

2025 年 8 月 13 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 8 月)

半導体市場は AI 向けが牽引し拡大。ナスダック 100 は予想 EPS の成長に合わせて上昇

要約

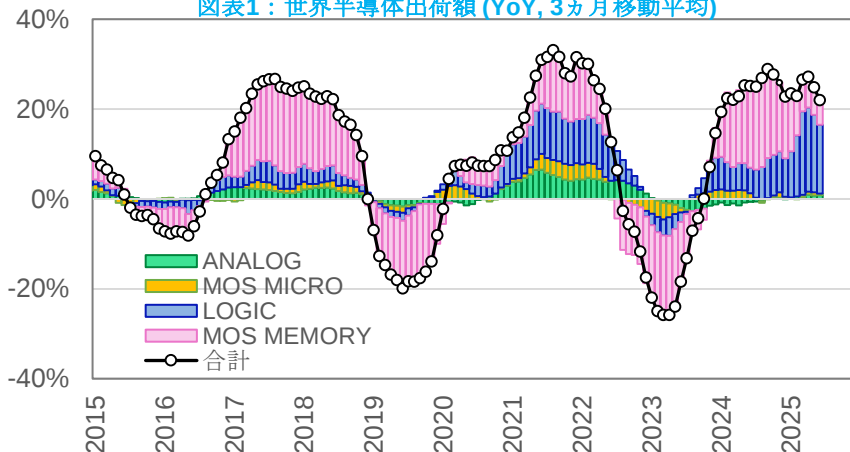
- WSTS によると、6 月の世界半導体出荷額(振れが大きいので 3 ヶ月移動平均値)は、前年比+21.9%(前月: +24.8%)と前月からやや減速したものの引き続き高水準(図表 1)。AI への注目が集まる中、その恩恵を受けやすい LOGIC や MEMORY が市場の成長をけん引
- 来るエヌビディアの決算は概ねコンセンサス予想通りとなる公算大。株価反応はガイダンス次第。新製品の歩留まりや中国向け売上高についてのコメントに注目
- ナスダック 100 は、リスクプレミアム、長期金利が横ばい圏で推移する中、緩やかな EPS 成長に合わせて上昇しよう。今後一ヵ月程度の妥当レンジは、22,500pt~24,500pt 程度

6 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、6 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+21.9%(前月: +24.8%)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+40.4%(前月+45.0%)、MEMORY は前年比+16.8%(前月+20.1%)であった。

発射台が高いために成長率は減速しつつあるが、LOGIC は相対的に高い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

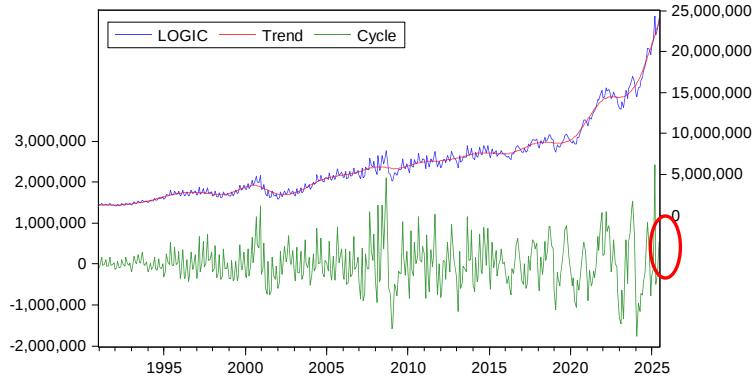
◎注意事項

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。

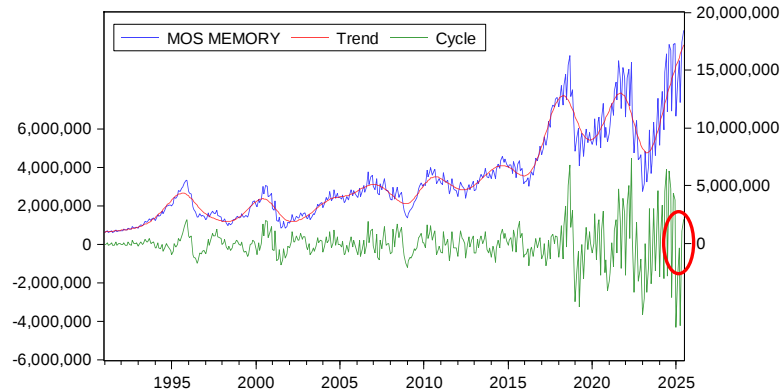
図表 2～3 は、LOGIC と MEMORY の出荷額を HP フィルター(系列の長期トレンド成分の滑らかな推定値を得るために広く使用されている平滑化手法)を用いてトレンド分析したものである。短期的なトレンドを意味する Cycle について、LOGIC、MEMORY のいずれもが 5 月は減速基調であったが、6 月については反発している。7 月以降は、米関税政策を巡る不透明感が徐々に後退し始めたため、半導体出荷額もそれに倣う形で加速するか注目したい。

図表 2 : Logic の出荷額トレンド
Hodrick-Prescott Filter (lambda=14400)



注 : Cycle は左軸
出所 : WSTS

図表 3 : Memory の出荷額トレンド
Hodrick-Prescott Filter (lambda=14400)



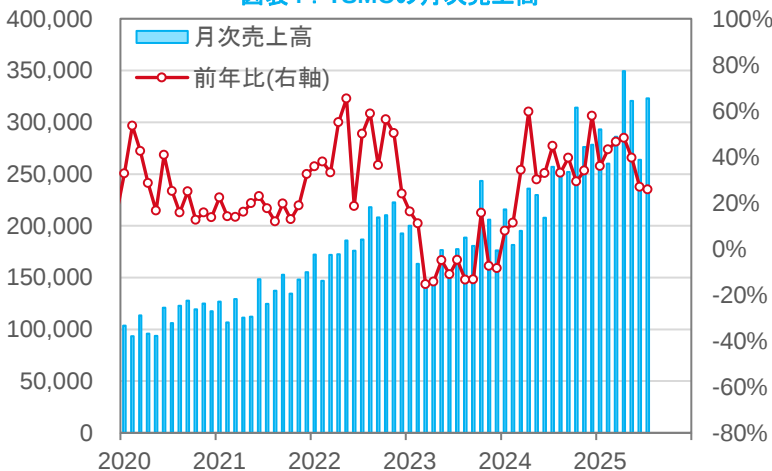
注 : Cycle は左軸
出所 : WSTS

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、7 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 +25.8%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 月末の 1ドル=33TWD 程度から、足元は1ドル=30ドル程度まで約 10%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 4 月以降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。

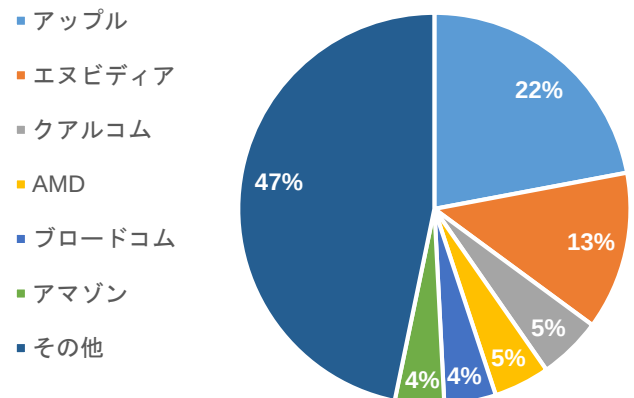
(百万TWD)

図表 4 : TSMC の月次売上高



出所 : Bloomberg

図表 5 : TSMC の顧客別売上高構成比



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。

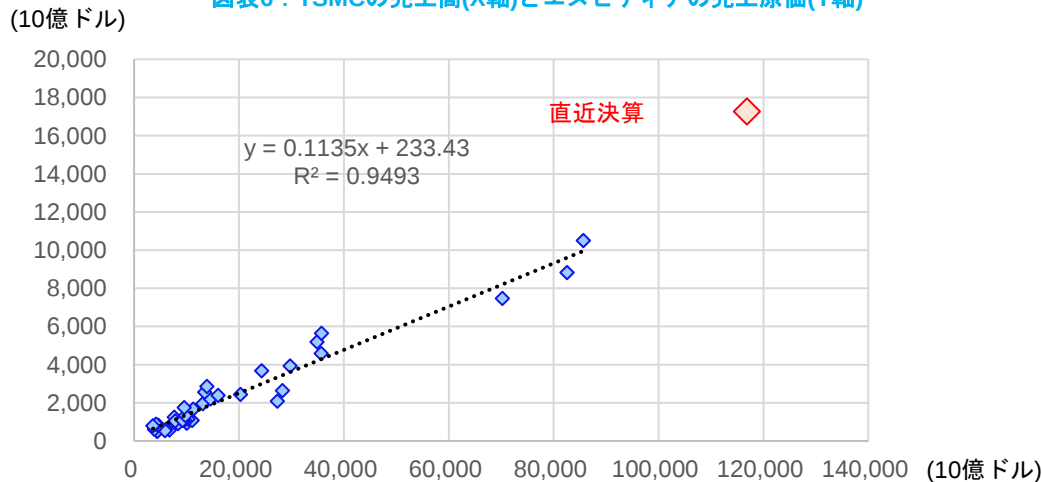
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

エヌビディアの決算プレビュー

エヌビディアの2Q決算が8/27に予定されているので、足元の材料を整理しておく。エヌビディアより製造を委託されている、半導体の受託生産大手 TSMC の売上高をエヌビディアの売上原価であるとみなし、売上高を予想すると、2Qの売上高は、QoQ成長率+3%~+8%で着地すると推計される。概ねコンセンサス予想の範囲内とみられるが、前回決算で一時的な費用の計上によって売上原価率が大きく上昇したこと、ドル安が進行していること(TSMCの売上高成長率は、この四半期は減速基調だったが、TWD 高を考慮すると、横ばい圏である可能性が高い)等を考慮すると、推計が外れるとすれば上方向であろう。

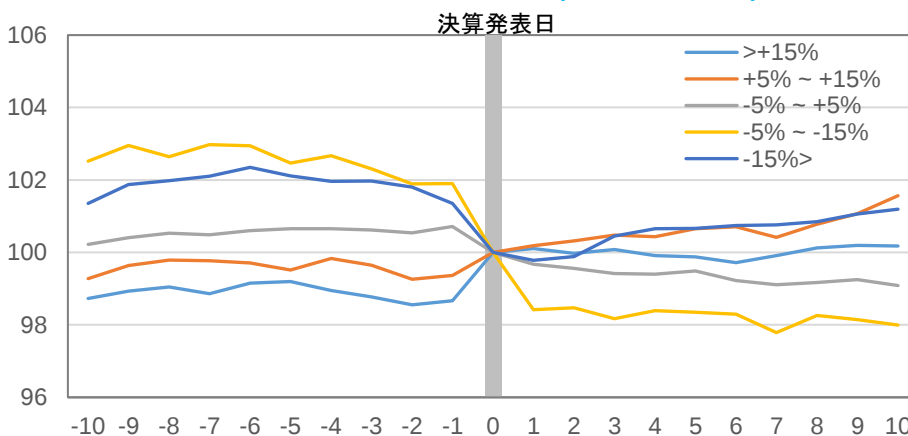
もっとも、株価がポジティブに反応するとは限らない。図表7は、決算期末が5月以降のSP500採用企業について、純利益がコンセンサスを上振れた度合い別に、決算発表日前後の株価推移をみたものである。5%以上上振れて着地すれば、ややポジティブに反応しているが、総じて反応はまちまちである。エヌビディアの場合は、翌期以降のガイダンス(新製品の歩留まり、量産体制、中国向けの売上等)がどうなるのかにかかっているだろう。特に、新製品の歩留まりについては改善する見通しであることが前回決算で語られているため、続報が待たれる。

図表6：TSMCの売上高(X軸)とエヌビディアの売上原価(Y軸)



出所: Bloomberg

図表7：サプライズ率別株価の推移(決算発表日=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。

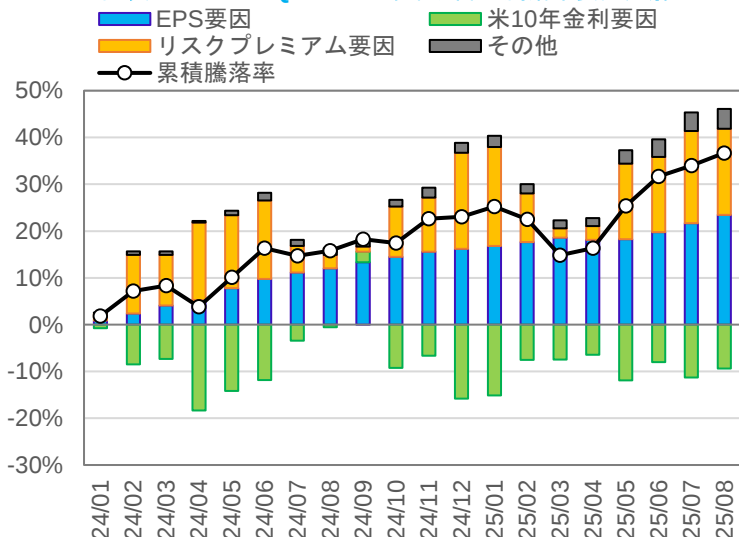
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

ハイテク株(ナスダック 100)のバリュエーションと短期見通し

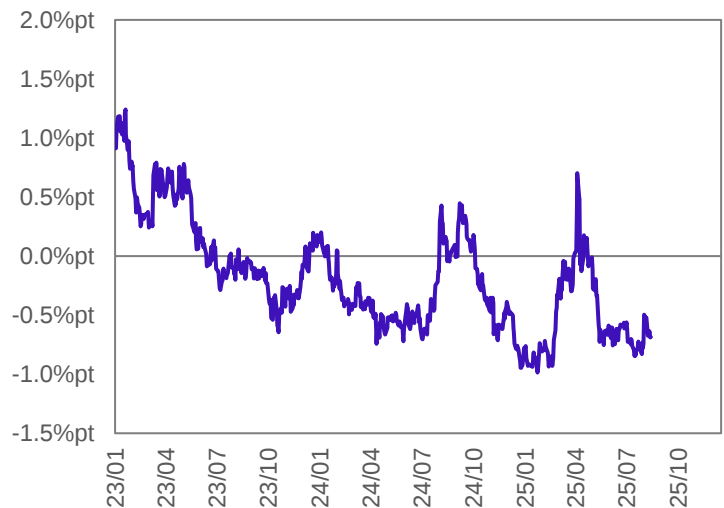
図表 8 は、ナスダック 100 の 23 年末以降の株価騰落要因分解である。足元でナスダック 100 は最高値を更新中であるが、その要因は、EPS が一貫して成長していることと、リスクプレミアムの低下である。Deeps Seek ショック等でリスクプレミアムは今年の 3 月に大きく上昇したが、その後も EPS が成長を続けたことから、成長鈍化懸念が杞憂であり、AI ブームはいましばらく続く公算が大きいとの見方が台頭し、ハイテク株のバリュエーション修正が生じているとみられる。もっとも、7 月末から足元に限れば、リスクプレミアムは横ばい圏で、最高値更新は EPS の成長と米金利の低下によるものである。

図表 9 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。しかし、足元の米金利は筆者が推計する理論値の 4.3% 近辺であるため、結局のところ、株価の継続的な上昇には予想 EPS の上方修正が必要となるが、旺盛な AI 需要等を背景に月次で+1%~+2%の成長は見込めるだろう。ナスダック 100 の今後一ヵ月程度の想定レンジは 22,500pt~24,500pt で緩やかな上昇を見込む。

図表 8 : NASDAQ100の23年末以降の騰落率要因分解

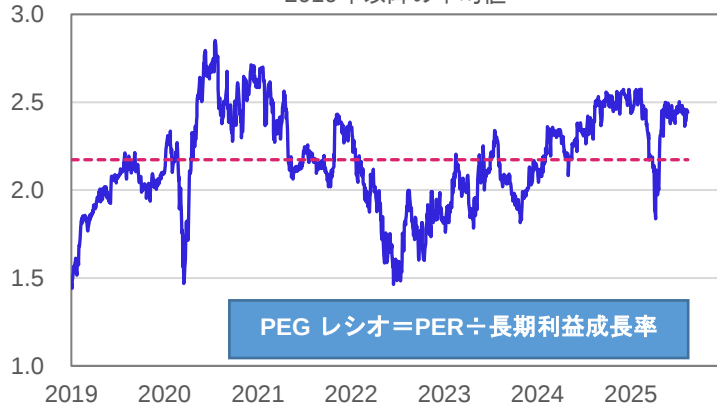


図表 9 : ナスダック100のリスクプレミアム



(pt) 図表 10 : ナスダック100構成企業のPEGレシオ (中央値)

— PEGレシオ(構成企業中央値)
 - - - 2019年以降の平均値



図表 11 : 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 27.8倍	28.0倍	28.5倍	29.0倍
予想EPS	10.0%	944.6	25,032	25,505	25,977	26,223	26,449	26,922
	5.0%	901.7	23,894	24,345	24,796	25,031	25,247	25,698
	3.0%	884.5	23,439	23,882	24,324	24,554	24,766	25,208
	1.0%	867.3	22,984	23,418	23,852	24,078	24,285	24,719
	現状	858.7	22,757	23,186	23,615	23,839	24,045	24,474
	-1.0%	850.2	22,529	22,954	23,379	23,601	23,804	24,229
	-3.0%	833.0	22,074	22,490	22,907	23,124	23,323	23,740
	-5.0%	815.8	21,619	22,027	22,435	22,647	22,843	23,250
	-10.0%	772.9	20,481	20,867	21,254	21,455	21,640	22,027

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: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、このよう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、 $PEG \text{ レシオ} = PER \div \text{長期利益成長率}$ 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。

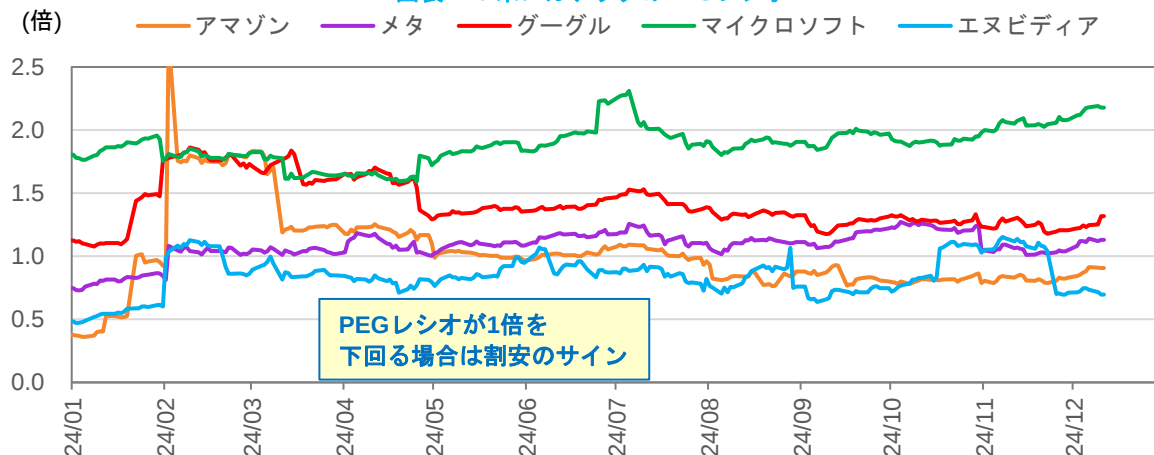
$$\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER} = \text{EPS} \times \text{長期利益成長率} \times \frac{\text{PER}}{\text{長期利益成長率}} (= \text{PEGレシオ})$$

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 12)、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12：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
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
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日~7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日~7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日~7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計

◎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。