれる中で、関税コストの価格転嫁等を受けた消費者需要減退を背景に軟調推移する見通しです。企業活動については、設備投資が底堅く推移しているものの、トランプ政権の政策不透明感の高まりを受けた様子見姿勢が当面継続すると見込みます。住宅市場は、住宅価格の上昇ペースが減速傾向にあるものの、ローン金利は依然高水準で販売件数等は低調であり、当面は低迷が続く見込みです。労働市場は、堅調な企業業績を踏まえると既に正常化した求人が一段と減少していくことは見込みづらく、失業率の水準は現状程度あるいは小幅悪化に留まると見込みます。但し、求人減少や解雇が更に進展する場合には、失業率悪化ペースが上昇する可能性には留意が必要です。物価は、トランプ政権の関税政策の影響が徐々に示現するとともに上昇を見込むものの、原油・ガソリン価格の上昇が限定的となる中、市場の中長期期待インフレのアンカー状況は継続しており、上昇は一時的であると見込みます。コア物価の基調についても、住居費インフレの減速や労働市場の正常化等が低下要因となるものの、トランプ政権の関税政策の影響等により一時的な上昇を見込みます。但し、関税や移民抑制政策の悪影響が深刻化し、供給網の混乱に発展する場合には、コア物価上昇が長期化する可能性に留意が必要です。米連邦準備制度理事会（以下「FRB」という）は経済のソフトランディング（軟着陸）に向けて追加利下げを実施するものの、インフレおよび景気の動向やトランプ政権の政策による影響を見極めながら利下げペースを調整することが見込まれます。

## 日本

日本経済は、内需主導で緩やかな成長基調で推移すると見込みます。内需は、インフレ減速ペースは緩やかとなるものの、賃金上昇の加速が想定される中で実質賃金の改善が消費マインドを回復し、個人消費は堅調に推移すると見込みます。外需は、供給制約の緩和や世界経済の底堅さを背景に堅調に推移することを見込みます。但し、いずれも米国の関税政策によって一定の下押し圧力がかかるものと見込みます。物価は、円安効果・食料品価格上昇の一巡によって前年比伸び率を縮小させ低下方向を見込みます。但し、賃金の上昇ペース加速がサービス価格中心に物価の押し上げ要因になる可能性に留意が必要です。日銀の金融政策は、実質賃金の改善を背景に、日銀の見通しどおり個人消費が堅調に推移すると想定されることや、日銀が現行の政策金利と中立金利に距離があるとの認識を示していることから、今後も利上げが進められる可能性は相応に高いと見込まれるものの、不安定な国内政治情勢を背景に利上げ時期の不透明感が高まっているほか、賃金上昇からインフレへの波及度合いが緩やかな中で利上げ余地は限定的と見込みます。

|             | 7月末   | 8月末   | 前月末比   | 見通し |
|-------------|-------|-------|--------|-----|
| 米国10年国債利回り  | 4.38% | 4.23% | -0.15% | 横ばい |
| ドイツ10年国債利回り | 2.69% | 2.72% | 0.03%  | 横ばい |

※見通しは、N Z A Mが予想する6ヶ月程度の金利見通しを表示しています。

また、「金利上昇（債券価格下落）」「横ばい」「金利低下（債券価格上昇）」の三段階評価としています。  
なお、一般的に債券価格は金利と逆の動きをします。

## ■ 8月の動き

### 米国金利は低下、独国金利は上昇

米国長期金利は、0.15%低下しました。月前半は、軟調な入札と英国長期金利の上昇を背景に米国長期金利は上昇する場面もあったものの、予想対比軟調な雇用指標を契機に利下げ期待が進展したことに加え、ベッセント財務長官の9月米連邦公開市場委員会（以下「FOMC」という）に向けた50bp利下げ支持発言を受けて低下しました。月後半は、ジャクソンホール会合でのパウエルFRB議長講演にて関税によるインフレへの影響が一時的となる可能性や雇用の下振れリスクが言及され、9月FOMCでの利下げに向けて柔軟な姿勢が示されたことを背景に米国長期金利は低下し、月間でも低下しました。

独国長期金利は、0.03%上昇しました。月前半は、米国長期金利の低下を背景に独国長期金利は低下する場面もあったものの、堅調な欧州株式市場に加え、イングランド銀行（BOE）会合にてタカ派的な姿勢が示されたことを背景とした英国長期金利の上昇を受けて上昇しました。月後半は、秋以降の欧州債発行再開が意識されて独国長期金利は上昇する場面もあったものの、仏バイル政権に対する信任投票実施の発表を受けた仏政局の不透明感の高まりを背景に低下し、月間では上昇しました。

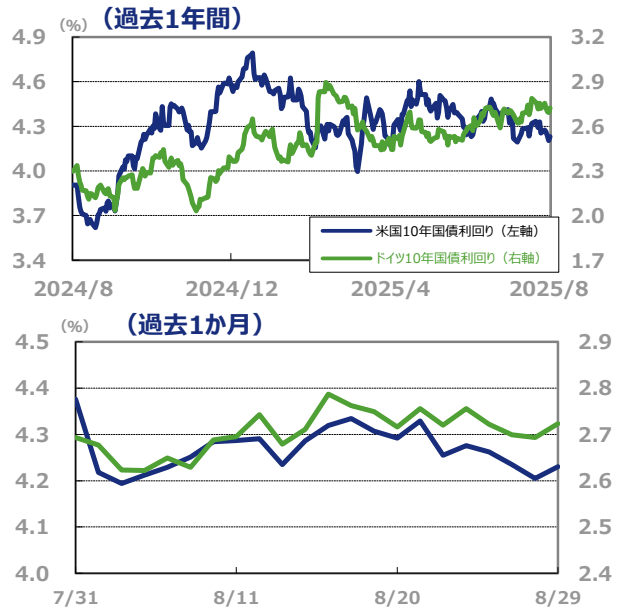
## ■ 今後の相場見通し

### 米国金利、独国金利は横ばい圏での推移を想定

米国長期金利については、関税を中心とする政策不確実性の高まりを背景とした家計の消費活動・企業の投資活動の慎重化を受けた経済指標の悪化や、利下げの進展に伴う米銀を中心とした投資家需要の増加が金利下押し圧力となる一方で、26年以降の経済回復期待や利付債増発を巡る思惑を背景とした債券需給悪化が金利上昇圧力となると想定することから、横ばい圏での推移を見込みます。

独国長期金利については、今後もコア物価の鈍化が継続することや米国通商政策の転換に伴う欧州経済悪化懸念が金利低下要因となる一方、財政拡張による経済押し上げ効果が金利上昇要因となることから、横ばい圏での推移を見込みます。

## ■ 米国国債・ドイツ国債利回り



| 金利上昇要因<br>(債券価格下落)                                                                                                                   | 金利低下要因<br>(債券価格上昇)                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧経済の想定以上の底堅さ</li><li>・インフレ期待・資源価格の上昇</li><li>・金融引き締めに対する期待の高まり</li><li>・財政拡大懸念の高まり</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧の金融システム不安</li><li>・米欧の構造的な低成長、低インフレへの回帰、景気減速懸念</li><li>・金融緩和に対する期待の高まり</li><li>・米欧政治リスクを巡る不透明感の高まり</li><li>・米通商政策における保護主義化の強まり</li><li>・ウクライナ・中東情勢の悪化</li></ul> |

## 国内債券

|            | 7月末   | 8月末   | 前月末比  | 見通し |
|------------|-------|-------|-------|-----|
| 日本10年国債利回り | 1.55% | 1.60% | 0.04% | 横ばい |

※見通しは、N Z A Mが予想する6ヶ月程度の金利見通しを表示しています。

また、「金利上昇（債券価格下落）」「横ばい」「金利低下（債券価格上昇）」の三段階評価としています。  
なお、一般的に債券価格は金利と逆の動きをします。

## ■ 8月の動き

### 国内長期金利は上昇

国内長期金利は、0.04%上昇しました。月前半は、米国長期金利の低下を背景に国内長期金利は低下する場面もあったものの、7月日銀金融政策決定会合での主な意見がタカ派的な内容であったことやベッセント米財務長官が日銀の利上げの必要性に言及したことを受けて上昇しました。月後半は、軟調な入札を受けて国内長期金利は上昇し、月間でも上昇しました。

## ■ 今後の相場見通し

### 国内長期金利は横ばい圏での推移、国内超長期金利は低下を想定

国内長期金利については、米国の関税政策により金融政策の不確実性は高まっているものの、インフレの高止まりが続く中で、市場が日銀の緩やかな利上げを織り込み続けると想定されることから、横ばい圏での推移を見込みます。国内超長期金利については、政治動向を巡る先行き不透明感強いものの、過度な財政拡張懸念が剥落すると想定することから、低下を見込みます。

## ■ 日本国債利回り



| 金利上昇要因<br>(債券価格下落)                                                                                                            | 金利低下要因<br>(債券価格上昇)                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・円安、物価および賃金の伸び加速</li><li>・短期金利の引き上げ</li><li>・日銀による国債買入の減額</li><li>・国内財政懸念の強まり</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧金利の低下</li><li>・円高、物価および賃金の伸び鈍化</li></ul> |

この資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではなく、商品の勧誘を目的としたものではありません。単に投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした、上記時点における情報紙です。

この資料に掲載されているいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終的な決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。

この資料は農林中金全連アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した資料により作成していますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。

また、事前の通知なしに内容を変更する場合があります。この資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権など一切の権利は、農林中金全連アセットマネジメント株式会社に帰属します。

|                    | 7月末      | 8月末      | 騰落率   | 見通し |
|--------------------|----------|----------|-------|-----|
| S & P 5 0 0 (ポイント) | 6,339.39 | 6,460.26 | 1.91% | 横ばい |
| M S C I 欧州 (ポイント)  | 2,174.37 | 2,197.70 | 1.07% | 横ばい |

※見通しは、N Z A M が予想する6ヶ月程度の市場見通しを表示しています。

また、「上昇」「横ばい」「下落」の三段階評価としています。

## ■ 8月の動き

### 米国株、欧州株は上昇

S&P500指数は、前月比1.91%上昇しました。月前半は、予想対比較調な雇用指標を受けて株価は下落する場面もあったものの、利下げ期待の高まりに加え、堅調な企業決算や大手IT企業による米国内への巨額設備投資発表を背景に上昇しました。月後半は、ジャクソンホール会合を控えた利益確定の動きから株価は下落する場面もあったものの、ジャクソンホール会合におけるハト派的なパウエルFRB議長講演を背景に横ばい圏で推移し、月間では上昇しました。

MSCI欧州は、前月比1.07%上昇しました。月前半は、米国株の下落を背景に株価は下落する場面もあったものの、ロシアとウクライナの停戦期待の高まりに加え、中国政府による景気刺激策への期待や米トランプ政権による対中追加関税の発動再延期を受けて上昇しました。月後半は、ジャクソンホール会合におけるハト派的なパウエルFRB議長講演を受けて株価は上昇する場面もあったものの、仏政局の不透明感の高まりや英金融機関に対する増税観測を背景に下落し、月間では上昇しました。

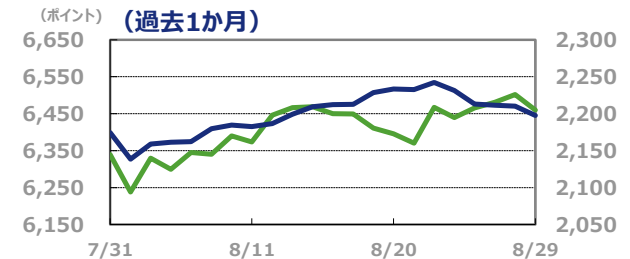
## ■ 今後の相場見通し

### 米国株、欧州株は横ばい圏での推移を想定

米国株式については、利下げペースおよび量的引き締め（QT）停止タイミング等の金融政策や関税をはじめとしたトランプ政権の政策を巡る市場の思惑で、株価が一進一退となる変動性の高い展開を想定します。企業業績については、深刻な景気後退を見込まないことに加え、原材料価格・人件費の上昇による下押しが徐々に改善することや、自社株買いによるEPS(1株あたり利益)の下支えやM&Aを活用した押し上げが期待できることから、底堅く推移する見込みです。但し、個人消費の急減速やトランプ政権による関税賦課等の政策を発端としたコスト上昇圧力を背景に企業間で格差が生じることが見込まれ、業績見通しの下方修正リスクには留意が必要です。かかる中、米国株は横ばい圏での推移を見込みます。

欧州株式については、ユーロ高や米中および米欧貿易摩擦が企業業績に与える影響には留意が必要なものの、域内の景気に底打ちの兆しが見られることや、ドイツが発した大規模な財政拡張が株価を下支える見込みです。また、PER（株価収益率）については、ECBIによる利下げサイクルの終了が重石となるものの、ドイツの財政拡張による期待成長率上昇や、過去流出が続いた投資家ポジションの復元等が支えとなる見通しです。なお、域内の政治・財政・地政学リスクの高まりにも引き続き留意が必要です。かかる中、欧州株は横ばい圏での推移を見込みます。

## ■ S&P500・MSCI 欧州



| 株価上昇要因                                                                                                                                                                                                                      | 株価下落要因                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・堅調な企業業績の確認</li><li>・インフレ再燃リスクの後退</li><li>・市場期待を上回る利下げ等による金融政策のハト派姿勢</li><li>・ウクライナ・中東情勢・米中対立等の地政学リスク/欧米政局不安の後退</li><li>・米国法人減税による企業収益拡大期待の高まり</li><li>・関税交渉進展による各国との貿易摩擦緩和</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧の政策金利高止まり、景気後退懸念の強まり</li><li>・インフレ期待・金利の上昇</li><li>・ウクライナ・中東情勢・米中対立等の地政学リスク/欧米政局不安の強まり</li><li>・米通商政策における保護主義化の強まり、サプライチェーンの混乱、各国との貿易摩擦激化</li></ul> |

## 国内株式

|        | 7月末        | 8月末        | 騰落率   | 見通し |
|--------|------------|------------|-------|-----|
| 日経平均株価 | 41,069円82銭 | 42,718円47銭 | 4.01% | 横ばい |

※見通しは、N Z A M が予想する6ヶ月程度の市場見通しを表示しています。

また、「上昇」「横ばい」「下落」の三段階評価としています。

## ■ 8月の動き

### 日経平均株価は上昇

日経平均株価は、前月比4.01%上昇しました。月前半は、米国株の下落を背景に株価は下落する場面もあったものの、日銀の利上げ期待の高まりを受けた銀行株の上昇や、日米関税合意における関税率を巡る日米間の認識相違が一部解消したことを背景に上昇しました。月後半は、ジャクソンホール会合を控えた利益確定の動きや円高進展を背景に株価は下落し、月間では上昇しました。

## ■ 今後の相場見通し

### 日本株は横ばい圏での推移を想定

日本株式については、インバウンド需要や賃上げによる内需回復が株価を下支えすると見込まれるものの、米国の関税政策や円高進展が企業業績に与える影響に加え、海外投資家の資金フローの動向には留意が必要です。また、依然グローバルに見て緩和的な金融環境や東証のPBR（株価純資産倍率）改善要請を受けた企業の株主還元姿勢強化の広がりも株価の支援材料になる一方、米国トランプ政権の政策及び国内政局に対する不透明感も意識されることから、日本株は横ばい圏での推移を見込みます。

## ■ 日経平均株価



| 株価上昇要因                                                                                                                                                                         | 株価下落要因                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・堅調な企業業績の確認</li><li>・国内経済の脱デフレ定着・米欧経済のインフレ再燃リスク後退</li><li>・国内企業の資本効率改善の進捗</li><li>・中国景気の回復</li><li>・米国との関税交渉進展による経済、企業業績への懸念後退</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧景気後退懸念の強まり・政策金利高止まり</li><li>・国内経済の消費マインドの停滞</li><li>・日銀の金融引き締め姿勢の強まりや急激な円高による企業業績の悪化</li><li>・ウクライナ・中東情勢・米中対立等の地政学リスク/欧米政局不安の強まり</li><li>・米通商政策における保護主義化の強まり、サプライチェーンの混乱、経済、企業業績への懸念の高まり</li><li>・国内政局不安の強まり</li></ul> |

この資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではなく、商品の勧誘を目的としたものでもありません。単に投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした、上記時点における情報紙です。この資料に掲載されているいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終的な決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は農林中金全共連アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した資料により作成していますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。また、事前の通知なしに内容を変更する場合があります。この資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権など一切の権利は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社に帰属します。無断で使用（複製、転用など）することはできません。

|                            | 7月末    | 8月末    | 騰落率   | 見通し |
|----------------------------|--------|--------|-------|-----|
| S&P米国REIT指数<br>(配当込み、ポイント) | 516.03 | 538.57 | 4.37% | 横ばい |

※見通しは、N Z A Mが予想する6ヶ月程度の市場見通しを表示しています。

また、「上昇」「横ばい」「下落」の三段階評価としています。

### 8月の動き

#### S&P米国REIT指数（配当込み）は上昇

S&P米国REIT指数（配当込み）は、前月比4.37%上昇しました。月前半は、予想対比較調な雇用指標を受けて長期金利が低下したことを背景に、指数は上昇しました。月後半は、ジャクソンホール会合におけるハト派的なパウエルFRB議長講演を受けて長期金利が低下したことを背景に指数は上昇し、月間でも上昇しました。

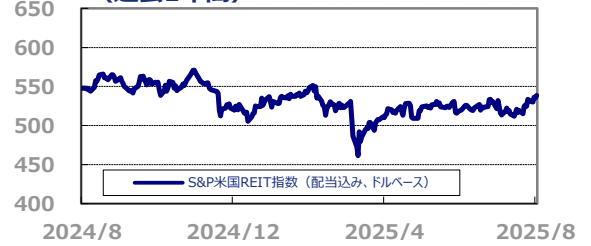
### 今後の相場見通し

#### 米国REITは横ばい圏での推移を想定

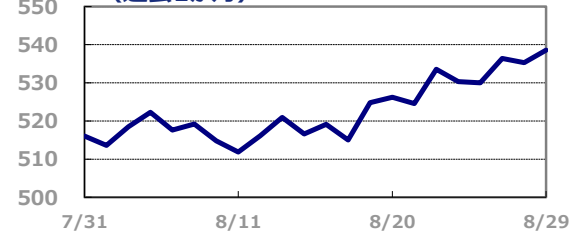
米国REIT市場は、eコマースの一段の進展や5Gへの設備投資継続、在宅勤務の定着などを要因として用途別の成長率の差が拡大することが想定されます。指数については、不動産市況の低迷が懸念されるものの、米国長期金利低下に伴うイールド・スプレッド（長期金利対比の分配利回り）で見た投資妙味の改善や割安なNAV倍率（投資口価格÷1口あたり純資産価値）を背景とした下支えが期待されることから、米国REITは横ばい圏での推移を見込みます。

### S&P米国REIT指数（配当込み、ドルベース）

(ポイント) (過去1年間)



(ポイント) (過去1か月)



#### 価格上昇要因

- ・金利上昇リスクの後退
- ・融資厳格化懸念の後退

#### 価格下落要因

- ・金利上昇による投資妙味の希薄化
- ・政策金利高止まり、景気後退懸念の強まり
- ・商業用不動産の資金繰り懸念深刻化

## J-REIT

|                         | 7月末      | 8月末      | 騰落率   | 見通し |
|-------------------------|----------|----------|-------|-----|
| 東証REIT指数<br>(配当込み・ポイント) | 4,868.04 | 5,058.84 | 3.92% | 横ばい |

※見通しは、N Z A Mが予想する6ヶ月程度の市場見通しを表示しています。

また、「上昇」「横ばい」「下落」の三段階評価としています。

### 8月の動き

#### 東証REIT指数（配当込み）は上昇

東証REIT指数（配当込み）は、前月比3.92%上昇しました。月前半は、公表されたオフィス統計において、都心オフィスの空室率低下や平均賃料の上昇等堅調なオフィス市況が確認されたことから、指数は上昇しました。月後半は、REIT企業の決算発表において、賃料収入の増加が確認されたことが好感され指数は上昇し、月間でも上昇しました。

### 今後の相場見通し

#### J-REITは横ばい圏での推移を想定

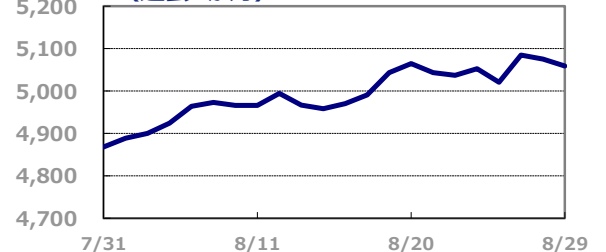
J-REIT市場は、資産構成比の高いオフィス物件について、賃料・空室率ともに改善基調が続いています。住宅やホテルについては、首都圏の人口増加やインバウンド需要の増加により好調な市場環境が続くことを想定します。物流については、首都圏では供給量の一服感が見られるものの近畿圏では高水準な供給が維持されているため需給環境の悪化には留意が必要ですが、旺盛な需要を背景に堅調な市場環境が続くことを見込みます。バリュエーション面では、国内長期金利の上昇によるアセットクラスとしての相対的な魅力度の低下や、借入コストの上昇による1株当たり配当への悪影響が懸念されることが重石になる一方、割安なNAV倍率が下支えすると想定しています。かかる中、J-REITは横ばい圏での推移を見込みます。

### 東証REIT指数（配当込み）

(ポイント) (過去1年間)



(ポイント) (過去1か月)



#### 価格上昇要因

- ・金利上昇リスクの後退
- ・オフィス回帰など経済正常化による業績回復
- ・オフィス市況の著しい改善

#### 価格下落要因

- ・金利上昇による投資妙味の希薄化
- ・日銀の金融引き締め姿勢の強まりや金利急騰による利払い負担の増加

この資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではなく、商品の勧誘を目的としたものでもありません。単に投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした、上記時点における情報紙です。この資料に掲載されているいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終的な決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は農林中金全連アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した資料により作成していますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。また、事前の通知なしに内容を変更する場合があります。この資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権など一切の権利は、農林中金全連アセットマネジメント株式会社に帰属します。無断で使用（複製、転用など）することはできません。

# 為替市場

## ドル

|      | 7月末     | 8月末     | 騰落率    | 見通し     |
|------|---------|---------|--------|---------|
| ドル/円 | 149円39銭 | 146円92銭 | -1.65% | 円高（ドル安） |

※見通しは、N Z A Mが予想する6ヶ月程度の市場見通しを表示しています。  
また、「円高（ドル安）」「横ばい」「円安（ドル高）」の三段階評価としています。

### 8月の動き

ドル/円は下落し、円高・ドル安

ドル/円は、前月比1.65%下落し、円高・ドル安となりました。月前半は、予想対比較調な米雇用指標や、ベッセント米財務長官による9月FOMCに向けた50bp利下げ支持発言を受けて円高・ドル安となりました。月後半は、ジャクソンホール会合におけるハト派的なパウエルFRB議長講演やトランプ米大統領によるクックFRB理事の解任要請を背景に円高・ドル安となり、月間でも円高・ドル安となりました。

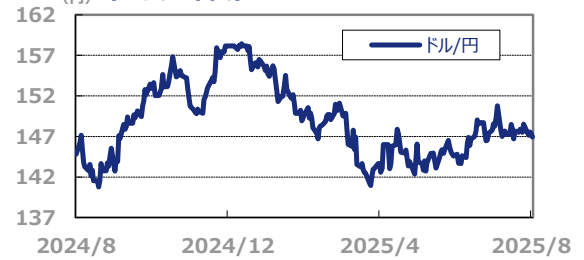
### 今後の相場見通し

円高・ドル安を想定

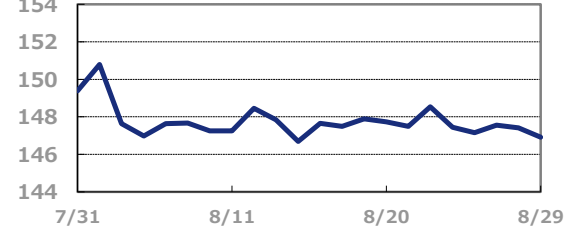
ドル/円は、日銀の利上げやFRBの利下げの進展に伴い金融政策格差の縮小が予想されることから、円高・ドル安を見込みます。

### ドル/円

(円) (過去1年間)



(円) (過去1か月)



| 円安・ドル高要因                                                                                                               | 円高・ドル安要因                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・米国経済の想定以上の底堅さ</li><li>・米国の金融引き締めに対する期待の高まり</li><li>・米欧政治リスクを巡る不透明感の後退</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧の金融システム不安</li><li>・米国経済の減速</li><li>・米欧政治リスクを巡る不透明感の高まり</li><li>・日銀の金融政策修正に対する期待の高まり</li><li>・米通商政策における保護主義化の強まり</li></ul> |

## ユーロ

|       | 7月末     | 8月末     | 騰落率   | 見通し      |
|-------|---------|---------|-------|----------|
| ユーロ/円 | 170円75銭 | 171円47銭 | 0.42% | 円高（ユーロ安） |

※見通しは、N Z A Mが予想する6ヶ月程度の市場見通しを表示しています。  
また、「円高（ユーロ安）」「横ばい」「円安（ユーロ高）」の三段階評価としています。

### 8月の動き

ユーロ/円は上昇し、円安・ユーロ高

ユーロ/円は、前月比0.42%上昇し、円安・ユーロ高となりました。月前半は、予想対比較調な米雇用指標や、ベッセント米財務長官による9月FOMCに向けた50bp利下げ支持発言を受けてドル安圧力が強まる中、ユーロが強含んだことから円安・ユーロ高となりました。月後半は、仏政局の不透明感の高まりや独国長期金利の低下を背景に円高・ユーロ安となり、月間では円安・ユーロ高となりました。

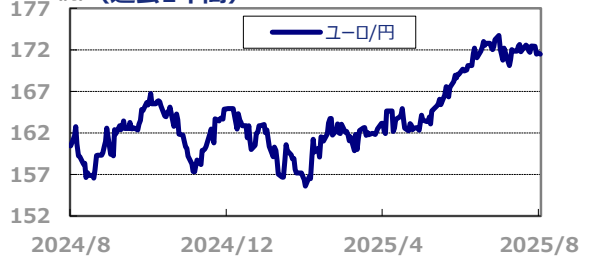
### 今後の相場見通し

円高・ユーロ安を想定

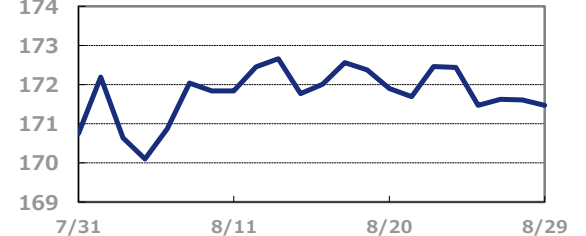
ユーロ/円は、日銀の利上げの進展に伴い金融政策格差の縮小が予想されることから、円高・ユーロ安を見込みます。

### ユーロ/円

(円) (過去1年間)



(円) (過去1か月)



| 円安・ユーロ高要因                                                                                                        | 円高・ユーロ安要因                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・欧州経済の想定以上の底堅さ</li><li>・米欧政治リスクを巡る不透明感の後退</li><li>・ウクライナ・中東情勢の改善</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>・米欧の金融システム不安</li><li>・欧州経済の減速</li><li>・米欧政治リスクを巡る不透明感の高まり</li><li>・ウクライナ・中東情勢の悪化</li><li>・日銀の金融政策修正に対する期待の高まり</li><li>・米通商政策における保護主義化の強まり</li></ul> |

この資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではなく、商品の勧誘を目的としたものではありません。単に投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした、上記時点における情報紙です。  
この資料に掲載されているいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終的な決定は、お客さまご自身の判断でなされるようにお願いします。  
この資料は農林中金全共連アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した資料により作成していますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。  
また、事前の通知なしに内容を変更する場合があります。この資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権など一切の権利は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社に帰属します。  
無断で使用（複製、転用など）することはできません。

#### 「各指数の著作権等」

- S&P500®（以下「S&P500指数」といいます。）、S&P米国REIT（以下「S&P米国REIT指数」といいます。）はS&P Dow Jones Indices LLC（以下「SPDJ」）といいます。）の商品であり、これを利用するライセンスが農林中金全共連アセットマネジメント株式会社に付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®はStandard & Poor's Financial Services LLC（以下「S&P」といいます。）の登録商標です。また、Dow Jones®はDow Jones Trademark Holdings LLC（以下「Dow Jones」といいます。）の登録商標です。これらの商標を利用するライセンスがSPDJに、特定目的での利用を許諾するサブライセンスが農林中金全共連アセットマネジメント株式会社にそれぞれ付与されています。SPDJ、Dow Jones、S&Pまたはそれぞれの関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているものではなく、これら関係者のいずれも、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、S&P500指数、S&P米国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。
- MSCI欧州インデックス（配当なし、現地通貨ベース）は、MSCI Inc. が発表している株価指数で、欧州対象国の主要企業の株式から構成されています。MSCIエマージング・マーケット・インデックス（配当なし、現地通貨ベース）は、新興国（中国やインドなどBRICs諸国を中心）の平均株価として定めている指数です。MSCI米国REITインデックス（配当込み・ドルベース）は、米国REIT市場全体を時価総額の大半をカバーする指数です。これらの指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。
- 日経平均株価は、1949年5月16日の単純平均株価176円21銭を基準として、日本経済新聞社が公表しています。日経平均株価に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。また、日本経済新聞社は、日経平均株価の内容を変える権利および公表を停止する権利を有しています。
- FTSE米国国債インデックス（ドルベース）、FTSEドイツ国債インデックス（現地通貨ベース）は、FTSE Fixed Income LLCにより運営されている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。
- NOMURA-BPI国債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が公表している指数で、その知的財産権は同社に帰属します。なお、同社は、対象インデックスを用いて行われる事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
- 東証REIT指数の指数値及び同指数に係る標章又は商標は、株式会社 J P X総研又は株式会社 J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウ及び同指数に係る標章又は商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、同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。本商品は、J P X により提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。

#### 「留意事項」

- 当資料は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社が独自の判断で作成したものであり、金融商品取引法その他の法令に基づくものではありません。
- 当資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権などの一切の権利は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社に帰属します。無断で使用（複製、転用など）することはできません。
- 投資信託は、預貯金とは異なり、預金保険・貯金保険の対象ではありません。投資信託は値動きのある有価証券類に投資します（また、外貨建て資産にはこのほかに為替変動もあります。）ので、基準価額は変動します。したがって、元本保証および利回り保証をされている金融商品ではありません。
- 投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 販売会社等につきましては、以下の先までお問い合わせください。  
農林中金全共連アセットマネジメント株式会社  
フリーダイヤル：0120-439-244（受付時間：営業日の9：00～17：00）  
ホームページ：<https://www.ja-asset.co.jp/>

編集・発行 農林中金全共連アセットマネジメント(株)  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第372号  
発行日 2025年9月5日(金)

お問い合わせ先 営業部 系統窓販サポートグループ  
〒102-0074 東京都千代田区九段南一丁目6番5号 九段会館テラス  
フリーダイヤル 0120-439-244

この資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではなく、商品の勧誘を目的としたものではありません。単に投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした、上記時点における情報紙です。この資料に掲載されているいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終的な決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は農林中金全共連アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した資料により作成していますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。また、事前の通知なしに内容を変更する場合があります。この資料に掲載されている内容の著作権、知的所有権など一切の権利は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社に帰属します。無断で使用（複製、転用など）することはできません。