

2025 年 3 月 12 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 3 月)

半導体市場は引き続き AI 向けがけん引する形で拡大。ハイテク株の中でも個別物色が重要

要約

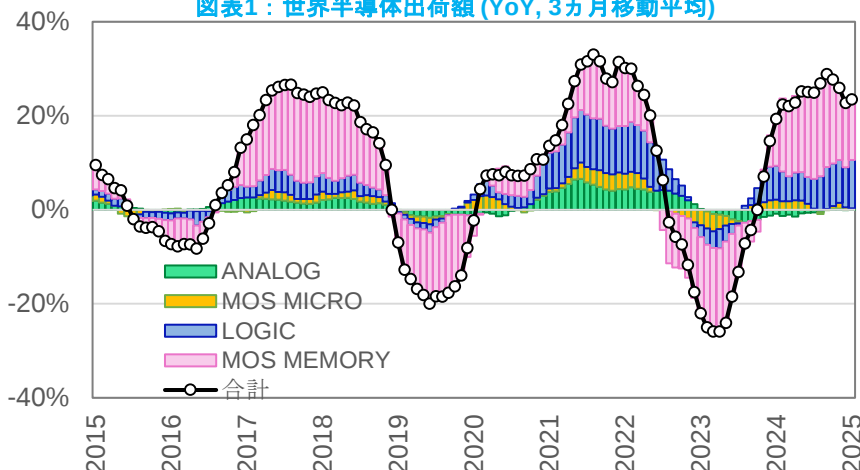
- 1 月の世界半導体出荷額(振れが大きいので 3 ヶ月移動平均値)は、前年比+23.5%(前月:+22.7%)と引き続き高水準。ここもと鈍化傾向であった成長率は再び加速した(図表 1)。AI への注目が集まる中、その恩恵を受けやすい LOGIC や MEMORY が市場の成長をけん引しており、LOGIC が前年比+25.2%(前月+20.6%)、MEMORY は前年比+50.4%(前月+56.7%)であった
- ハイテク株は、平均よりベータが高いことが災いし、PER 主導で大きく下落。株式全体のリスクプレミアムが上昇する中では、低ベータあるいは、個別の物色が一層重要(例えば売上の大半が AI 関連で占められる一部のグロース企業)

1 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、1 月の世界半導体出荷額(振れが大きいので 3 ヶ月移動平均値)は、前年比+23.5%(前月:+22.7%)と引き続き高水準。ここもと鈍化傾向であった成長率は再び加速した(図表 1)。AI への注目が集まる中、その恩恵を受けやすい LOGIC や MEMORY が市場の成長をけん引しており、LOGIC が前年比+25.2%(前月+20.6%)、MEMORY は前年比+50.4%(前月+56.7%)であった。

図表 2~3 は、LOGIC と MEMORY の出荷額を 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したものである。短期的なトレンドを意味する Cycle について、LOGIC は下落トレンド形成も 1 月に反発、MEMORY は下落トレンドを形成し 1 月に大きく低下した。台湾の半導体受託大手 TSMC は、1 月下旬の地震影響がある中でも、2 月単月での売上高は過去最高を更新したことを踏まえると、下落トレンドは一服した可能性もある。

図表 1: 世界半導体出荷額 (YoY, 3 ヶ月移動平均)



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

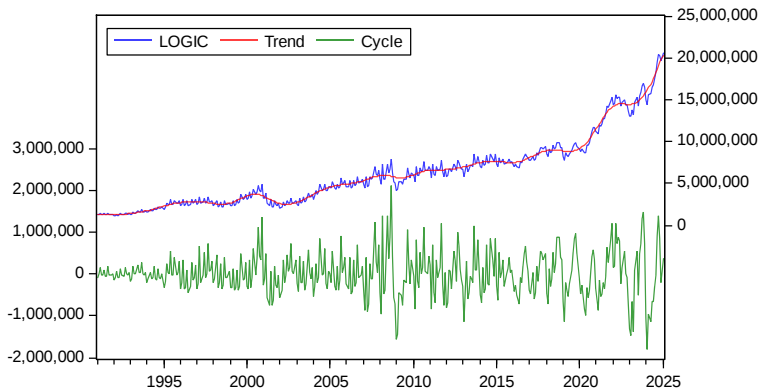
◎注意事項

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。

図表 2 : Logic の出荷額トレンド

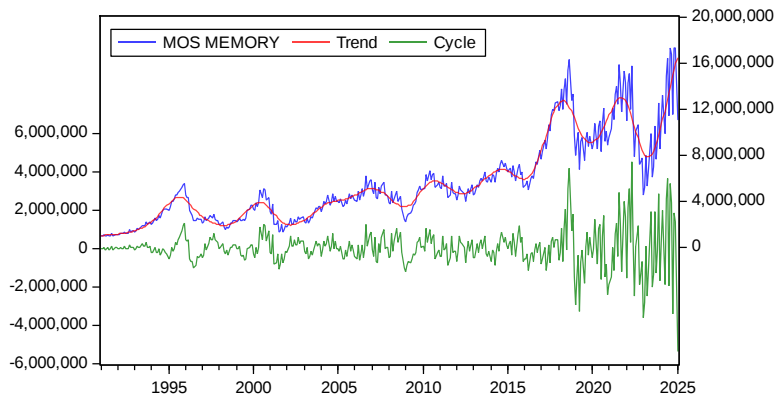
Hodrick-Prescott Filter (lambda=14400)



出所：WSTS

図表 3 : Memory の出荷額トレンド

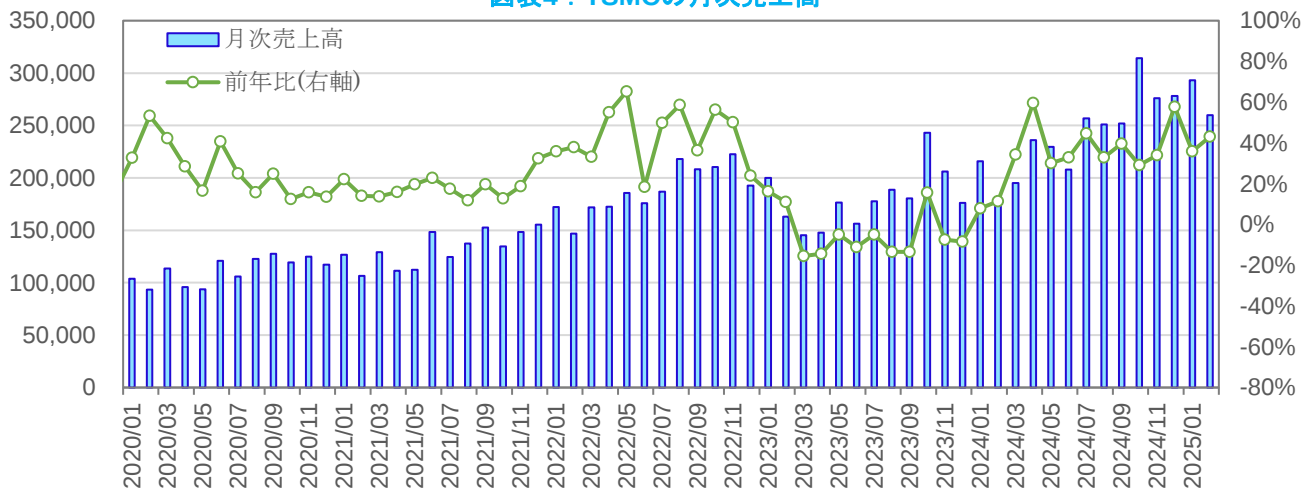
Hodrick-Prescott Filter (lambda=14400)



出所：WSTS

(百万TWD)

図表4 : TSMCの月次売上高



出所：TSMC

今後の注目点:ハイテク株のバリュエーション整理

足元で米国を中心に株価が大きく下落しており、とりわけハイテク株の調整が際立つ。本稿では、PER の理論的側面を振り返り、ハイテク株の調整について議論したい。

個別企業の株価は、配当割引モデル等を用いると、PER は $1/r-g$ (r : 期待リターン、 g : 中長期成長率) と表せる。すなわち、PER が低下するのは、①期待リターンが上昇する場合と、②中長期成長率が低下する場合の 2 パターンに大別される。

そして、期待リターンは、「期待リターン＝リスクフリーレート＋ $\beta \times$ 株式リスクプレミアム」と書けるから、期待リターンの上昇は、①リスクフリーレートの上昇、②ベータの上昇、③株式リスクプレミアムの上昇の 3 つに分類できる(ベータは、株式市場全体のリターンを 1 とした時、その企業の株価がどの程度変化するかを表す指標)。

以上の整理を前提に、ハイテク株の PER 規定要因の推移を眺めてみる。なお、本稿では、リスクフリーレートは米 10 年金利、株式リスクプレミアムは SP500 の益回り(PER の逆数)と米 10 年金利のスプレッド、中長期成長率は、24 カ月先予想 EPS/12 カ月先予想 EPS を用いた。

◎注意事項

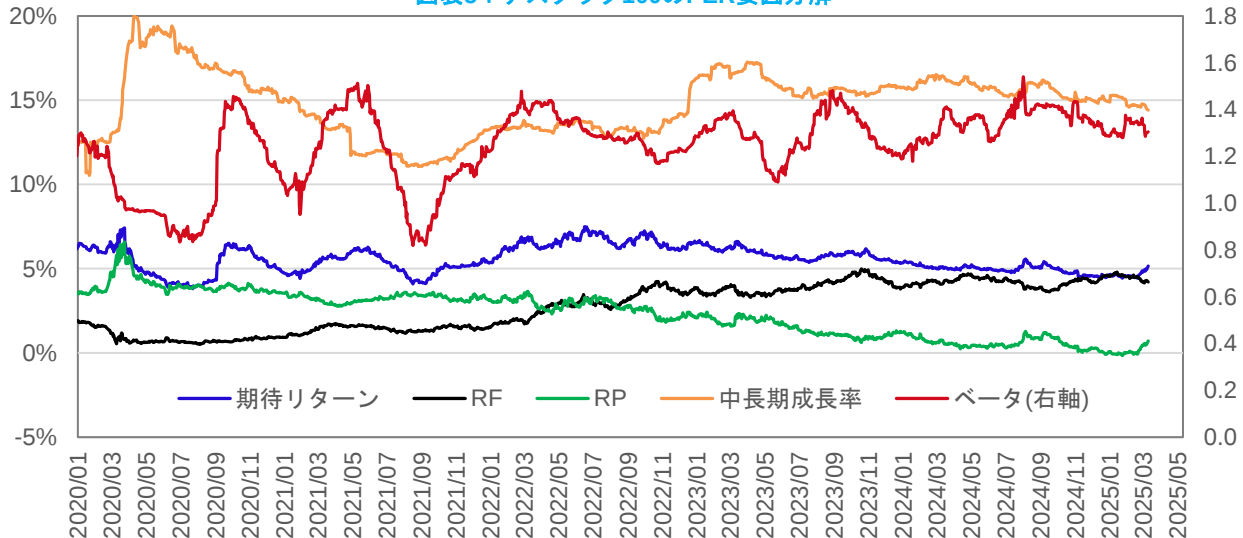
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

まず、ハイテク株を代表してナスダック 100 の PER 規定要因をみると(図表 5)、リスクプレミアムが上昇しており、ここもとは株式市場全体として、リスク選好姿勢が後退している様子が窺える。加えて、ベータは低下傾向だが 1 を超えており、ハイテク株の場合はリスクプレミアム上昇効果が、平均以上に増幅されていることもわかる。また、中長期成長率はやや低下傾向である。

すなわち、ハイテク株のここもとの大幅下落は、①株式市場全体のリスクプレミアムの上昇、②1 より大きいベータがその効果を増幅したこと、③中長期成長率がやや低下傾向であることの 3 点であると解される。

図表 5 : ナスダック100のPER要因分解



出所 Bloomberg

斯様な状況下では、インデックスの上値は重くなるため、個別銘柄の選別が一層重要な局面である。ナスダック 100 の PER 低下要因を踏まえると、次の様な銘柄には投資妙味があると言えよう。

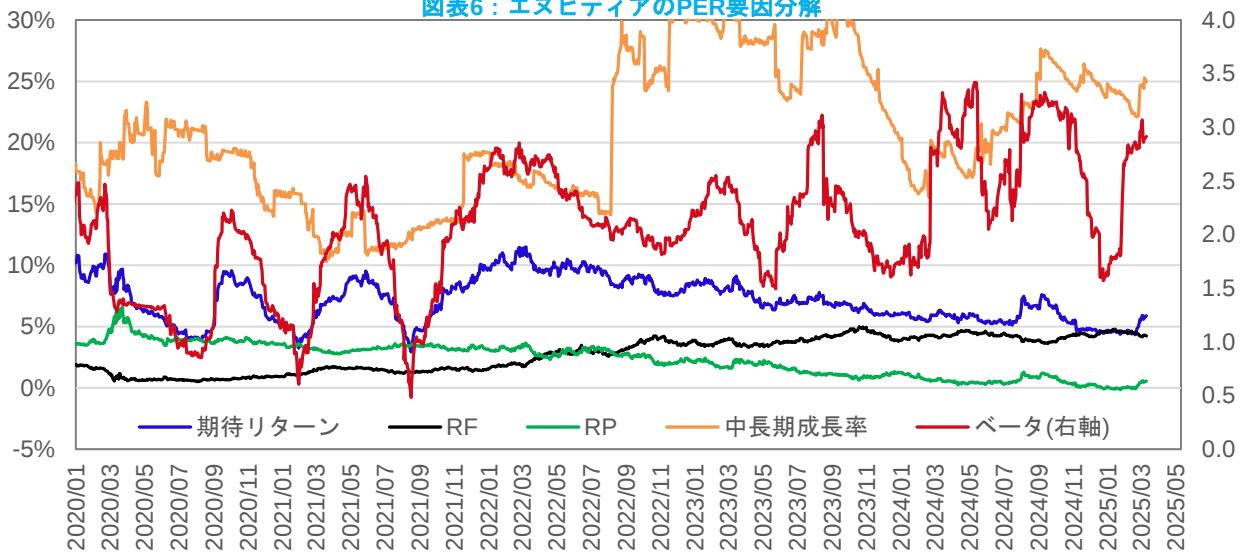
1. ベータが低い(医薬品、食料品等のディフェンシブセクター)
2. 中長期成長率が高い(固有の要因。例えば、売上の大半が AI 関連で占められる一部のグロース企業)
3. ベータが上昇し、他の各要素はほぼ不変な銘柄

PER の分解に即してバリュエーション評価を行うと、実は、ここも調整の大きかった AI 関連株には、2 や 3 の要素を併せ持つものが散見される。例として、ナスダック 100 構成銘柄の中でも最大の時価総額を誇る代表的 AI 銘柄であるエヌビディアの PER 要因分解を示した(図表 6)。

エヌビディアの PER は、とりわけ高く、上昇傾向にあるベータがリスクプレミアムを増幅したために低下したことが分かる。しかも中長期成長率に至っては、加速傾向にある。ベータが上昇傾向であるのは、同社株を投機目的で売買する筋が増えたこと等が原因とみられるが、いずれにせよ、足元のベータは過去の傾向からはピーク近辺にあり、上昇はまもなく一服する公算が大きい。相場が不安定なうちは、同社の安定的な中長期成長のポジティブ効果を、リスクプレミアムの上昇によるネガティブ効果が上回るとみられるが、そうした局面を過ぎた際には大きな上昇余地がある。

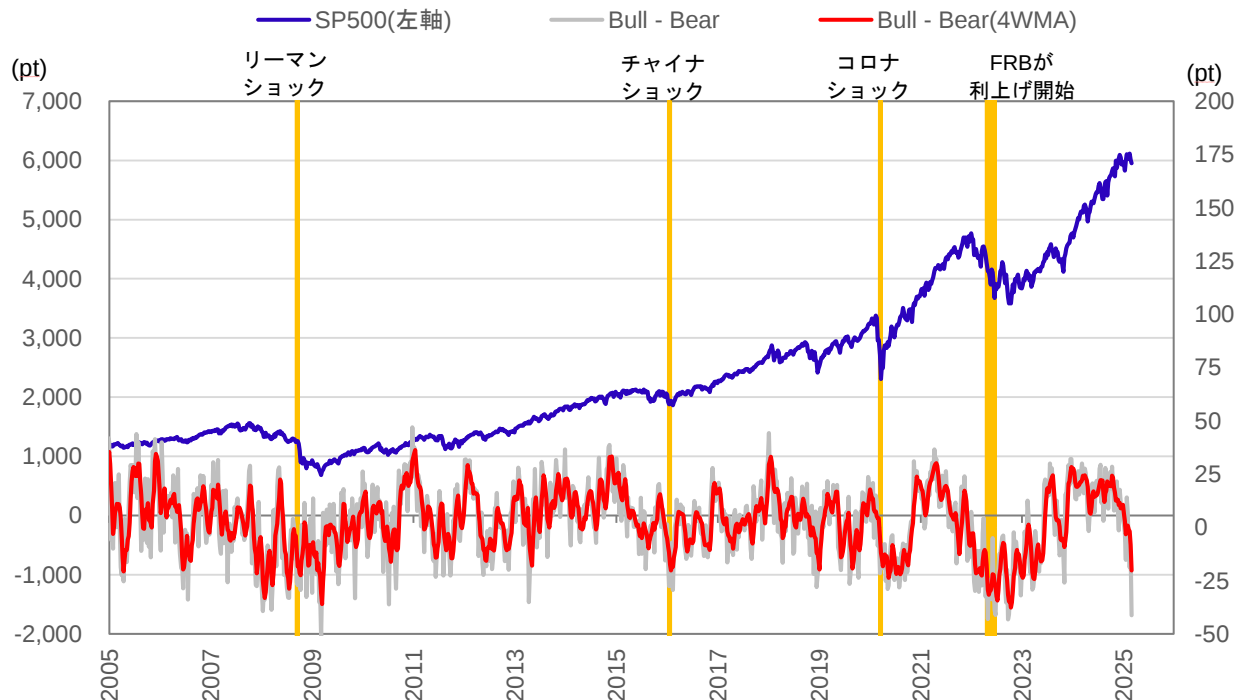
なお、こうした不安定な相場は長くは続かないとみている。図表7はSP500と投資家センチメントの推移を示したものである。足元の投資家センチメントは、リーマン・ショックやコロナショック等の過去の大規模なショック発生時と同様の水準まで低下している。トランプ大統領の発言や米景気後退への警戒感が背景とみられるが、センチメントの水準からは、ワーストシナリオを織り込んだ水準と言えるだろう。今後は、関税が実際に実施される等する中で、悪材料出尽くしとの見方から、徐々に投資家センチメントは回復し、それがリスクプレミアムの低下に繋がるとみている。

図表6：エヌビディアのPER要因分解



出所 Bloomberg

図表7：SP500と投資家センチメント



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:PER の構成要素

本稿では PER について、配当割引モデルを使って、次の様に非常に強い仮定を置いて分解している。すなわち、①配当は定率成長(g)、②期待リターン(r)は不変、③利益は全て配当($EPS = \text{当該年度配当金}$)、④ $r > g$ (r : 期待、 g : 中長期成長率)という仮定を置く。この時、配当割引モデルによって、理論株価は

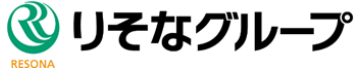
$$\text{株価} = \frac{D(1+g)}{1+r} + \frac{D(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots$$

と表わせる。ここで、 D は当期の配当である。すなわち、上式は、初項 $D(1+g)/(1+r)$ 、項比 $1+g/(1+r) (< 1)$ 、仮定④の無限等比級数の和であるから、 $D/r-g$ に収束する。

ここで仮定③より、配当と EPS を等しいとしているから、

$$\text{株価} = EPS \times PER = \frac{D}{r-g} = \frac{EPS}{r-g} = EPS \times \frac{1}{r-g}$$

が成り立つ。すなわち、 PER は $1/r-g$ であることが分かる。



■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
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
160	2025/2/14	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 2 月)
161	2025/2/14	コモディティ	25 年 1 月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2 月 3 日～2 月 7 日)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2 月 10 日～2 月 14 日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025 年 2 月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	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 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25 年 2 月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の 2 月セクター動向と 3 月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2 月 17 日～2 月 21 日)
169	2025/3/4	欧州経済	25 年 2 月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済	2 月 ISM 製造業景況指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2 月 25 日～2 月 28 日)

◎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。