りそなグループ

りそな経済フラッシュ

2025 年 2 月 14 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 2 月)

半導体市場は引き続き AI 向けがけん引する形で拡大も成長率は鈍化傾向

要約

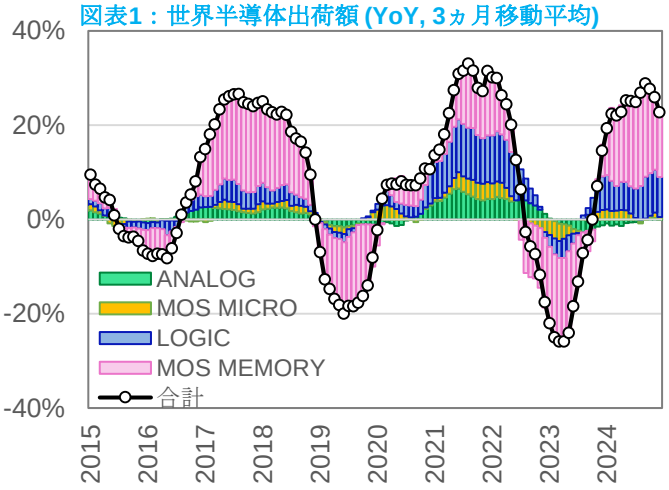
- 12 月の世界半導体出荷額(振れが大きいため 3 ヵ月移動平均値)は、前年比+22.7%(前月：+25.9%)と引き続き高水準だが、発射台が高くなりつつあるため、成長率は緩やかに鈍化傾向(図表 1)。AI
- 半導体市場の成長率が鈍化傾向な中、AI 関連銘柄の選別が一層重要。AI ソリューションビジネスを提供する企業の業績が拡大するフェーズへ移行しつつあるとみる
- ただし、AI モデル開発において、推論にも多量の GPU が必要となれば、これは予想上振れシナリオであり、AI 半導体銘柄にポジティブ

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、12 月の世界半導体出荷額(振れが大きいため 3 ヵ月移動平均値)は、前年比+22.7%(前月：+25.9%)と引き続き高水準だが、発射台が高くなりつつあるため、成長率は緩やかに鈍化傾向(図表 1)。主な種類別の動向をみると、LOGIC が前年比+20.6%(前月+21.9%)と引き続き好調だが、MEMORY は、前年比+56.7%(前月+66.6%)と成長率は高水準も鈍化傾向である。

AI への注目が集まる中、その恩恵を受けやすい LOGIC や MEMORY が半導体市場をけん引する構図に変化はないが、業績が力強く拡大するフェーズは過ぎた可能性がある。HP フィルター(系列の長期トレンド成分の滑らかな推定値を得るために広く使用されている平滑化手法)を用いてトレンド分析すると、LOGIC、MEMORY のいずれも短期的には下落トレンドを形成している点はネガティブ(図表 2~5)。

図表1：世界半導体出荷額 (YoY, 3ヵ月移動平均)

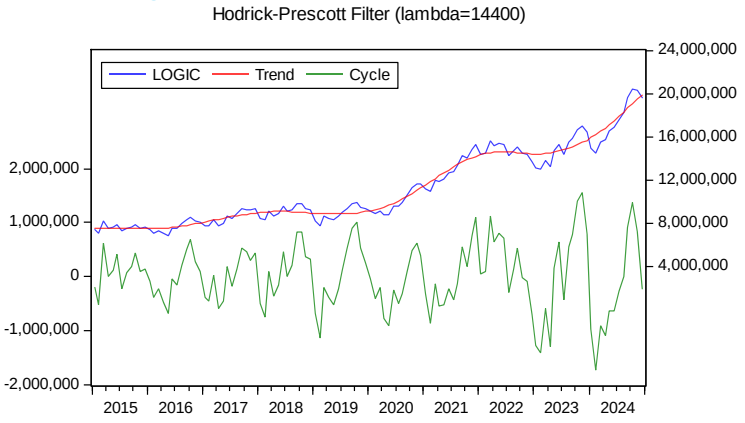


出所：WSTS

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

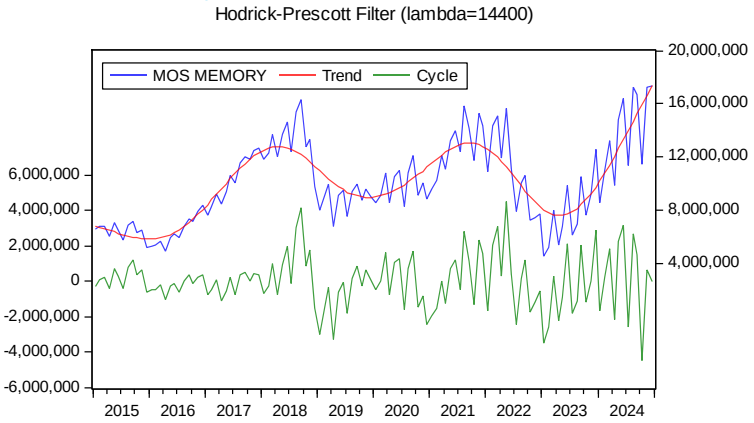
◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

図表 2：Logic の出荷額トレンド



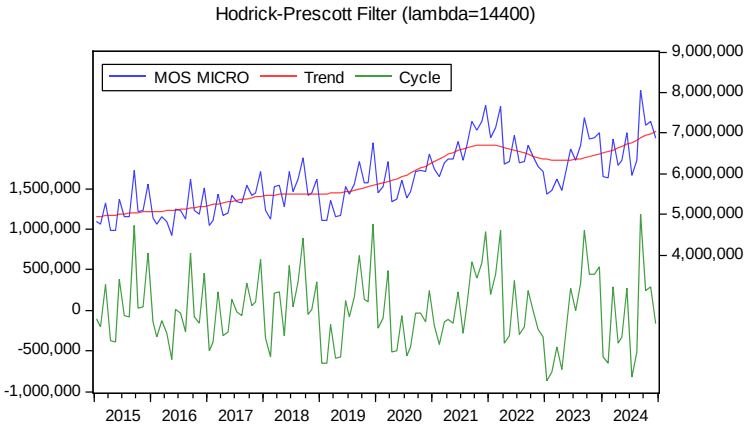
出所：WSTS

図表 3：Memory の出荷額トレンド



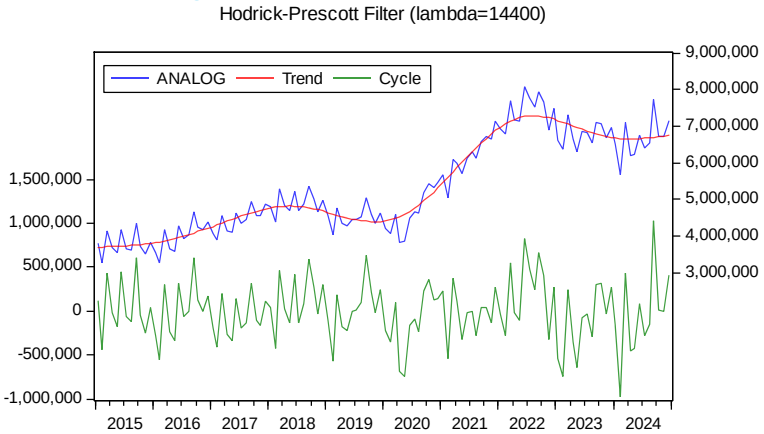
出所：WSTS

図表 4：Micro の出荷額トレンド



出所：WSTS

図表 5：Analog の出荷額トレンド



出所：WSTS

今後の注目点：AI 銘柄の中でも有望銘柄が変わりつつある

AI 半導体の需要先である米主要ハイテク企業の投資動向を鑑みるに(図表 6)、今後も先端半導体市場は拡大を継続する公算が大きく、従って、いくつかの懸念が台頭しているにせよ、エヌビディアを筆頭に AI 関連企業の業績も拡大していく公算が大きい。ただし、株価リターンの源泉は、「増益率そのものではなく、実際の増益率と投資家の期待との格差によって決定される」という基本に立ち返って見ると、先端半導体市場の拡大が緩やかになりつつある今、投資家の期待を大きく上回る好業績が発表され続けるというストーリーが徐々に描きづらくなってきている企業が出始めていることに留意する必要があろう。

実際、足元の決算シーズンにおいては、投資フェーズが徐々に変わりつつあるとの印象を受けた。アップラビン、パランティア・テクノロジーズ、PTC 等の AI ソリューションを提供する企業のサプライズ率(実際の利益÷コンセンサス)は、それぞれ、+37.7%、+26.1%、+23.5%と驚異的であった一方、AMD やインテル等の半導体製造に関わる企業のサプライズ率はそれぞれ、-52.6%、-83.4%と投資家の期待を大きく下回った。AI 銘柄の中でも、銘柄選別が一層重要な局面に差し掛かっていると言えよう。

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

予想の上振れ要因

上述の通り、先端半導体市場の拡大は足元緩やかになりつつあるが、先行きについては、予想を超える減速よりは、予想を超えて成長する形で予想が外れる可能性の方が高いと考えている。

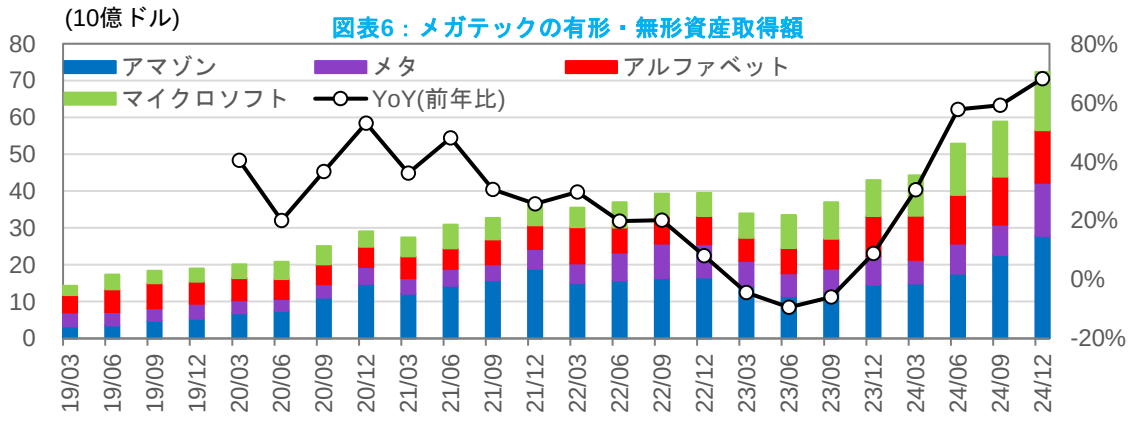
エヌビディアが How Scaling Laws Drive Smarter, More Powerful AI というコラムを 2/12 に公表しており、その内容について所感を述べたい。

同コラムでは、AI のスケーリング則には 3 種類あると説明されている。

1. **事前トレーニングのスケーリング**
   AI 開発の初期段階で、トレーニングデータのサイズ、モデルのパラメータ数、計算資源を増やすことで、モデルの知能と精度の予測可能な改善を期待できるというものである。この原則により、10 億、1 兆個のパラメータを持つトランスフォーマーモデルの台頭、新しい分散トレーニング技術など、モデルアーキテクチャの大きなイノベーションにも拍車をかけた
2. **トレーニング後のスケーリング**
   大規模な基盤モデルが公開されると、他の開発者や組織はそれらを基に、強化学習や人間からのフィードバックを活用してモデルの特定のタスクに対する能力を向上させる
3. **テスト時のスケーリング**
   推論時に追加の計算資源を投入することでモデルの精度を向上させる手法。AI 推論モデルは、複数回の推論を行い、問題を段階的に解決し、タスクを解決するための手順を説明する。この手法により AI は複雑な問題に対してより深い推論を行うことが可能となる

要するに、今は多くの企業が基盤モデル(GPT-4、Gemini など)を活用し、ファインチューニングによるカスタマイズを行う 2 の段階にあるとみられるが、3 の段階へ進んでも GPU 需要は落ちない可能性を指摘している。「長時間の思考(multi-step reasoning)」を行う AI が普及すると、1 回の推論で何十回も計算が必要になる。また、AI の普及(音声アシスタント、検索エンジン、生成 AI アプリ(画像、動画、コード作成)等)が進めば、推論の総量も増える。従って、学習市場の成熟＝需要の減少ではなく、推論市場の拡大＝需要の維持・拡大という予想上振れシナリオが考えられる。米メガテックの設備投資は依然として過去最高を更新しているが(図表 6)、今後、成長が加速する様なシナリオが実現するのであれば、これは投資家の期待を大きく上回る好業績が発表され続けるというストーリーの実現を意味する。

図表6：メガテックの有形・無形資産取得額



出所：Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

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、この様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。

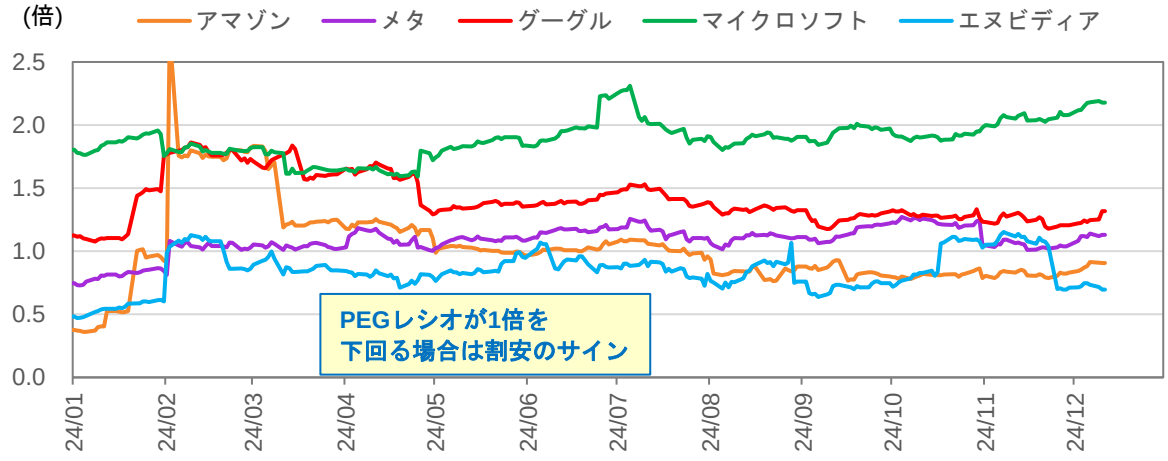
この PER の欠陥を調整した指標として PEG レシオがある。PER を長期利益成長率で割ったもので、PEG レシオ＝PER÷長期利益成長率 と書ける。PEG レシオが、**「1 より小さい：割安」、「1～2：適正水準」、「2 より大きい：割高」**と判断される。この様に判断される理由としては、以下の様な解釈がわかりやすいだろう。

$$株価＝EPS\times PER = EPS\times 長期利益成長率\times \underbrace{\frac{PER}{長期利益成長率}(=\textbf{PEGレシオ})}_{\textbf{左2つで説明できない部分}}$$

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 A)、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A：米メガテックのPEGレシオ



出所：Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

■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
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
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12 月 2 日～12 月 6 日)
133	2024/12/13	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2024 年 12 月)
134	2024/12/19	米国経済	12 月 FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11 月 WTI 原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株受給(12 月 9 日～12 月 13 日)
137	2024/12/20	日本経済，日本株	2025 年のマーケット見通し～日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12 月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12 月 16 日～12 月 20 日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12 月セクター動向と 1 月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12 月 ISM 製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12 月 23 日～12 月 27 日)
143	2025/1/14	米国経済	12 月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 1 月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1 月 6 日～1 月 10 日)
146	2025/1/20	コモディティ	12 月 WTI 原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1 月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1 月 14 日～1 月 17 日)
149	2025/1/27	日本株	日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1 月 FOMC
151	2025/1/31	欧州経済	24 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20～1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1 月セクター動向と 2 月見通し
155	2025/2/3	日本株，米国株	2 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
156	2025/2/4	米国経済	1 月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25 年 1 月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1 月 27 日～1 月 31 日)
159	2025/2/13	米国経済	1 月米 CPI

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。