

2025 年 2 月 28 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: エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 4Q

決算はポジティブも短期的な株価への影響は限定的か。中長期の成長ストーリーは不変で強気を維持

要約

- エヌビディアの決算は、着地、ガイダンス共にコンセンサスを上回り、ポジティブな印象
- ただし、短期的には粗利益率低下等が懸念される他、市場センチメントが強くないこともあり、株価への影響は限定的か
- 粗利益率の低下は、新製品の歩留まり改善が思うように進まないからではなく、TSMC の値上げによるものであると予想。この仮説が正しければ技術上の懸念はなく、中長期の成長ストーリーは不変

エヌビディアの 2024 4Q 決算概要:引き続き AI 向け需要が旺盛。自動運転技術への注力も窺える

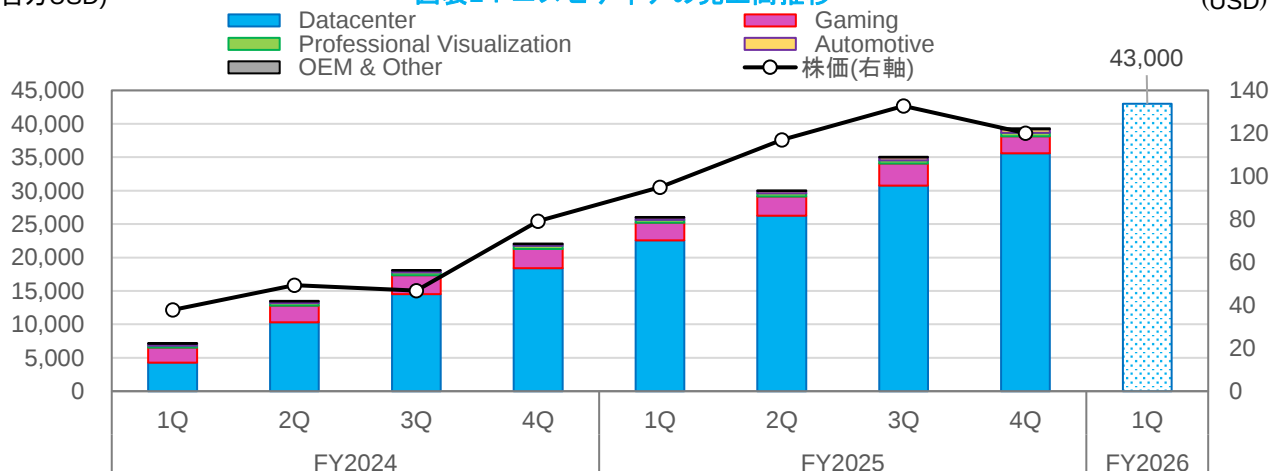
2025 年 4Q の売上高は 393.3 億ドル(コンセンサス:382.5 億ドル)、EPS は 0.89ドル(コンセンサス:0.84ドル)といずれもコンセンサスを上回った。また、2026 1Q のガイダンスは、売上高見通しが 430 億ドルとコンセンサス(423 億ドル)を上回った。

引き続き AI 需要が旺盛で Datacenter セグメントが売上をけん引した(図表 1~2)。また、金額は小さいが、Automotive セクターの成長が力強く、直近二四半期の QoQ 成長率は 20%台後半と Datacenter セグメント(約 15%)を凌ぐ。エヌビディアは、足元で英アームの保有株を減らした一方で、中国の自動運転企業ウィーライドへ投資がしたことが判明している。AI 需要は依然として旺盛だが、事業ポートフォリオの多角化を図るべく、自動運転技術へ注力している様子が窺える。

(百万USD)

図表1: エヌビディアの売上高推移

(USD)



出所: Bloomberg

会社予想

◎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：損益計算書の抜粋

	FY2024				FY2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331
Datacenter	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	35,580
Gaming	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880	3,279	2,544
Professional Visualization	295	379	416	463	427	454	486	511
Automotive	296	253	261	281	329	346	449	570
OEM & Other	77	66	73	90	78	88	97	126
売上原価	2,425	3,926	4,575	5,189	5,638	7,466	8,926	10,608
売上総利益	4,767	9,581	13,545	16,914	20,406	22,574	26,156	28,723
販管費・その他営業費用	2,454	2,644	2,967	3,158	3,357	3,791	4,169	4,689
販管費	633	622	685	711	777	842	897	976
研究開発費	1,875	2,040	2,282	2,465	2,720	3,090	3,390	3,714
その他費用	-54	-18	0	-18	-140	-141	-118	-1
営業利益	2,313	6,937	10,578	13,756	17,049	18,783	21,987	24,034

■QoQ成長率

売上高	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%
Datacenter	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%	15.6%
Gaming	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%	-22.4%
Professional Visualization	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%	5.1%
Automotive	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%	26.9%
OEM & Other	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%	29.9%
売上原価	16.5%	61.9%	16.5%	13.4%	8.7%	32.4%	19.6%	18.8%
売上総利益	20.1%	101.0%	41.4%	24.9%	20.6%	10.6%	15.9%	9.8%
販管費・その他営業費用	3.8%	7.7%	12.2%	6.4%	6.3%	12.9%	10.0%	12.5%
販管費	1.3%	-1.7%	10.1%	3.8%	9.3%	8.4%	6.5%	8.8%
研究開発費	-3.9%	8.8%	11.9%	8.0%	10.3%	13.6%	9.7%	9.6%
その他費用	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
営業利益	44.1%	199.9%	52.5%	30.0%	23.9%	10.2%	17.1%	9.3%

■一株当たり利益

一株当たり純利益(会社公表値)	0.11	0.27	0.40	0.52	0.61	0.68	0.81	0.89
一株当たり純利益(コンセンサス)	0.09	0.21	0.34	0.46	0.57	0.64	0.74	0.84
サプライズ率(実績/コンセンサス)	18.5%	30.4%	19.6%	12.2%	8.3%	6.3%	9.5%	6.0%
株価(月末値)	37.834	49.355	46.77	79.112	94.95	117.02	132.76	120.07
株価騰落率(前年比)	102.6%	227.0%	176.4%	240.8%	151.0%	137.1%	183.9%	51.8%

※ 売上高の単位は百万USD、一株当たり純利益はUSD

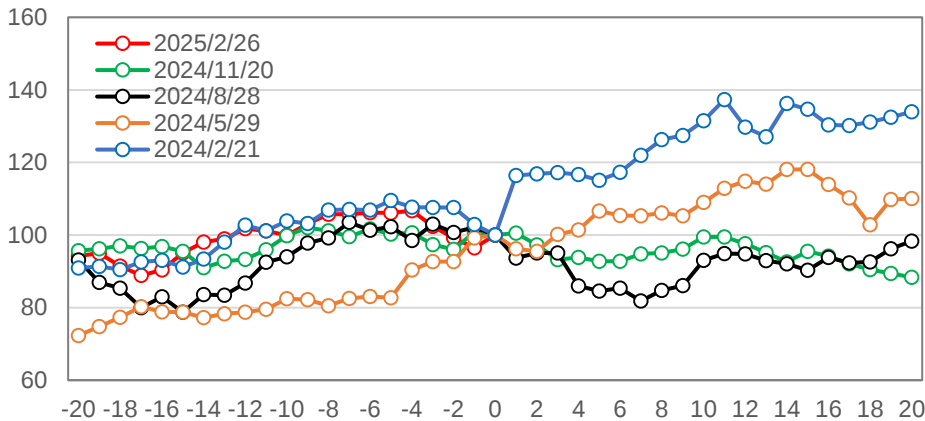
出所：Bloomberg

決算のマーケットへの影響：ポジティブな決算ではあったが、株価への影響は限定的か

前述の通り、エヌビディアの2024 4Q決算は、コンセンサスを上回る着地であった他、見通しもコンセンサスを上回っており、ポジティブである。しかし株価への影響は限定的であろう。過去一年間のエヌビディアの直近の決算直後の値動きを確認すると、決算後に上昇したのは、2024年2月と5月の決算発表後の2回は上昇したが、8月と11月は横ばい圏での推移に留まっている(図表3)。マーケットセンチメント等の外部要因もあるが、一因の一つに、粗利益率の低下があるとみている。実際、直近3回の決算では、粗利益率が低下傾向であり、低下が始まった2024 2Qにおいて、エヌビディアは、新製品の歩留まりの悪さから在庫引当金を計上したことや人件費の高騰などを理由に挙げた。しかし、競合他社(AMD、Broadcom)の粗利益率を確認すると、直近決算では改善傾向を示していることから、エヌビディアの粗利益が低下しているのは、新製品の歩留まり改善が限定的との懸念を株価は反映している可能性があるだろう。

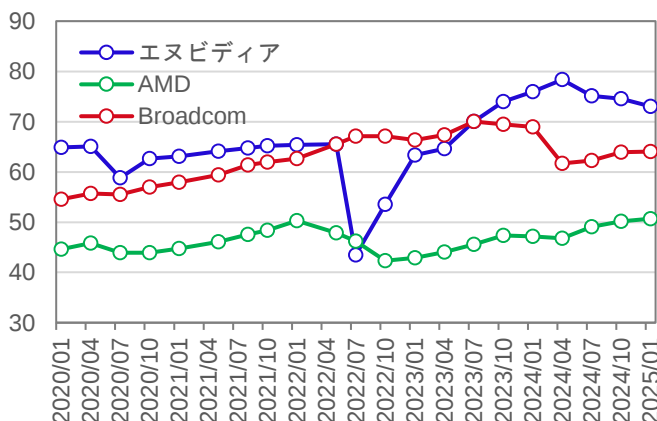
なお、在庫評価額が引当金の計上で減額されると、売上原価率の上昇によって粗利益率が低下する。このメカニズムについては図表5で示した。

図表3：エヌビディア決算前後の株価(決算日=100)



出所：Bloomberg

図表4：AI半導体銘柄の粗利益率推移



出所：Bloomberg

図表5：海外投資家の累積売買トレンド

期初在庫	10	
当期投入量	100	
期末在庫	20	在庫引当金
		10

引当金計上前の売上原価＝10+100-20=90

引当金計上後の売上原価＝10+100-10=100

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。

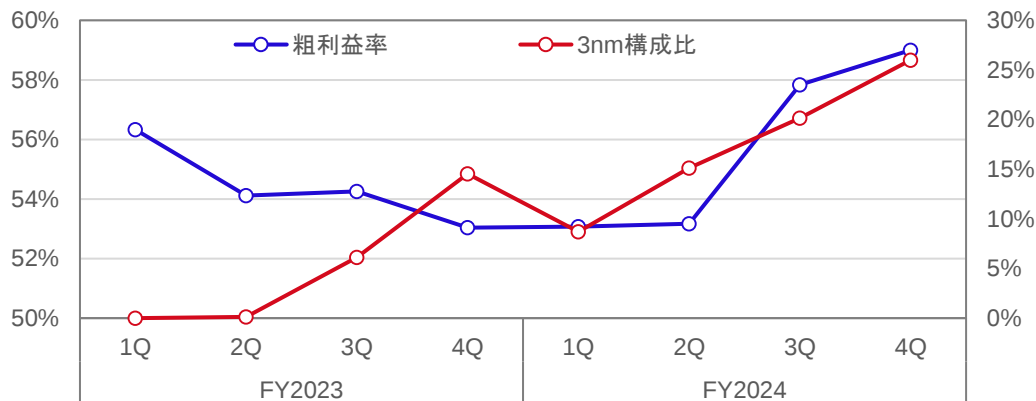
今後の展望:短期では株価調整リスクも中長期では強気を維持

エヌビディアは、2025 1Q の見通しにおいて、粗利益率は 70.6%まで低下するとの見通しを示した。ただし、これをもって引き続き新製品の歩留まり改善が思うように進んでいないと結論付けるのは、早合点であろう。実際、直近の決算関連書類においては、2024 4Q の粗利益率低下を「主にデータ センター内でより複雑でコストの高いシステムへの移行により、前年同期比で減少した」と述べており、2024 2Q において、「粗利益は、主に低収量の Blackwell(新製品) 素材の在庫引当金とデータ センター内の新製品の構成比の増加により減少した」と述べていたことと比較すると、歩留まりは改善傾向にあるとみるのが妥当に思われる。

筆者が可能性の一つと考えているのは、そもそもの製造コストが上昇している可能性である。エヌビディアは製品の生産を台湾の半導体製造受託大手 TSMC に委託しているが、TSMC の直近の粗利益率改善が著しいためである。そして、その主因は先端半導体の売上高構成比が大きく上昇したこととみられる(図表 6)。この仮説が正しい場合、最終的にはエヌビディアの展望について次の様にまとめられるだろう。

1. TSMC の値上げで粗利益率が 70%台前半まで下がる
2. しかし、売上高は予想以上に成長しているため、利益率が低下しても純利益がコンセンサスを下回る可能性は低い
3. 新製品の歩留まりが改善しているならば、新製品の開発は順調であり、中長期の成長ストーリーに陰りは見えない。2025 年の下期には新製品が投入予定であるが、技術的な不安は小さい

図表 6 : TSMCの粗利益率と先端品構成比



出所: TSMC, 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。

リスク要因: GPU 需要の鈍化。ただし現時点では杞憂とみる

リスク要因としては、今後 AI モデルの開発から、その応用へとフェーズが移行する中でエヌビディアの GPU 需要が落ち込むことだが、その懸念は現時点では杞憂と考えている。理由については、エヌビディアが 2/12 に発表したコラム([How Scaling Laws Drive Smarter, More Powerful AI](#))がうまくまとまっているため紹介したい。

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

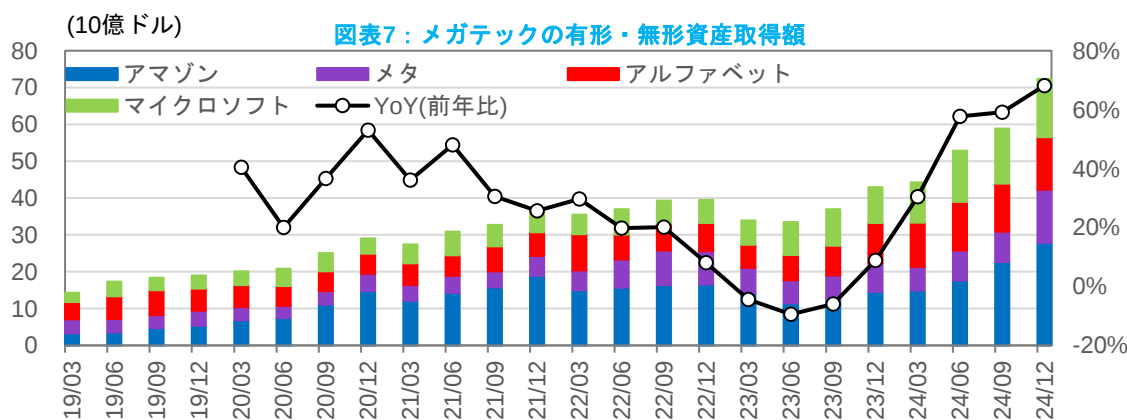
2. トレーニング後のスケーリング

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 7)、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。

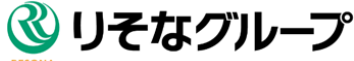


出所: Bloomberg

◎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
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

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。