

2025年7月18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7月)

半導体市場はAI向けが牽引し拡大。ハイテク株の上昇には予想EPSの上方修正が必要

要約

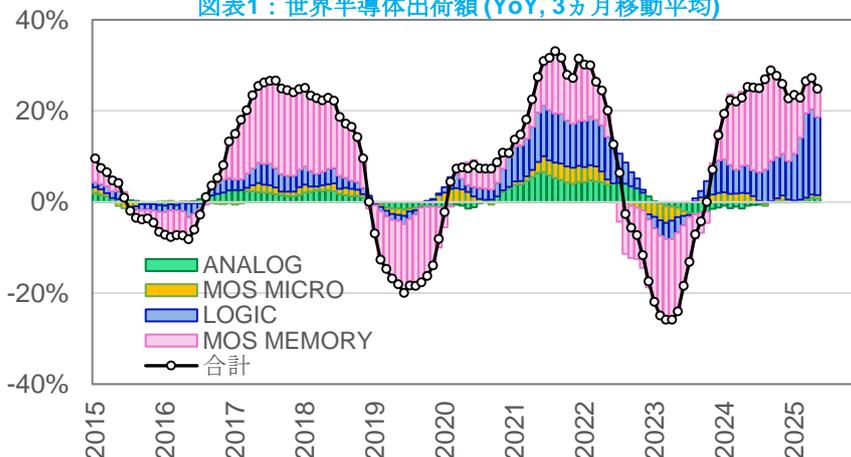
- WSTSによると、5月の世界半導体出荷額(振れが大きいので3ヵ月移動平均値)は、前年比+24.8%(前月:+27.1%)と前月からやや減速したものの引き続き高水準(図表1)。AIへの注目が集まる中、その恩恵を受けやすいLOGICやMEMORYが市場の成長をけん引
- ナスダック100のリスクプレミアムは過去最低水準であり、もう一段の低下は見込み難く、図表9で示した様に、ナスダック100構成企業のPEGレシオは過去最高水準であることから、低下も正当化され難い。株価の継続的な上昇には予想EPSの上方修正が必要である。ナスダック100の今後一ヵ月程度の見通しは、22,000pt~24,000pt程度の横ばい圏での推移を見込む

5月の半導体市場動向(マクロ):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、5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+24.8%(前月:+27.1%)と前月からやや減速したものの引き続き高水準(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+45.0%(前月+48.3%)、MEMORYは前年比+20.1%(前月+23.3%)であった。

発射台が高いためにMEMORYの成長率は減速しつつあるが、一方で、LOGICは発射台が高い中で高成長率を維持しているLOGICは、計算処理を担うチップであり、生成AIのトレーニングには膨大な計算能力が要求されること等から、AI需要の恩恵を最も受けやすい半導体であることが背景にあらう。また裏を返すと、LOGICが高成長を維持していることは、AI需要が依然として衰えていないことの証左であらう。

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。

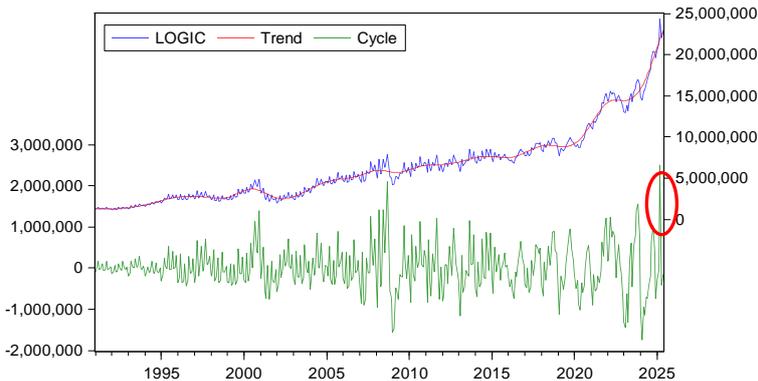
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



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 4 月に下落に転じ、MEMORY は激しく上下に振れている。前者について、AI 需要の一服が気掛かりであるが、4 月末以降ドル安が進行していることを踏まえると、現時点では LOGIC の成長率は前月からほぼ横ばい圏で推移しているとみられる。

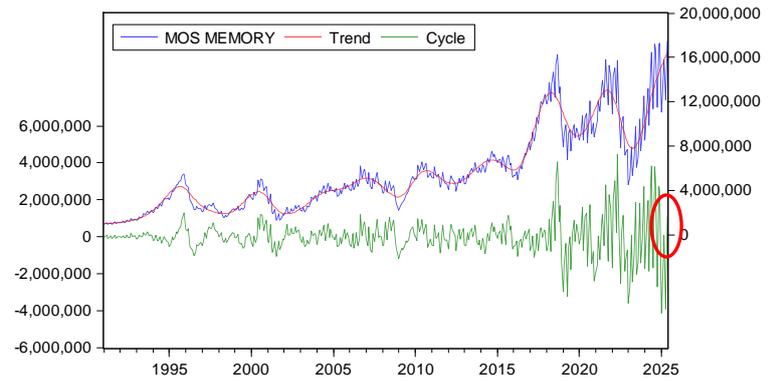
図表 2 : Logic の出荷額トレンド

Hodrick-Prescott Filter (lambda=14400) Boosted 8 times



図表 3 : Memory の出荷額トレンド

Hodrick-Prescott Filter (lambda=14400) Boosted 13 times



注 : Cycle は左軸
出所 : WSTS

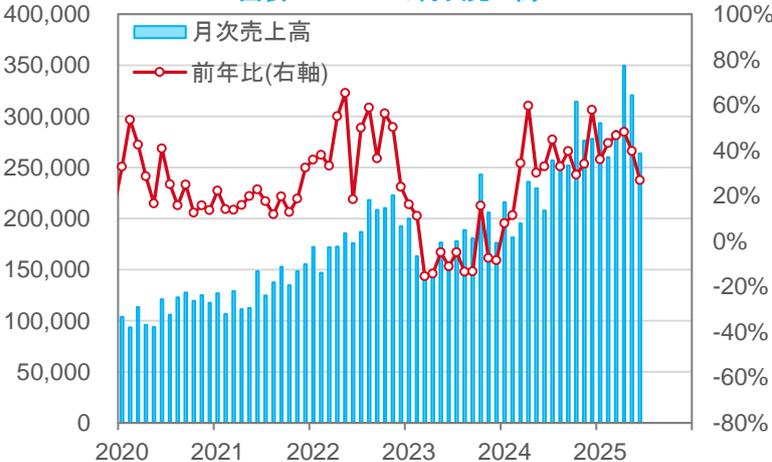
注 : Cycle は左軸
出所 : WSTS

主要企業の半導体市場動向:引き続き AI 向け需要が旺盛

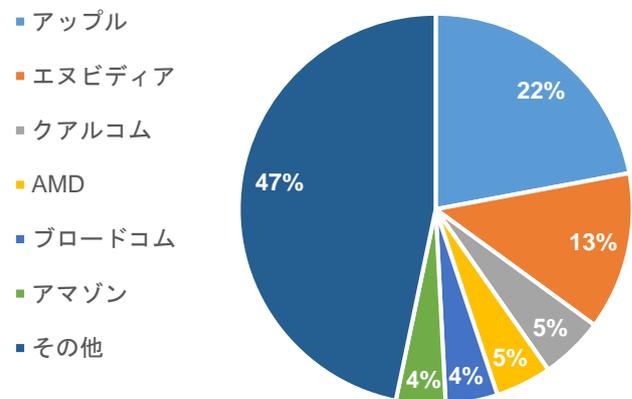
台湾の半導体受託生産大手 TSMC は、6 月単月での売上高は過去最高を更新した(図表 4)。また、前年比は +26.9%と引き続き高水準。成長率はピークアウトしてきた様に見えるが、同社は取引のほとんどをドル建てで行っていることを考慮する必要がある。4 月末以降、1ドル=33TWD 程度から 1ドル=29.5ドル程度まで 10%程度のドル安が進行しており、この影響を割り引いて考えると成長率はほぼ横ばい圏で推移しているとみられる。TSMC の売上高のうち、22%程度がアップル、13%程度がエヌビディア、4%程度がブロードコムやアマゾンであること(図表 5)、アップルは中国を中心に業績不振に苦しんでいること等を考慮すると、TSMC の売上高が堅調なのは、AI 関連の先端半導体需要が旺盛であることを示唆していよう。

(百万TWD)

図表 4 : TSMC の月次売上高



図表 5 : TSMC の顧客別売上高構成比



出所 : Bloomberg

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。



最後に、TSMCは、7月17日に2025Q2決算を発表したため、本稿でも簡単に取り上げる。図表6に示した様に、営業利益はQoQ+13.8%と、ドル安、関税による不確実性の台頭がある中でも、大きく成長した。好調の要因は大きく分けると2つある。一つは7nm以下の先端品がAI需要を受けて強く成長していることであり、特に3nmの最先端品が35%と大きく成長した。もう一つはコスト削減に注力し販管費が抑えられたことであり、QoQで18.9%減と大きく減少した。なお、前年比ベースでは、6四半期連続の増収増益である。

TSMCは、3Qガイダンスについて、US\$31.8 billion~US\$33.0 billionになるとの見通しを示した。また、為替についてはやや保守的に、1ドル=29TWDとした。この見通しについて、為替次第では、下限近辺においてはTWDベースでQoQ減収となる可能性があるものの、USDベースでは下限でも増収となる見通しであり、基本的にはこれまで通り、AI需要が維持される形で堅調な業績となる可能性が高い。

今後は、ベース効果によって徐々に成長率は減速していく公算が大きいものの、今般の決算でもそうであった様に、基本的にはコンセンサス予想を上回れば、株価はポジティブに反応する公算が大きい。ハイテク株のバリュエーションについては後述するが、ハイテク株に対するリスクプレミアムは、既に過去最低水準であり、一段の上昇にはコンセンサスを上回ることによる予想EPSの上方修正が必要である。次回決算でもコンセンサスを上回れるか注目したい。

図表6:TSMCの損益計算書(要約)

	2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	508,633	480,841	546,733	625,529	592,644	673,510	759,692	868,461	839,254	933,792		
3nm	6,841	484	28,995	78,567	45,449	90,111	129,923	194,047	160,180	216,184		
5nm	139,295	127,825	173,186	188,995	190,696	209,568	205,265	255,790	254,408	244,904		
7nm	NA	97,195	78,281	92,942	87,798	101,107	110,119	205,565	108,197	112,994		
その他	362,497	255,338	266,272	265,025	268,701	272,724	314,385	213,059	316,469	359,710		
売上原価	222,133	220,641	250,090	293,761	278,139	315,386	320,346	356,083	345,859	386,423		
売上総利益	286,500	260,200	296,642	331,768	314,505	358,124	439,346	512,378	493,395	547,369		
販管費・その他営業費用	55,264	58,243	68,578	71,567	65,495	71,577	78,579	86,678	86,320	83,946		
販管費	16,152	16,529	17,571	21,211	19,248	22,238	26,295	29,107	28,639	23,228		
研究開発費	39,157	41,665	51,138	50,410	46,109	48,058	52,784	57,231	56,547	61,280		
その他費用	-45	48	-131	-54	138	1,282	-500	340	1,134	-562		
営業利益	231,236	201,957	228,064	260,201	249,010	286,547	360,766	425,700	407,075	463,423		
QoQ成長率												
売上高	-18.7%	-5.5%	13.7%	14.4%	-5.3%	13.6%	12.8%	14.3%	-3.4%	11.3%		
3nm	NA	-92.9%	5894.2%	171.0%	-42.2%	98.3%	44.2%	49.4%	-17.5%	35.0%		
5nm	-19.4%	-8.2%	35.5%	9.1%	0.9%	9.9%	-2.1%	24.6%	-0.5%	-3.7%		
7nm	NA	NA	-19.5%	18.7%	-5.5%	15.2%	8.9%	86.7%	-47.4%	4.4%		
その他	-19.9%	-29.6%	4.3%	-0.5%	1.4%	1.5%	15.3%	-32.2%	48.5%	13.7%		
売上原価	-6.0%	-0.7%	13.3%	17.5%	-5.3%	13.4%	1.6%	11.2%	-2.9%	11.7%		
売上総利益	-26.4%	-9.2%	14.0%	11.8%	-5.2%	13.9%	22.7%	16.6%	-3.7%	10.9%		
販管費・その他営業費用	-13.8%	5.4%	17.7%	4.4%	-8.5%	9.3%	9.8%	10.3%	-0.4%	-2.7%		
販管費	-19.0%	2.3%	6.3%	20.7%	-9.3%	15.5%	18.2%	10.7%	-1.8%	-18.9%		
研究開発費	-12.2%	6.4%	22.7%	-1.4%	-8.5%	4.2%	9.8%	8.4%	-1.2%	8.4%		
その他費用	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
営業利益	-28.9%	-12.7%	12.9%	14.1%	-4.3%	15.1%	25.9%	18.0%	-4.4%	13.8%		
YoY成長率												
売上高	3.6%	-10.0%	-10.8%	0.0%	16.5%	40.1%	39.0%	38.8%	41.6%	38.6%		
3nm	NA	NA	NA	NA	564.4%	18529.2%	348.1%	147.0%	252.4%	139.9%		
5nm	61.4%	26.9%	16.4%	9.3%	36.9%	63.9%	18.5%	35.3%	33.4%	16.9%		
7nm	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4.0%	121.2%	23.2%	11.8%		
その他	-10.4%	-41.1%	-42.7%	-41.5%	-25.9%	6.8%	18.1%	-19.6%	17.8%	31.9%		
売上原価	2.0%	0.9%	3.1%	24.3%	25.2%	42.9%	28.1%	21.2%	24.3%	22.5%		
売上総利益	4.9%	-17.5%	-19.9%	-14.8%	9.8%	37.6%	48.1%	54.4%	56.9%	52.8%		
販管費・その他営業費用	13.6%	9.1%	14.0%	11.6%	18.5%	22.9%	14.6%	21.1%	31.8%	17.3%		
販管費	28.6%	20.4%	2.1%	6.3%	19.2%	34.5%	49.7%	37.2%	48.8%	4.5%		
研究開発費	8.6%	5.1%	19.0%	13.1%	17.8%	15.3%	3.2%	13.5%	22.6%	27.5%		
その他費用	-240.3%	-716.7%	1405.6%	-86.1%	-407.0%	2550.5%	282.6%	-727.8%	721.7%	-143.8%		
営業利益	3.0%	-23.0%	-26.5%	-19.9%	7.7%	41.9%	58.2%	63.6%	63.5%	61.7%		

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。

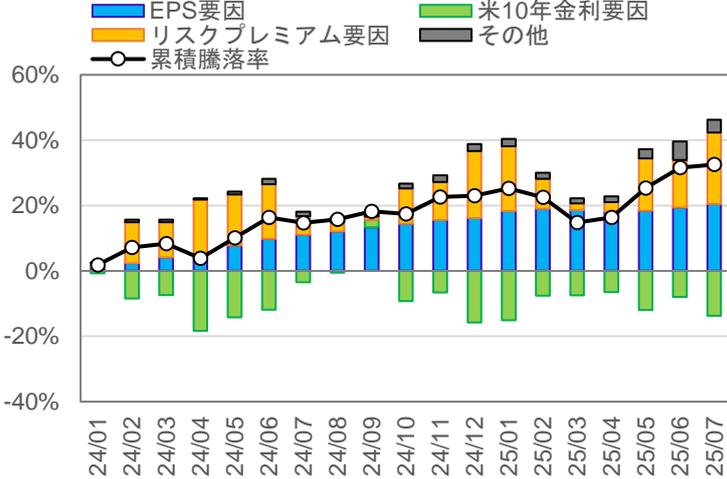


ハイテク株バリュエーションと短期見通し

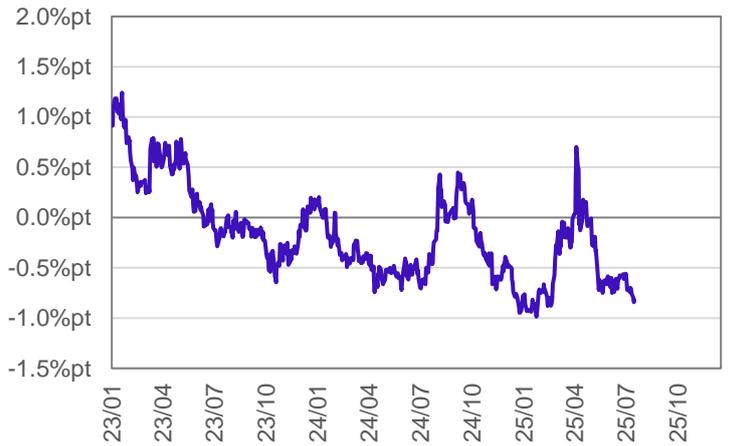
図表7は、ナスダック100の23年末以降の株価騰落要因分解である。足元でナスダック100は最高値を更新中であるが、その要因は、EPSが一貫して成長していることと、リスクプレミアムの低下である。Deeps Seek ショック等でリスクプレミアムは今年の3月に大きく上昇したが、その後もEPSが成長を続けたことから、成長鈍化懸念が杞憂であり、AIブームはいましばらく続く公算が大きいとの見方が台頭し、ハイテク株のバリュエーション修正が生じているとみられる。

もっとも、図表8で示した様に、リスクプレミアムは過去最低水準であり、もう一段の低下は見込み難く、図表9で示した様に、ナスダック100構成企業のPEGレシオは過去最高水準であることから、低下も正当化され難い。従って、株価が今後も上昇を続けるためには、①米金利が低下すること、②予想EPSが上方修正されることの2つのパターンが考えられるが、米金利は低下したとしても精々4.35%程度までであり、これによる株価押し上げ効果は2.5%～3.0%程度である。株価の継続的な上昇には予想EPSの上方修正が必要である。ナスダック100の今後一カ月程度の見通しは、22,000pt～24,000pt程度の横ばい圏での推移を見込む

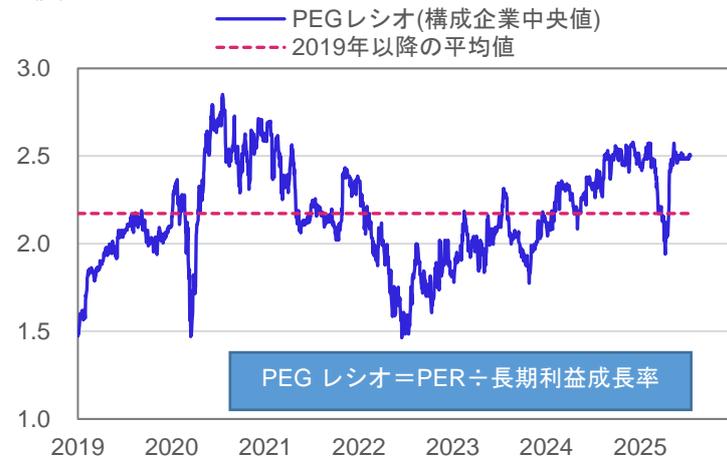
図表7：NASDAQ100の23年末以降の騰落率要因分解



図表8：ナスダック100のリスクプレミアム



図表9：ナスダック100構成企業のPEGレシオ(中央値)



図表10：ナスダック100のバリュエーション

		予想PER							
		26.5倍	27.0倍	27.5倍	現状 27.7倍	28.0倍	28.5倍	29.0倍	
予想EPS	10.0%	917.1	24,304	24,763	25,221	25,389	25,680	26,138	26,597
	5.0%	875.4	23,199	23,637	24,075	24,235	24,513	24,950	25,388
	3.0%	858.8	22,757	23,187	23,616	23,773	24,046	24,475	24,904
	1.0%	842.1	22,316	22,737	23,158	23,312	23,579	24,000	24,421
	現状	833.8	22,095	22,511	22,928	23,081	23,345	23,762	24,179
	-1.0%	825.4	21,874	22,286	22,699	22,850	23,112	23,525	23,937
	-3.0%	808.7	21,432	21,836	22,241	22,389	22,645	23,049	23,454
	-5.0%	792.1	20,990	21,386	21,782	21,927	22,178	22,574	22,970
-10.0%	750.4	19,885	20,260	20,636	20,773	21,011	21,386	21,761	

◎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 (1月 Monthly より再掲)

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、 $PEGレシオ = PER \div 長期利益成長率$ 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。

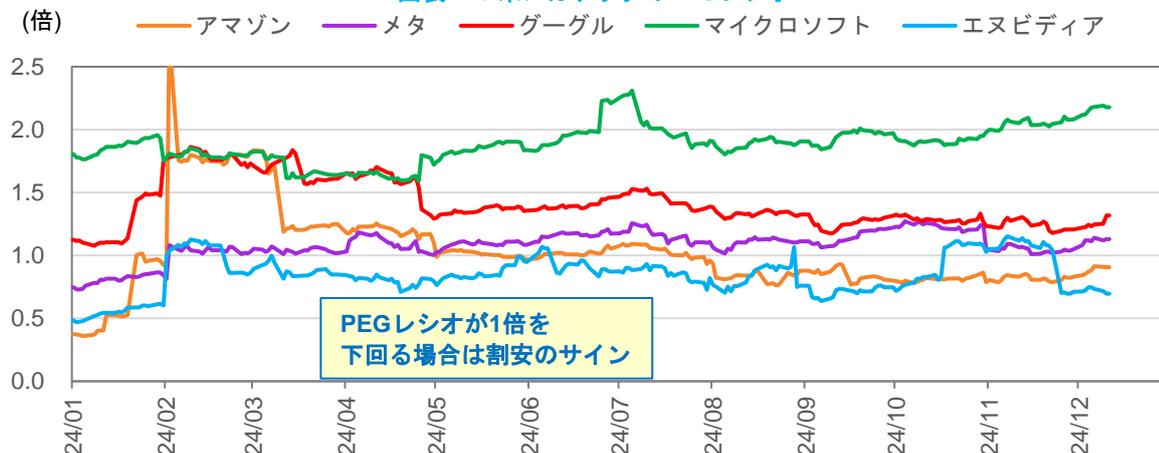
$$株価 = EPS \times PER = EPS \times 長期利益成長率 \times \frac{PER}{長期利益成長率} (= PEGレシオ)$$

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 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
186	2025/4/11	米国経済	3月米CPI
187	2025/4/15	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3
188	2025/4/15	コモディティ	25年3月WTI原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25年4月豪州概況
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4月7日~4月11日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4月14日~4月18日)
194	2025/5/1	日本株	日本株4月セクター動向と5月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏GDP統計
196	2025/5/7	欧州経済	25年4月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4月21日~4月25日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4月ISM製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5月FOMC
201	2025/5/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年5月)
202	2025/5/13	日本株	日本株需給(4月28日~5月2日)
203	2025/5/13	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4
204	2025/5/14	米国経済	4月米CPI
205	2025/5/16	日本株	日本株需給(5月7日~5月9日)
206	2025/5/20	豪州経済	25年5月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5月12日~5月16日)
208	2025/5/26	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25年4・5月WTI原油先物価格
210	2025/5/29	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 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5月19日~5月23日)
212	2025/6/3	日本株	日本株5月セクター動向と6月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5月ISM製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25年5月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株5月レビューと6月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5月26日~5月30日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年6月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6月2日~6月6日)
221	2025/6/13	米国経済	5月米CPI
222	2025/6/19	米国経済	6月FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25年6月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6月9日~6月13日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25年5・6月WTI原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6月16日~6月20日)
228	2025/7/1	日本株	日本株6月セクター動向と7月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25年6月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6月23日~6月27日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6月30日~7月4日)
234	2025/7/16	米国経済	6月米CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25年7月豪州概況

◎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。