

2025年4月22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4月)ー特別号

足元のネガティブニュースが一時的にしか業績を下押ししないと考えるならば、割安

要約

- 主要半導体関連銘柄でニュースが相次いだ。まとめると、足元の決算は堅調な内容であるものの、今後(あるいは既に実行された)トランプ大統領の関税政策や厳しい対中規制等が業績を下押しする可能性が高いことが示唆されている。ただし、中長期的な投資を考える場合、こうした要因は一時的とみて、中長期的な成長率対比で、株価のバリュエーションを判断する方が合理的であろう
- DCF法によれば、いずれの企業についても、足元のネガティブニュースが一時的にしか業績を下押ししないと考えるなら、足元の水準は割安と言えそうである。また、AI半導体向けの比重が高い順(エヌビディア>TSMC>ASML)に、バリュエーションが割安な可能性が高いとみられる

主要半導体関連銘柄でニュースが相次いだ

先端半導体関連銘柄において、注目に値するニュースが相次いだため影響を考察したい。まず、4月15日、AI半導体大手エヌビディアは、米国の輸出規制に準拠しつつ中国向けに設計されたAI半導体「H20」について、対中輸出許可が今後必要になると米政府から通知されたと報じられた。エヌビディアは、新たな規制がH20の在庫や購入契約に及ぼす影響を考慮し、在庫引当金や購買契約に関する費用として、第1四半期(2-4月)に約55億ドル(約7,850億円)の費用計上を見込むと明らかにした。同社の直近1年間の売上高の約13.1%が中国向けであり、55億ドルは同社の直近1年間の売上高の約4%にあたる。

4月16日には、オランダの半導体製造装置大手ASMLが決算発表を行った。2025年1~3月期決算は、純利益が前年同期比92%増となったが、新規受注はアナリスト予想を下回った。同社のフーケ CEOは、「最近の関税がマクロ環境の不確実性を高めている」と述べ、トランプ大統領の政策不透明感への警戒感を示した。

4月17日には、半導体の受託生産で世界最大手の台湾のTSMCが決算発表を行った。AI向けの半導体の売上が業績をけん引し、純利益は前年同期比41.6%増となった他、1月時点の売上高見通しや設備投資計画を維持した。ただし、決算説明資料において、これまでのところ顧客行動に変化は見られないが、関税政策の潜在的な影響による不確実性とリスクが存在するとの認識を示した。

上記ニュースからは、足元の決算は堅調な内容であるものの、今後(あるいは既に実行された)トランプ大統領の関税政策や厳しい対中規制等が業績を下押しする可能性が高いことが示唆されている。ただし、中長期的な投資を考える場合、こうした要因は一時的とみて、中長期的な成長率対比で、株価のバリュエーションを判断する方が合理的であろう。エヌビディア、TSMC、ASMLはそれぞれ、ファブレス、半導体受託製造業、半導体製造装置業を代表する大手企業であるから、本稿では業界分析に替えて、これらの企業のバリュエーション判断について検討したい。

◎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。

ハイテク株は押し目買いの好機か。とりわけ AI 関連株に注目

バリュエーション判断にあたっては、DCF 法を使用した。具体的な計算手順は次の通りである

1. 2 年度先までは、フリーキャッシュフローのブルームバーグコンセンサス予想が用意されているため、これを使用する。3 年度先以降は、定率成長を仮定し、10 年度先までのフリーキャッシュフローを計算する
2. 最終年度のフリーキャッシュフローに、株価フリーキャッシュフロー倍率(SP500 値を使用)を掛け、ターミナルバリューを計算する
3. 上記で計算したフリーキャッシュフローを現在価値に割引き、その合計値を発行済み株式数で割り、10 年保有することを前提とした場合のフェアバリューを計算
(割引率は、SP500 のリスクプレミアム×ベータ+米 10 年金利)

上記手順に沿って、10 年保有を前提としたフェアバリューを計算した結果が図表 1 である。

図表 1：半導体業界を代表する主要企業のバリュエーション

エヌビディア

足元の株価：96.91

		リスクプレミアム(SP500)						
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
中期 成長率 FCF	15.0%	304.1	279.8	257.7	237.7	219.4	202.8	187.6
	10.0%	222.4	205.1	189.3	174.9	161.8	149.9	139.0
	5.0%	162.1	149.8	138.6	128.4	119.2	110.7	102.9
	0.0%	118.0	109.4	101.6	94.4	87.9	81.9	76.5
	-5.0%	86.1	80.2	74.8	69.8	65.2	61.1	57.3

TSMC

足元の株価：147.86

		リスクプレミアム(SP500)						
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
中期 成長率 FCF	15.0%	402.7	379.3	357.4	337.0	317.9	300.1	283.5
	10.0%	294.8	278.1	262.4	247.8	234.1	221.4	209.4
	5.0%	215.1	203.2	192.1	181.8	172.1	163.0	154.6
	0.0%	156.8	148.5	140.7	133.5	126.7	120.3	114.3
	-5.0%	114.7	108.9	103.6	98.5	93.8	89.3	85.2

ASML

足元の株価：624.69

		リスクプレミアム(SP500)						
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
中期 成長率 FCF	15.0%	1,492.9	1,406.1	1,325.0	1,249.4	1,178.8	1,112.8	1,051.0
	10.0%	1,092.3	1,030.2	972.2	918.0	867.4	820.1	775.8
	5.0%	796.1	752.1	711.1	672.7	636.8	603.3	571.8
	0.0%	579.6	548.8	520.1	493.2	468.0	444.4	422.3
	-5.0%	423.2	401.9	381.9	363.2	345.7	329.3	313.9

出所：Bloomberg

注 1：米 10 年金利は 4.5%と仮定した

注 2：足元の SP500 のリスクプレミアムは約 1%

◎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 1 によれば、エヌビディア及び TSMC については、足元の株価水準は 3 年目以降のフリーキャッシュフロー成長率を 0% としなければ、理論的には正当化できない水準であることが分かる。ASML については、0~5% 未満の成長率が織り込まれている。

種々の懸念から株価は調整しているが、中長期保有前提でバリュエーション判断をするならば、3 年目以降の成長率が 5% にも満たないというシナリオは想定し難い。実際、米主要指数の 2005 年以降の EPS について幾何平均値を取り、各指数の EPS 成長率を年率換算すると、SP500 で 5.8%、ナスダック 100 で 13.0%、SOX で 10.9% 程度となった(図表 2~5)。

いずれの企業についても、足元のネガティブニュースが一時的にしか業績を下押ししないと考えるなら、足元の水準は割安と言えそうである。また、AI 半導体向けの比重が高い順(エヌビディア>TSMC>ASML)に、バリュエーションが割安な可能性が高いとみられる。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

図表 5: 主要指数の成長率

	幾何平均成長率
SP500	5.8%
ナスダック100	13.0%
SOX	10.9%

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 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
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, 米国株	2月 ISM 製造業景況感指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2月25日～2月28日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年3月)
174	2025/3/13	米国経済	2月米 CPI
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3月3日～3月7日)
176	2025/3/19	米国株	2025年の米国株見通し(2025年3月号)
177	2025/3/21	米国経済	3月 FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3月10日～3月14日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3月17日～3月21日)
180	2025/4/1	日本株	日本株 3月セクター動向と4月見通し
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3月24日～3月28日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 2

◎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。