

2024年12月13日

半導体, 米国株

りそなホールディングス 市場企画部
武居 大暉

日米欧 Market View:半導体市場 Monthly (2024年12月) ～2025年見通し

緩やかに半導体市場が成長するのに伴い、ナスダック100は最高値更新

要約

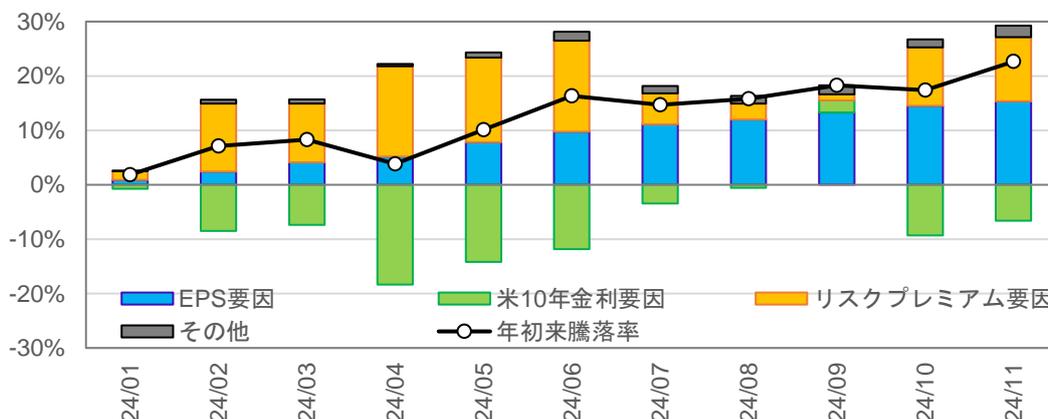
- 株式市場:EPS、リスクフリーレートは株価上昇に寄与しよう。リスクプレミアムは、半導体市場の成長がやや鈍化することがネガティブだが、過去の傾向からはソフトランディング時はバリュエーションの縮小が生じていないため、横ばいと見た。総合すると、2025年のナスダック100は最高値を更新しよう。25年末の目標株価は24,500pt～27,000pt
- ハイテク株の中でも、とりわけ先端半導体関連は引き続き、投資妙味があるとみる
- グロース株のバリュエーション判断材料の一つであるPEGレシオについて解説した

2025年のハイテク株式市場:緩やかに半導体市場が成長するのに伴い、ナスダック100は最高値更新

本稿ではトップダウン予想によって、ナスダック100の予想を行う。すなわち、株価が、①EPS、②リスクプレミアム(益回りー米10年金利)、③リスクフリーレート(米10年金利)によって規定されると考え、各要素を予想し、最後に株価を予想する。

まず、足元の状況を確認する。年初来のナスダック100の変動は、図表1の様に分解できる。EPSは緩やかに成長し、トランプ氏が大統領選で勝利したことで法人減税等を期待先行で織り込みリスクプレミアムも低下した(リスクプレミアムの低下は、リスク選好の強まりを意味し、株高要因)。一方で、米10年金利は、前半は想定よりも底堅い米景気や粘着的なインフレを背景に上昇、年末にかけてはトランプ次期大統領の政策不確実性等から上昇し、米景気不安が台頭した8～9月を除いて、一年を通して株安要因であった。

図表1: NASDAQ100の年初来騰落率の要因分解



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

現在の株価にはトランプ次期大統領の掲げる法人減税の影響が織り込まれているが、以下、やや保守的に法人減税の影響を除いたベースでナスダック 100 の妥当値の推計を試みた。

図表 2 は、ナスダック 100 と世界半導体出荷額の前年比の推移である。両者は概ね連動している様子が窺える。また、世界半導体統計からは、来年以降の半導体市場の見通しが示されており、成長率はプラスであるが緩やかに低下していく見通しが示されている(図表 3)。

半導体市場の成長率がピークアウトしていく時、株価の推移としては大きく 2 パターンに分けられる。一つは景気後退を伴うもので、2000 年代初頭の IT バブルの崩壊や 2008 年～2009 年のリーマンショック等が該当する。もう一つは、深刻なリセッションには至らないケースで、2015～2016 年のチャイナショックや 2019 年～2020 年の米中貿易摩擦やコロナショック等が該当しよう。この場合は、成長率のピークアウトに伴い、株価成長率も緩やかに低下していくが、バリュエーションの縮小には至らず、成長率が鈍化した後は株価が横ばい圏で推移する様子が窺える。なお、2022 年～2023 年にかけても一旦調整しているが、これはやや特殊な事例であると考えている。同期間については、2020 年以降にコロナ禍で PC・スマホ需要等が前倒しされた反動によるところが大きいとみている。実際、調整はしたものの 2019 年以降のトレンドまで下落したに過ぎない。

さて、[日米欧 Market View: 2025 年のマーケット見通し～米国編](#)で論じた通り、米国経済は、これからソフトランディングへ向かうと考えている。この仮定が正しい場合、半導体市場の成長が鈍化するに連れて、EPS 成長率は鈍化していくことが見込まれるが、バリュエーションの縮小には至らず、トータルでは株価は緩やかに上昇することが見込まれる。以下、各要素について議論する。

EPS は、2025 年の半導体市場が前年比+12.3%成長する中、+18.3%の成長が見込まれる。ただし、図表 3 に示した様に、半導体市場が+10%～+20%程度成長する際の EPS 成長率は、分散が大きいこと(0%～40%程度)には留意する必要がある。従って、株価への影響は、+15%～+25%とやや幅をもって見積もった。

リスクプレミアムについては、EPS 成長率が鈍化していく中で、一層低下することは見込み難いため、本稿では横ばいとした。従って、株価への影響は 0。

リスクフリーレート、即ち、米 10 年金利は 4%までの低下を見込む。詳しくは[日米欧 Market View: 2025 年のマーケット見通し～米国編](#)を参照されたい。金利低下によって、株価は+3%～+4%程度押し上げられよう。

以上から、ナスダック 100 は、2025 年にかけて、+18.0%～+29.0%程度上昇するとみる。水準に直すとナスダック 100 は、24,500pt～27,000pt 程度まで上昇するとみる。

<2025 年の米国マーケット見通し>

	足元の水準	2025			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
FF金利	4.75%	4.25%	4.00%	4.00%	3.75%
想定レンジ		4.25% - 4.50%	4.00% - 4.75%	3.75% - 4.50%	3.50% - 4.50%
10年金利	4.32%	4.10%	4.00%	4.00%	4.00%
想定レンジ		3.90% - 4.50%	3.80% - 4.40%	3.80% - 4.40%	3.80% - 4.40%
失業率	4.20%	4.10%	4.05%	4.00%	3.95%
想定レンジ		3.90% - 4.40%	3.90% - 4.40%	3.85% - 4.40%	3.85% - 4.40%
インフレ率(PCEコア)	2.80%	2.80%	2.75%	2.75%	2.70%
想定レンジ		2.50% - 3.00%	2.50% - 3.00%	2.60% - 3.20%	2.60% - 3.20%
SP500	6,052pt	6,200pt	6,400pt	6,400pt	6,800pt
想定レンジ		5,800pt - 6,300pt	5,800pt - 6,600pt	5,800pt - 6,600pt	6,000pt - 7,000pt
ナスダック100	21,368pt	22,000pt	23,000pt	24,000pt	25,000pt
想定レンジ		19,000pt - 24,000pt	20,000pt - 25,000pt	21,000pt - 26,000pt	22,000pt - 27,000pt

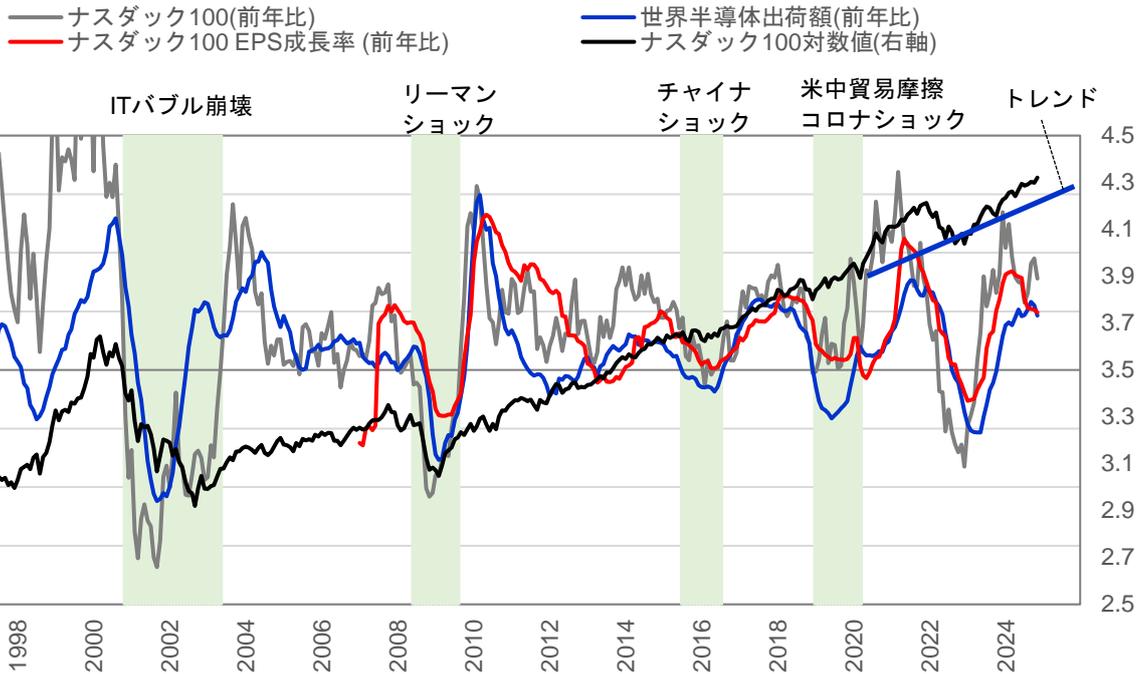
出所：りそなホールディングス

◎注意事項

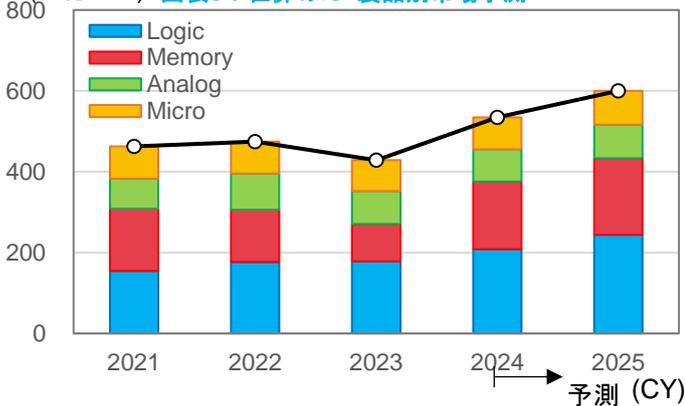
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表2：ナスダック100と世界半導体出荷額の成長率



(10億ドル) 図表3：世界のIC 製品別市場予測



■WSTSによる半導体市場見通し

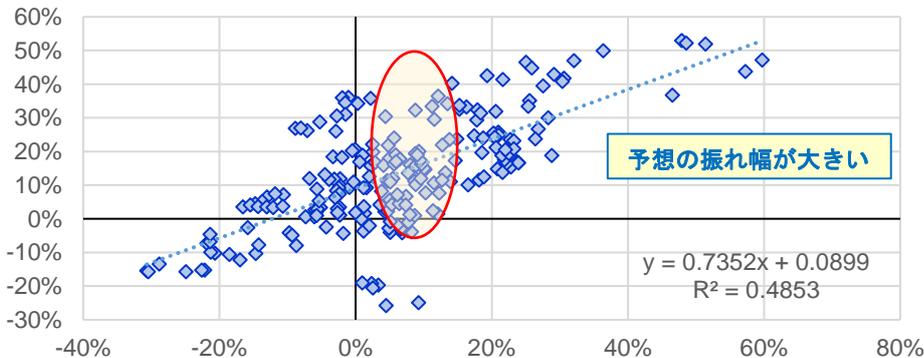
単位：10億ドル ⇒ 予想

	2021	2022	2023	2024	2025
合計	463,001	474,401	428,442	534,500	600,069
Analog	74,105	88,983	81,225	79,433	83,157
Micro	80,221	79,073	76,340	79,291	83,723
Logic	154,837	176,578	178,589	208,723	243,782
Memory	153,838	129,767	92,288	167,053	189,407
前年比	28.2%	2.5%	-9.7%	24.8%	12.3%

出所：WSTS

出所：WSTS

図表4：世界半導体出荷額前年比(X軸)とナスダック100 EPS成長率(前年比, Y軸)



出所：Bloomberg, WSTS

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

注目セクター:引き続き先端半導体の力強い成長が見込めよう

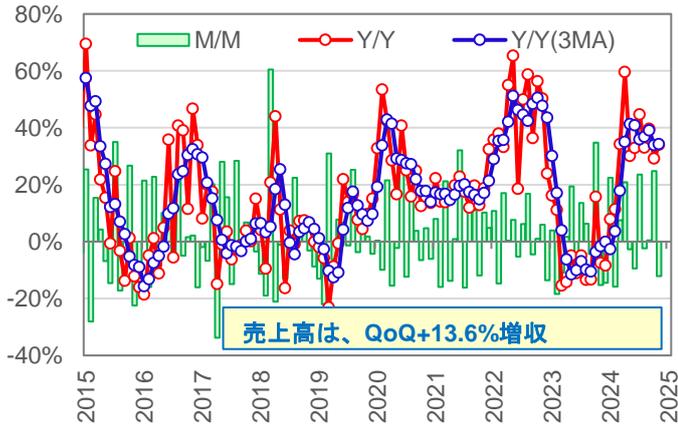
[日米欧 Market View: 2025年のマーケット見通し～米国編](#)で、2025年は、先端半導体、ソフトウェア・サービス、クリーンエネルギー、金融等に注目していると述べた。本稿では、レポートの趣旨に沿って先端半導体について掘り下げる。

図表3で見たように、WSTSは半導体市場をAI需要の恩恵を受ける先端半導体を中心に成長を続けるとみている。先端半導体市場の先行きを展望する上では、世界最大の半導体受託大手TSMCの売上高データも参考となろう(図表5)。同社の売上高は2024年に入ってから10月まで過去最高を更新し続けている他、直近決算ではAI需要が驚くほど強いとして、2度目の業績予想の上方修正に踏み切った。しかも、同社の魏哲家(C.C.Weil)会長は、需要は少なくとも数年は続くと言った強気な姿勢を見せた。

同社が強気な見方を堅持する理由の一つに、同社の大手顧客の一社であり、データセンター向けGPUで過半のシェアを持つエヌビディアの好調な業績と供給不足があろう。図表6はエヌビディアの棚卸資産回転日数の推移である。23年央以降は一貫して減少を続けていることから、在庫の保有期間の減少、即ち、供給不足が窺える。こうした要因を総合すると、AI需要が半導体市場の成長をけん引する公算は大きいとみている。

なお、TSMCの11月単月の売上高は10月から減少したが、同社はこれを織り込んだ上で業績を上方修正している公算が大きく、然らばこれは季節性の一過性要因に過ぎないとの見方が妥当であろう。

図表5: TSMCの売上高成長率



出所: TSMC

図表6: エヌビディアの棚卸資産回転日数



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

補足:グロース株のバリュエーション判断材料～PEG レシオ

グロース株のバリュエーション判断は難しい。教科書的な説明では、株価＝EPS×PER と分解できるため、PERの大小がバリュエーション判断の材料である。この分解においてPERは、株価がEPSの何倍の水準であるかを意味するが、これは即ち、一株当たり利益が今後一定とした場合の投資資金の回収年限を意味しているとも言える。

例として、このような見方で先端半導体銘柄であるエヌビディアのPERを確認すると、足元で35倍近い水準であることがわかる。即ち、投資資金の回収に35年かかることを意味しており、ハイテク指数であるナスダック100のPERが26倍前後であることを考慮すると、やや割高感がある。

しかし、PERの解釈について、「一株当たり利益が今後も一定」という仮定を置いていたのであった。PERは有用な指標であるが、使い方には注意を要する。即ち、グロース株の様に「一株当たり利益が今後も一定」という仮定が成立しない企業の株価については、PERによる割高・割安の判断ができないということである。

このPERの欠陥を調整した指標としてPEGレシオがある。PERを長期利益成長率で割ったもので、PEGレシオ＝PER÷長期利益成長率 と書ける。PEGレシオが、「1より小さい:割安」、「1～2:適正水準」、「2より大きい:割高」と判断される。この様に判断される理由としては、以下の様な解釈がわかりやすいだろう。

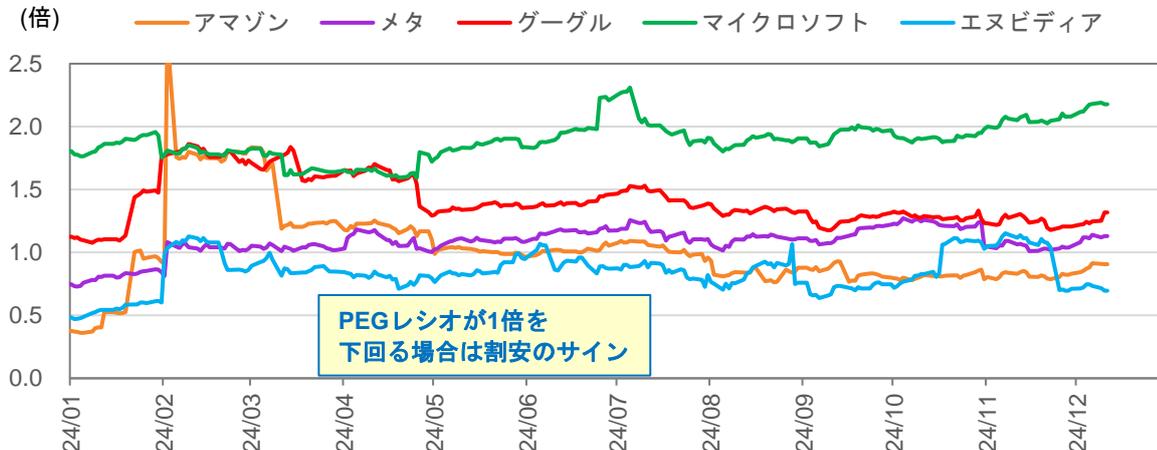
$$\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER} = \text{EPS} \times \text{長期利益成長率} \times \frac{\text{PER}}{\text{長期利益成長率}} (= \text{PEGレシオ})$$

左2つで説明できない部分

上式は、株価をEPSとPERによる分解から、EPS、長期利益成長率、PEGレシオの3要素による分解へと変形したものである。この分解において、PEGレシオは、株価をEPSと長期利益成長率で説明した際の残りの部分ということになる。従って、PEGレシオが1～2であれば、株価は、概ね現在の利益と長期利益成長率で説明できると言えるのに対して、1より小さければ、株価は現在の利益と長期利益成長率で説明できる部分よりも過小評価されていると解釈でき、即ち、割安と判断できるわけである(1より大きい場合、割高とも言えるのも同様)。

最後にエヌビディアのPEGレシオを見てみると(図表7)、1より小さく、水準としては米景気懸念が台頭していた9月初旬並みである。同社は、11月末の決算以降、株価が調整気味であるが、PEGレシオからは押し目買いの好機と言えよう。

図表7: 米メガテックのPEGレシオ



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



■バックナンバー(直近発行レポート 30 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
81	2024/9/20	豪州経済	9月豪州概況
82	2024/9/24	日本株	日本株需給(9月9日~9月13日)
83	2024/9/24	日本株, 米国株	シン・ブラックマンデーを巡る論点整理
84	2024/9/27	日本経済	8月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
85	2024/9/27	日本経済	8月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now
86	2024/9/30	日本株	日本株需給(9月17日~9月20日)
87	2024/10/2	米国経済	9月ISM製造業景況感指数
88	2024/10/2	日本株, 米国株	10月日米株バリュエーション~日本:弱気、米国:中立
89	2024/10/2	日本株	日本株 9月セクター動向と10月見通し
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	自民党総裁選ショックを巡る論点整理
91	2024/10/3	欧州経済	9月ユーロ圏物価動向
92	2024/10/4	日本株	日本株需給(9月24日~9月27日)
93	2024/10/7	米国経済	9月雇用統計
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024年10月)
95	2024/10/11	米国経済	9月CPI
96	2024/10/11	コモディティ	9月WTI原油先物価格
97	2024/10/11	日本株	日本株需給(9月30日~10月4日)
98	2024/10/18	豪州経済	10月豪州概況
99	2024/10/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
100	2024/10/23	欧州経済	10月ユーロ概況
101	2024/10/30	日本経済	9月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
102	2024/10/30	日本経済	9月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now
103	2024/11/1	欧州経済	ユーロ圏 GDP 統計
104	2024/11/1	日本株	日本株需給(10月21日~10月25日)
105	2024/11/5	日本株	日本株 10月セクター動向と11月見通し
106	2024/11/5	米国経済	10月ISM製造業景況感指数
107	2024/11/5	米国経済	10月雇用統計
108	2024/11/5	日本株, 米国株	11月日米株バリュエーション~日本:中立、米国:強気
109	2024/11/5	欧州経済	10月ユーロ圏物価動向
110	2024/11/8	米国経済	11月FOMC
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響
112	2024/11/11	日本株	日本株需給(10月28日~11月1日)
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024年11月)
114	2024/11/14	米国経済	10月CPI
115	2024/11/14	コモディティ	10月WTI原油先物価格
116	2024/11/14	豪州経済	11月豪州概況
117	2024/11/15	日本株	日本株需給(11月5日~11月8日)
118	2024/11/22	欧州経済	2024年第3四半期ユーロ圏賃金動向
119	2024/11/22	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q
120	2024/11/22	日本株	日本株需給(11月11日~11月15日)
121	2024/11/29	日本経済	10月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
122	2024/11/29	日本経済	10月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now
123	2024/11/29	日本株	日本株需給(11月18日~11月22日)
124	2024/12/2	欧州経済	11月ユーロ圏物価動向
125	2024/12/2	日本株	日本株 11月セクター動向と12月見通し
126	2024/12/3	米国経済	11月ISM製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12月日米株バリュエーション~日本:中立、米国:中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11月25日~11月29日)
129	2024/12/9	米国経済	11月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025年のマーケット見通し~米国編

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。