

2025年1月15日
半導体, 米国株

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View:半導体市場 Monthly (2025年1月)

半導体市場は引き続き AI 向けがけん引する形で拡大。NASDAQ100 のファンダメンタルズは良好も、金利上昇による株価下落余地が 5%程度存在する点に留意

要約

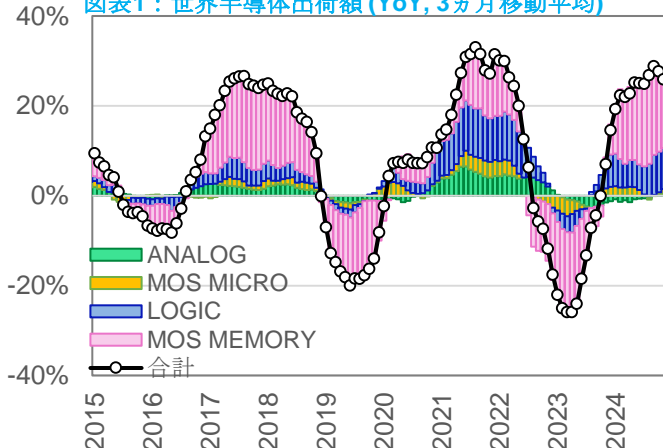
- WSTS(世界半導体市場統計)によると、11月の世界半導体出荷額(振れが大きいので3ヵ月移動平均値)は、前年比+25.9%(前月:+27.7%)と引き続き高水準(図表1)
- ナスダック100のファンダメンタルズは良好も、米金利が5%まで上昇すると、足元の水準から5%程度下落余地がある点に留意
- 株価上昇理由を分解すると、依然としてAI需要の恩恵を受ける銘柄に投資妙味があろう

11月~12月の半導体市場動向:引き続き AI 向け需要が旺盛

WSTS(世界半導体市場統計)によると、11月の世界半導体出荷額(振れが大きいので3ヵ月移動平均値)は、前年比+25.9%(前月:+27.7%)と引き続き高水準(図表1)。主な種類別の動向をみると、LOGIC が引き続き好調で前年比+21.9%(前月+21.6%)、MEMORY は昨年3月を底とする回復傾向が継続し、前年比+66.6%(前月+81.7%)となった。MEMORY の成長率が大きく鈍化した様に見えるが、発射台の高さが要因である。

AI への注目が集まる中、その恩恵を受けやすい LOGIC や MEMORY の好調が目立っており、関連各社の業績を鑑みるに、この傾向はいましばらく継続する公算が大きい。Magnificent7 を始めとする AI 関連銘柄は、2024年に株価が大きく上昇した銘柄が多いが、バリュエーション上は業績で説明できる部分が大きく、株価の割高感はない。業績が拡大していく公算が大きいことを踏まえると、もっとも投資妙味のある企業群であろう。

図表1: 世界半導体出荷額 (YoY, 3ヵ月移動平均)



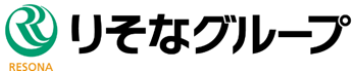
種類	用途	主な製品
ANALOG	光や音、温度などの数値化されていない電気信号の処理・制御	スマホ テレビ
LOGIC	データ処理・機器の制御	スマホ パソコン
MEMORY	データの保存	スマホ パソコン
MICRO	データの演算・制御	パソコン 家電

出所: WSTS

◎注意事項

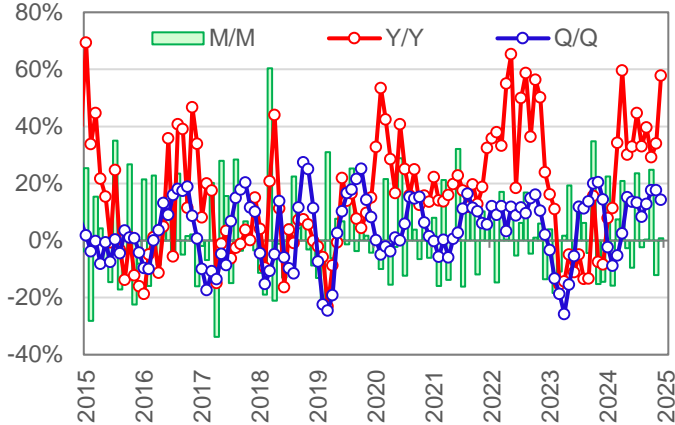
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



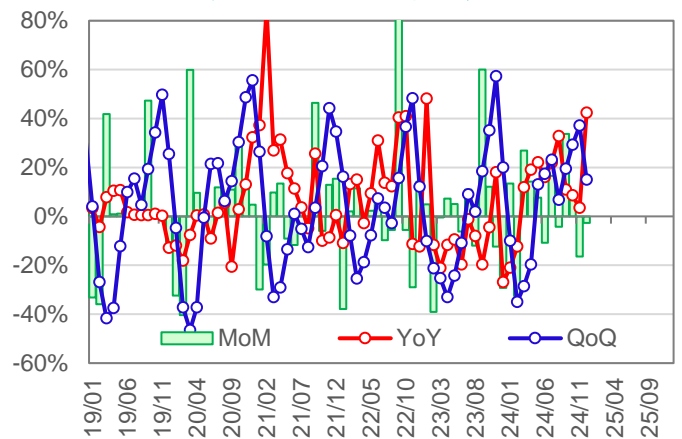
足元のデータが確認できる半導体製造大手の月次売上高を確認すると、TSMCは12月単月としては過去最高で、前年比+57.8%となった。鴻海精密工業も12月の前年比は+42.3%と好調であった。なお、鴻海精密工業は、月次レポートで、好調の要因は、強いAIサーバー需要がCloud and Networking Products セグメントの売上高を押し上げたこと等が理由だと説明している。

図表2：TSMCの売上高成長率



出所：TSMC

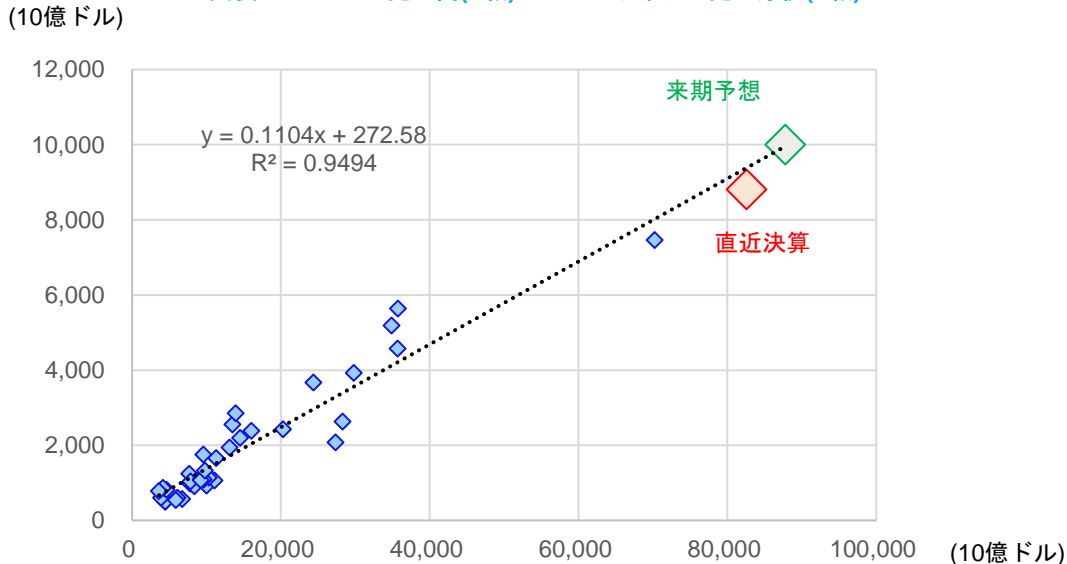
図表3：鴻海の売上高成長率



出所：鴻海精密工業

TSMCの売上高は、エヌビディアの立場からは売上原価と捉えることができる。エヌビディアはAIサーバー向けのGPU市場シェアの70~80%を占めていると言われており、同社の業績はAIブームの先行きを占う上で最も重要な材料の一つとなっている。TSMCの月次売上高からは、エヌビディアの次期決算はQ/Q+10%~+15%程度の増収と推計された。コンセンサスは9%程度の増収であるが、これは上回る公算が大きい。

図表4：TSMCの売上高(X軸)とエヌビディアの売上原価(Y軸)



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。

エヌビディアについては、バイデン政権が任期終了直前に、AIチップの輸出規制を大幅に強化する規制案を発表したことがネガティブ視されている。AIチップの輸出を国別・企業別に制限し、世界的なAI技術の普及をコントロールすることを目的としているとされる。

新規制では、各国を3つのカテゴリーに分類し、それぞれ異なる制限を適用する。

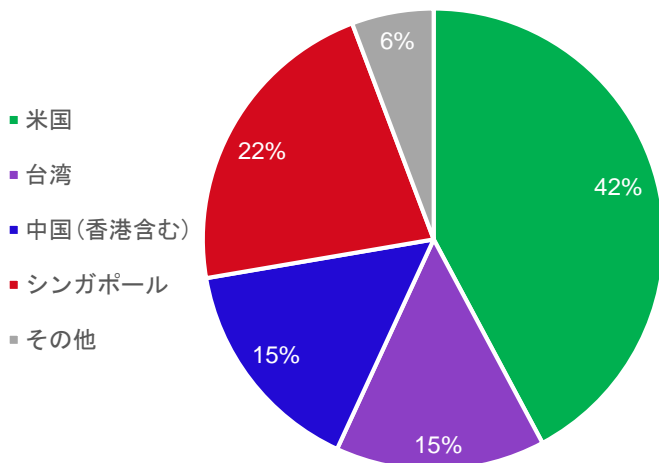
第1カテゴリー(Tier 1)では、米国と18の同盟国(ドイツ、オランダ、日本、韓国、台湾等)が該当し、ほぼ制限なしでAIチップにアクセス可能となる。このカテゴリーの国に本社を置く企業は、総計算能力の25%までを他地域に配置できる。ただし、米国企業については50%を米国内に保持することが必須となる。

第2カテゴリー(Tier 2)には世界の大多数の国が該当する。これらの国々には2025年から2027年の期間で、約50,000個のGPUに相当する計算能力が上限として設定される。ただし、企業単位では、米国の安全保障基準と人権基準を満たしてVEU(Validated End User)認証を取得することで、より高い上限の申請が可能となる。

第3カテゴリー(Tier 3)には中国、マカオ、、ロシア及び武器禁輸国(約24カ国)が該当し、実質的に輸入が禁止される。

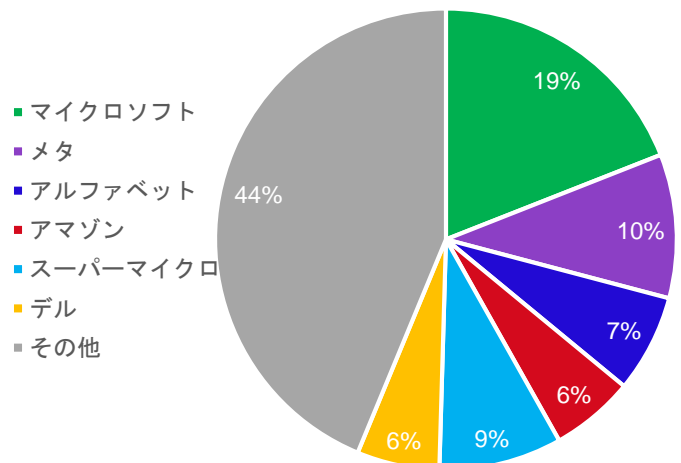
エヌビディアの国別及び顧客別の売上高構成比は図表5~6の様になっている。同社の売上高の過半をTier1国が占めており、また、顧客別の売上高をみると、同社のAIチップの需要先は、米国のハイテク企業が過半を占めていることが分かる。新規制が同社の業績にネガティブであることは間違いないが、現時点では同社の業績や中長期の成長ストーリーに深刻な影響が生じる可能性は高くないとみられる。

図表5：エヌビディアの売上高構成比(国別)



出所：Bloomberg

図表6：エヌビディアの売上高構成比(顧客別)

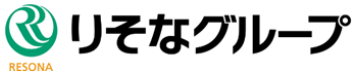


出所：Bloomberg

◎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。

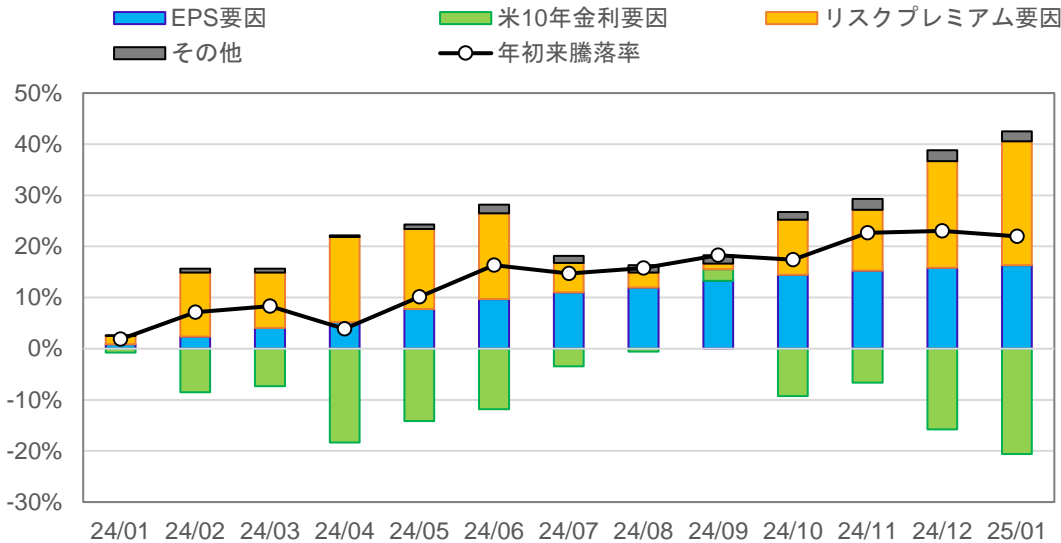
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



NASDAQ100 のバリュエーション:金利上昇による株価下落余地が 5%程度存在

米主要ハイテク株中心に構成される NASDAQ100 の変動要因を米 10 年金利、EPS、リスクプレミアム (NASDAQ100 の益回りー米 10 年金利)に分解した(図表 6)。足元で株価が調整している様に見えるが、大部分が米金利の上昇によるものであり、EPS の成長は継続している他、リスクプレミアムはむしろ縮小(株価にはプラス)しており、ファンダメンタルズ、センチメント共に良好であるとみられる。ただし、足元では米金利は 5%程度まで上昇するリスクがあるとみており、その場合、株価下落余地が 5%程度存在すると試算された(図表 7)

図表 6 : NASDAQ100の23年末以降の騰落率要因



出所 : Bloomberg

図表 7:NASDAQ100 のバリュエーション

		米10年金利							
		4.5%	4.6%	4.7%	現状 4.78%	4.9%	5.0%	5.1%	
予想 EPS	10.0%	877.9	26,334	25,767	25,200	24,758	24,066	23,499	22,932
	5.0%	838.0	24,046	23,529	23,011	22,608	21,976	21,458	20,940
	3.0%	822.1	22,955	22,460	21,966	21,581	20,978	20,484	19,990
	1.0%	806.1	22,318	21,837	21,357	20,982	20,396	19,915	19,435
	現状	798.1	22,107	21,631	21,155	20,785	20,204	19,728	19,252
	-1.0%	790.2	21,897	21,426	20,954	20,587	20,011	19,540	19,069
	-3.0%	774.2	21,272	20,814	20,356	19,999	19,440	18,982	18,524
	-5.0%	758.2	20,260	19,824	19,388	19,048	18,516	18,079	17,643
	-10.0%	718.3	18,333	17,938	17,544	17,236	16,754	16,360	15,965

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。

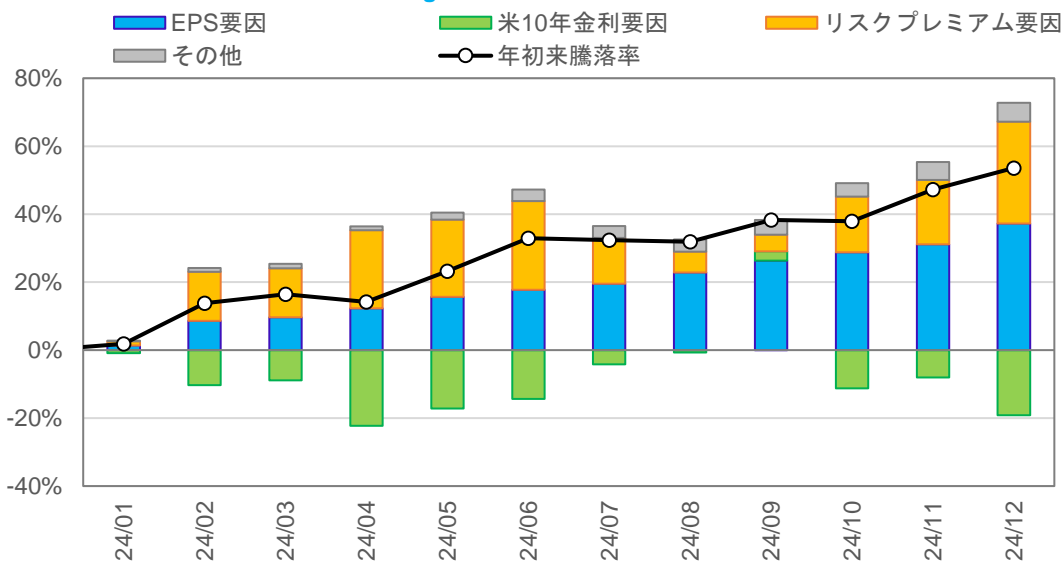
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



Magnificent7 のバリュエーション: 株価が大きく上昇しているが、健全な上昇

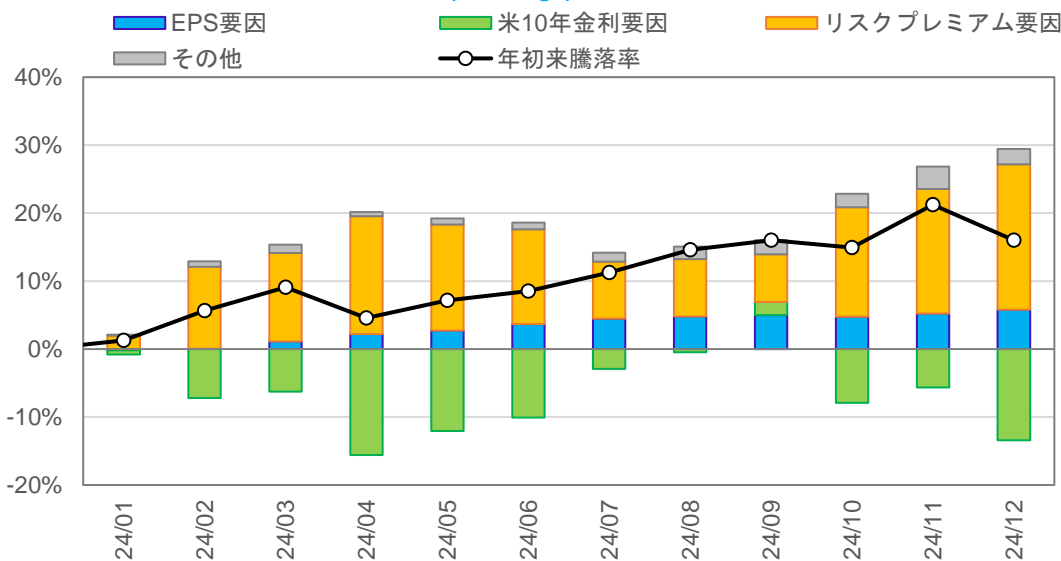
AI 需要が旺盛な中、その恩恵を受ける銘柄は昨年来大きく上昇してきた。代表として Magnificent7 を取り上げると、等ウェイトの指数では、2024 年に 53.6% 上昇している。上昇率からは割高感が懸念されるが、要因分解すると、37.3% が EPS、即ち業績で説明できている(図表 8)。確かに、残りの部分は AI 需要の恩恵を受け業績が拡大する期待であろうが、上昇の半分以上が業績で説明できている。一方で、Bloomberg US Large Cap ex Magnificent7 Index は、2024 年に 16% 上昇したが、その過半がリスクプレミアムの上昇によるものである(図表 9)。株価上昇理由をみると、健全な上昇をしているのは、Magnificent7 の方であり、今後も業績の拡大が継続する公算が大きい中では、依然として投資妙味のある企業群であろう。

図表 8 : Magnificent7 の23年末以降の変動要因



出所 : Bloomberg

図表 9 : 米大型株(除く Mag7) の23年末以降の変動要因



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。

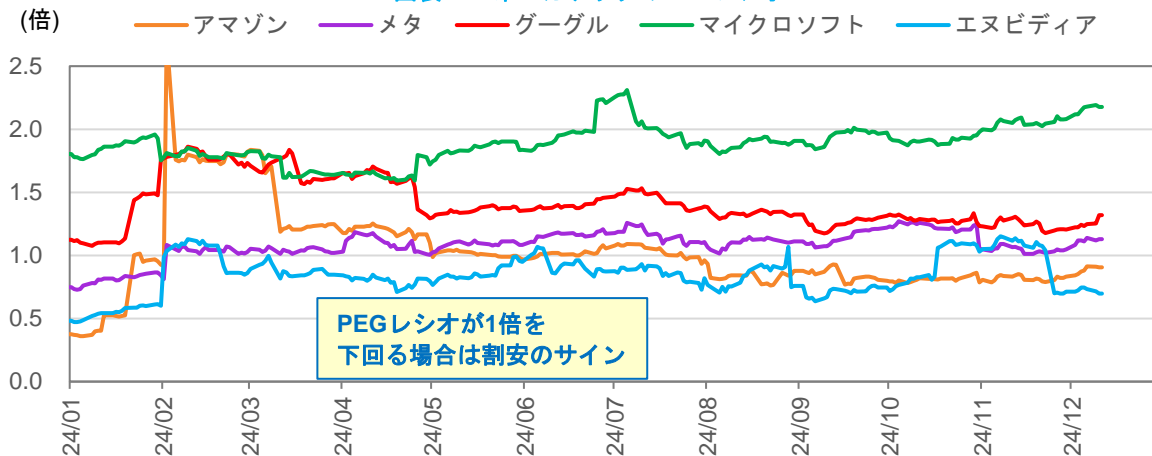
$$\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER} = \text{EPS} \times \text{長期利益成長率} \times \frac{\text{PER}}{\text{長期利益成長率}} (= \text{PEGレシオ})$$

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10)、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11: 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。