

2025年11月14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: 11月半導体市場及びハイテク株動向

半導体市場はAI向けが牽引し拡大。ナスダック100は上昇余地大だが、センチメント悪化が重荷

要約

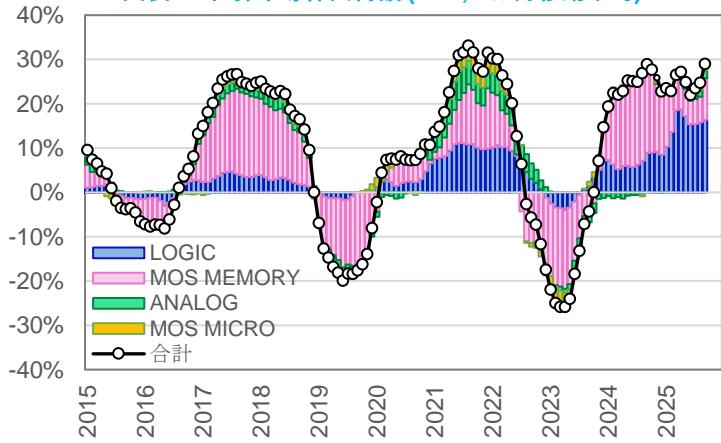
- WSTSによると、9月の世界半導体出荷額(振れが大きいため3ヵ月移動平均値)は、前年比+28.9%(前月:+24.7%)と前月から加速し、引き続き高水準(図表1)。AIへの注目が集まる中、その恩恵を受けやすいLOGICやMEMORYが市場の成長をけん引
- ナスダック100は、予想EPSは改善を続けているが、高警戒感からバリュエーションが縮小している。ファンダメンタルズは底堅いため、下値は限定的とみるが、悲観と楽観が交錯し、レンジ相場を形成しよう
- 今後一ヵ月程度の妥当レンジは、24,000pt~26,500pt程度

9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、9月の世界半導体出荷額(振れが大きいため3ヵ月移動平均値)は、前年比+28.9%(前月:+24.7%)と前月から加速し、引き続き高水準(図表1)。ベースラインが高くなる中、成長率が横ばい圏を維持していることは、AIブームが持続していることを示唆している。実際、計算処理に用いられ、生成AIのトレーニングに必須のLOGICは前年比+41.8%(前月+40.9%)、データの保存に用いられ、計算スピードの効率性を決定づけるMEMORYは前年比+29.4%(前月+17.6%)であった。

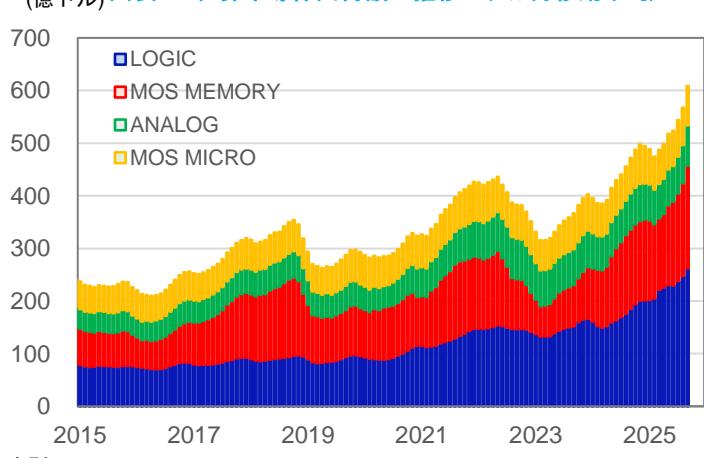
今後を展望すると、米メガテック企業の投資が継続する限り、先端半導体が半導体市場全体を牽引するとみている。米メガテックの投資の持続性は、こうした企業群の安定的で高水準の利益に支えられているが、新規参入事業者等も増え、競争激化を懸念する声も出てきた。各社の利益率が悪化する場合、AIブームが持続しても、手元に残るキャッシュが減少するため、投資額の減少を招きかねない。次期決算では、利益率とOBBAの活用具合を注視したい。

図表1：世界半導体出荷額(YoY, 3ヵ月移動平均)



出所: WSTS

図表2：世界半導体出荷額の推移 (3ヵ月移動平均)



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とにかかわらず、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。

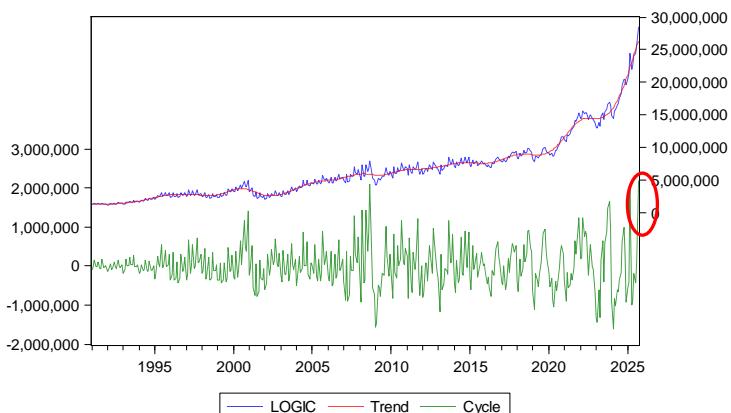
AI関連半導体の動向:LOGIC、MEMORY共にトレンドは上向き

図表3~4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とMEMORYはいずれも前月から改善を継続し、過去最高水準である。

なお、従来は計算処理を担うLOGICがボトルネックとみられてきたが、足元でMEMORYの重要性が増している点は付言しておきたい。LOGICの重要性は揺らいでいないが、AIトレーニングにおけるモデルサイズの巨大化によって、GPUあたりのメモリ消費量が著しく増加している。エヌビディアの資料によれば、旧製品に比べて最新の製品ではメモリ消費量が3.6倍にまで増加していることが示されている(図表5)。MEMORYの出荷額は、その需給によって大きく増減する傾向にあったが、AIブームを背景に底堅い伸びが期待できよう。

図表3: Logicの出荷額トレンド

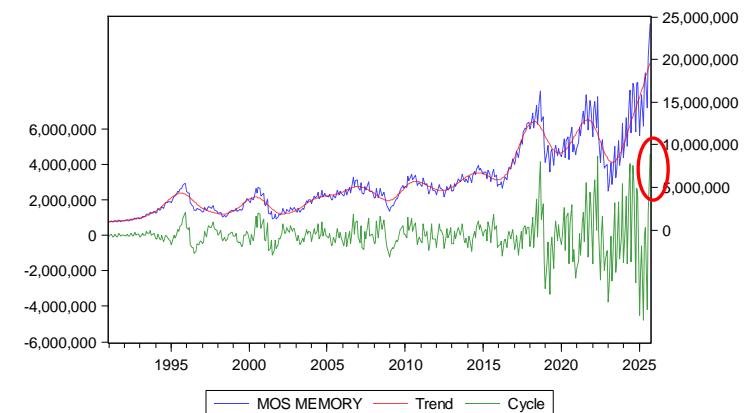
Hodrick-Prescott Filter ($\lambda=14400$)



注: Cycleは左軸
出所: WSTS

図表4: Memoryの出荷額トレンド

Hodrick-Prescott Filter ($\lambda=14400$)



注: Cycleは左軸
出所: WSTS

図表5:エヌビディアの製品別MEMORY半導体使用量

High bandwidth memory features

- Max capacity: 288 GB, 3.6x increase over H100
- HBM configuration: 12 stacks, 16 × 512-bit controllers (8,192-bit total width)
- Bandwidth: 8 TB/s per GPU, 2.4x improvement over H100 (3.35 TB/s)

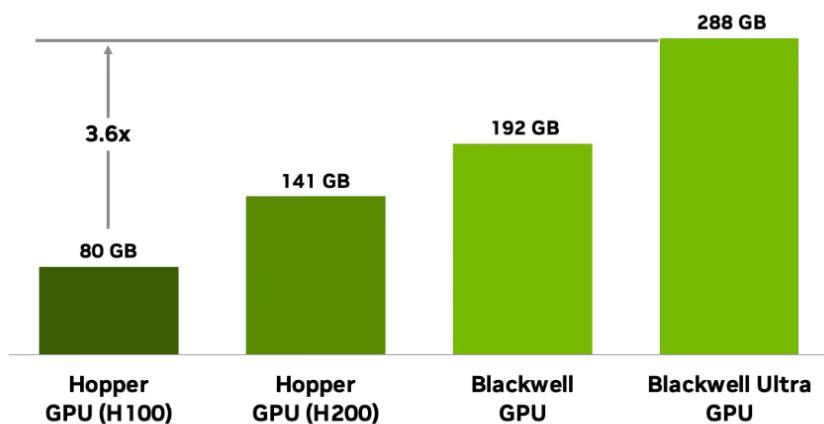


Figure 5. HBM capacity scaling across GPU generations

出所: エヌビディアの会社資料

◎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とにかかわらず、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。



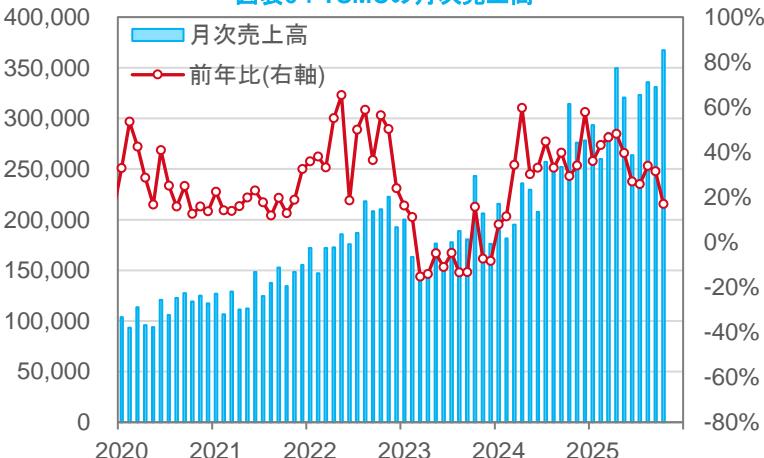
主要企業の動向:TSMCは単月での過去最高を更新中

台湾の半導体受託生産大手 TSMC は、10月単月での売上高は過去最高を更新した(図表 5)。また、前年比は +16.9%と引き続き高水準。成長率の鈍化は、ベース効果によるところが大きく、AI ブームの陰りを示唆するものではない。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 6)、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るよう。実際、主要顧客であるハイパースケーラー(アマゾン、メタ、アルファベット、マイクロソフト)は、巨額の営業 CF の大半を投資に回している。

なお、同社は取引のほとんどをドル建てで行っている点に留意したい。4月末の 1ドル=33TWD 程度から、足元は 1ドル=31ドル程度まで約 10%のドル安が進行しているため、TSMC の売上高から推計される米ハイテク各社の業績には上振れ余地があるだろう。

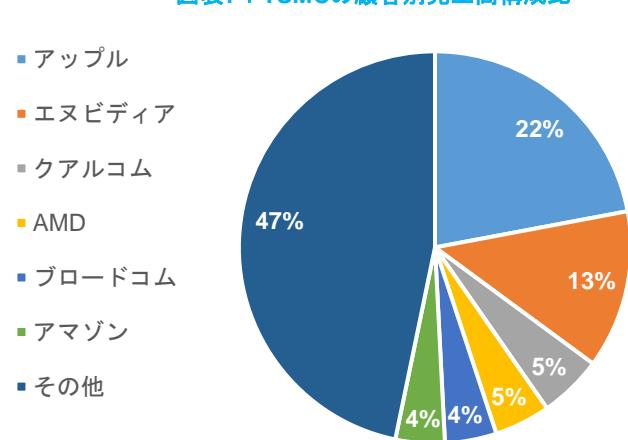
(百万TWD)

図表6：TSMCの月次売上高



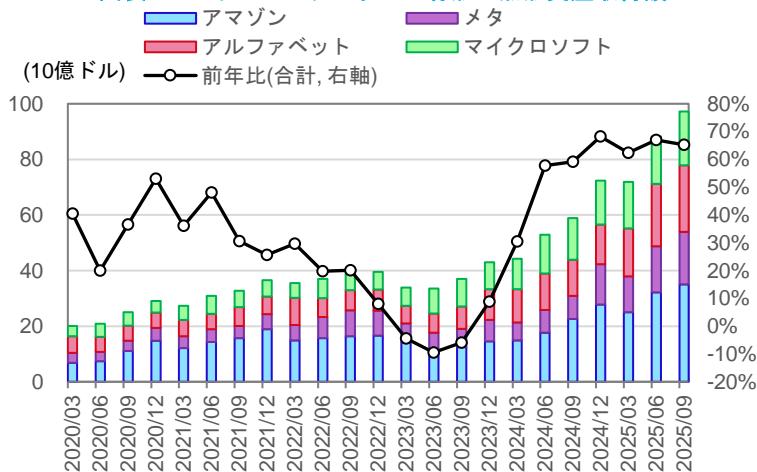
出所 : Bloomberg

図表7：TSMCの顧客別売上高構成比



出所 : Bloomberg

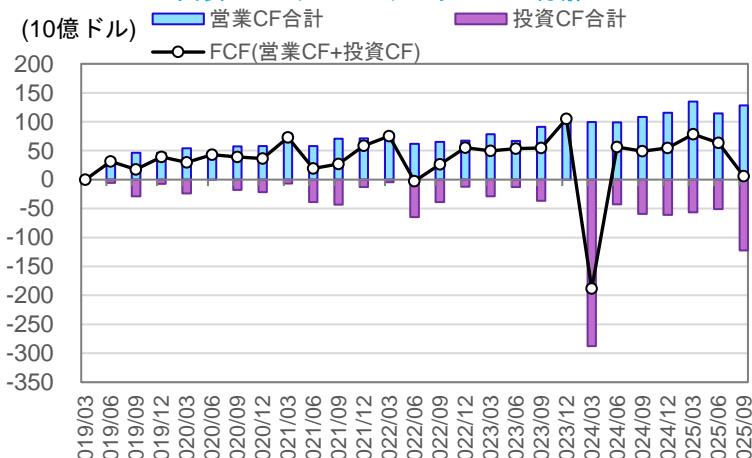
図表8：ハイパースケーラーの有形・無形資産取得額



出所 : Bloomberg

出所 : Bloomberg

図表9：ハイパースケーラーのCF分解



注 : ハイパースケーラーは図表 8 掲載の 4 社

出所 : WSTS

◎注意事項

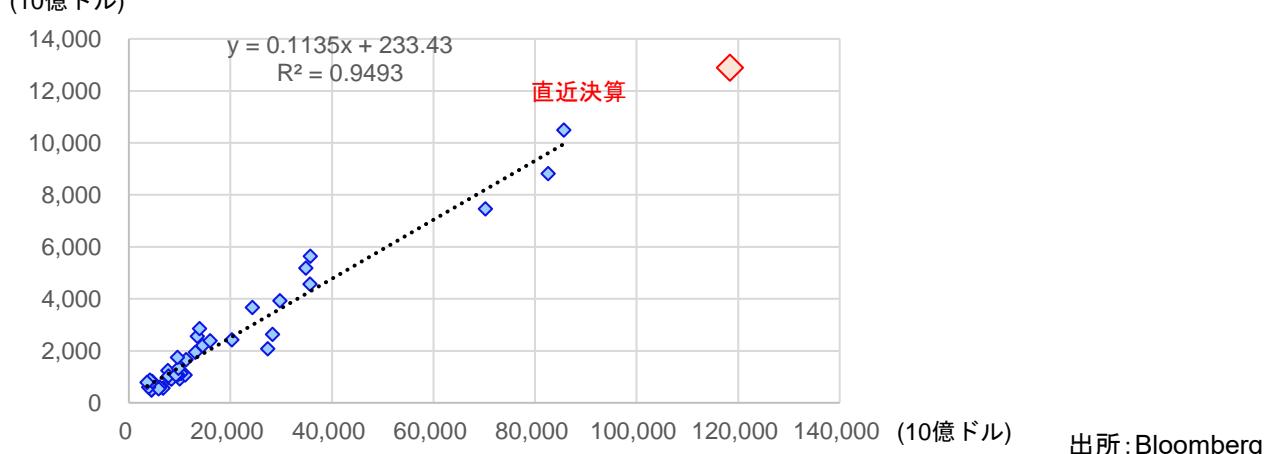
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否ともあります。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧説するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

最後に、11/19 に予定されているエヌビディアの決算プレビューを行う。予想は以下の様に行なった。

1. 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 の売上高は、エヌビディアの売上原価に比例すると仮定
2. 両者の線形関係によって、TSMC の直近 3 カ月間の売上高に基づき、エヌビディアの売上原価を予想すると、3Q の売上高は、QoQ 成長率 +18% ~ +28% で着地すると推計された。推計値に振れがあるのは、統計的な予測誤差及び売上原価率を直近の数値を基に 25% ~ 28% の間で変化させたことによる

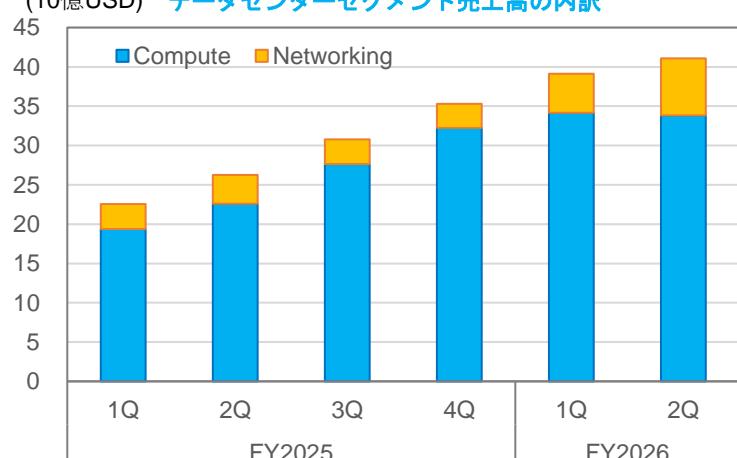
コンセンサス予想は QoQ+18% 程度の成長となっており、これを達成する確度は高いとみられるが、最も強気な予想である QoQ+25% 成長を超えるか注目している。前述の通り TWD 高が進行していることの他、直近決算では TSMC の動向からは推計が難しい Networking ビジネスが著しく成長していたため、上振れ余地は大きいとみている。

図表10：TSMCの売上高(X軸)とエヌビディアの売上原価(Y軸)



図表11：エヌビディアの

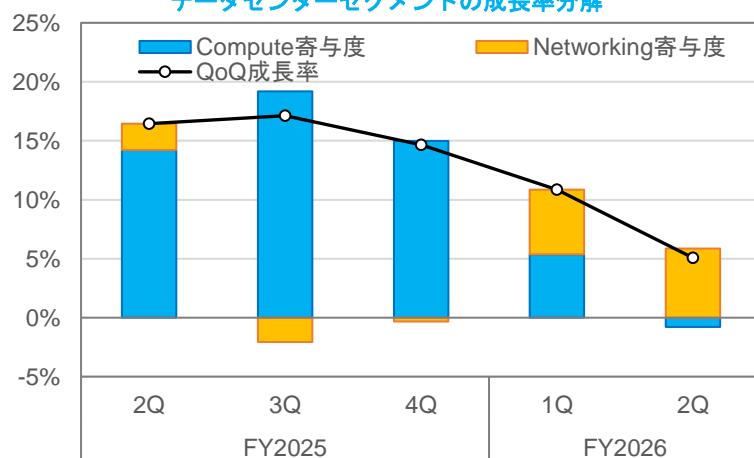
(10億USD) データセンターセグメント売上高の内訳



出所:会社資料

図表12：エヌビディアの

データセンターセグメントの成長率分解



出所:会社資料

◎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とにかかわらず、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。

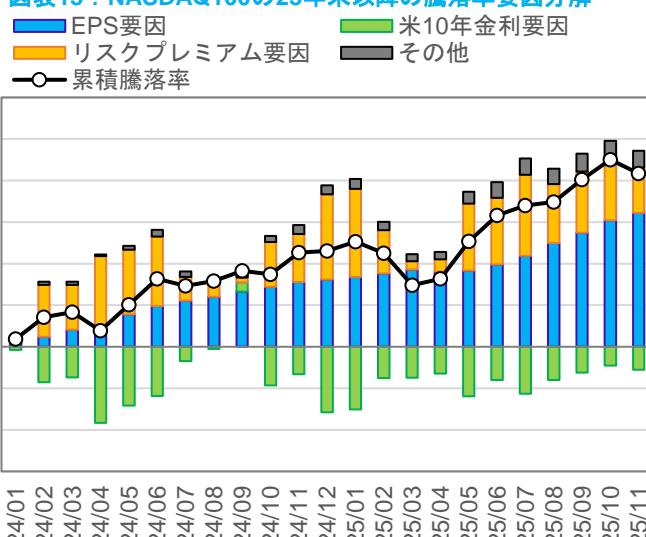
ハイテク株(NASDAQ 100)のバリュエーションと短期見通し:大型株を中心に上昇余地あり

図表 13 は、NASDAQ 100 の 23 年末以降の株価騰落要因分解である。NASDAQ 100 は、11 月に入ってから、ハイテク株を中心に高値警戒感からやや調整色を強めているが、図表 13 に示した様に予想 EPS は改善を続いているため、下値は底堅いとみている。

図表 15 はNASDAQ 100 の PEG レシオ、図表 16 は主要ハイテク企業のバリュエーションである。高値警戒感から利益確定売り優勢となったのは、これまで相場をけん引してきたメガテック企業であったこと等から、同企業群の PEG レシオは、NASDAQ 100 と比べて割安感が高まっている。資金が安全資産や割安株にシフトする傾向が続く様であれば、メガテック企業を中心にエントリーを検討したい。

NASDAQ 100 の今後一ヶ月程度の想定レンジは 24,000pt~26,500pt。ファンダメンタルズは底堅いため、下値も限定的だが、悲観と楽観が交錯してレンジ相場になるとみている。

図表13：NASDAQ100の23年末以降の騰落率要因分解



図表 14：NASDAQ 100 のバリュエーション

予想 EPS	予想PER						
	25.0倍	25.5倍	26.0倍	現状 26.6倍	27.0倍	27.5倍	28.0倍
10.0%	1034.8	25,870	26,387	26,905	27,493	27,940	28,457
5.0%	987.8	24,694	25,188	25,682	26,243	26,670	27,163
3.0%	968.9	24,224	24,708	25,193	25,743	26,162	26,646
1.0%	950.1	23,753	24,228	24,703	25,243	25,654	26,129
現状	940.7	23,518	23,988	24,459	24,993	25,400	25,870
-1.0%	931.3	23,283	23,749	24,214	24,744	25,146	25,611
-3.0%	912.5	22,813	23,269	23,725	24,244	24,638	25,094
-5.0%	893.7	22,342	22,789	23,236	23,744	24,130	24,576
-10.0%	846.7	21,166	21,590	22,013	22,494	22,860	23,283
26.6倍							

出所 : Bloomberg

(pt)

図表15：NASDAQ100構成企業のPEGレシオ

PEG レシオ(構成企業中央値)
PEG レシオ(メガテック中央値)



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とにかかわらず、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。

図表 16：主要ハイテク企業のバリュエーション

区分	企業名	前月比	前年比	PBR	PER	ROE	主な事業・特徴
① 製造装置（前工程）	ASMLホールディングス	-0.9%	+48.5%	14.5	34.0	42.6%	EUV露光装置で独占的地位
	アプライド・マテリアルズ	-0.8%	+27.8%	8.3	23.4	35.6%	成膜・エッティング装置世界最大手
	ラムリサーチ	+8.3%	+107.5%	14.7	29.9	49.2%	エッティング・成膜装置
	東京エレクトロン	+12.7%	+45.5%	7.1	29.1	24.5%	前工程装置国内最大手
	KLA	+5.0%	+79.5%	23.7	30.5	77.9%	検査・計測装置世界首位
	SCREENホールディングス	+1.7%	+33.6%	2.3	12.6	18.4%	洗浄装置などで高シェア
	レーザーテック	+42.4%	+77.8%	10.1	36.5	27.8%	EUVマスク検査で独占的地位
② 製造装置 (後工程・パッケージング ・テスト)	アドバンテスト	+22.5%	+150.8%	19.8	48.5	40.9%	SoCテスター世界首位
	テラダイン	+21.7%	+54.2%	8.2	34.0	24.1%	メモリ/SOCテスト装置大手
	ディスコ	+1.5%	+19.3%	8.5	37.2	22.7%	ダイシングソーで世界トップ
	TOWA	+26.0%	+60.9%	2.6	24.8	10.7%	モールド装置・後工程の自動化
③ 材料・部材	信越化学工業	+1.2%	+16.4%	1.9	16.0	11.8%	シリコンウェーハ・レジスト
	HOYA	+9.9%	+26.3%	8.0	34.2	23.3%	EUVマスクブランクス・光学部材
	東京応化工業	+30.5%	+77.4%	3.2	25.3	12.8%	フォトレジスト
④ ファウンドリ	台湾積体電路製造(TSMC)	+1.4%	+52.8%	6.9	23.9	28.9%	世界最大の受託生産
	グローバルファウンドリーズ	+1.4%	+24.3%	1.4	17.7	8.1%	米国中心のファウンドリ
	サムスン電子	+3.7%	+84.3%	1.5	10.7	13.8%	メモリ+ロジック両輪
⑤ IDM（垂直統合）	インテル	+1.0%	+49.3%	1.5	60.7	2.5%	CPU+ファウンドリ化転換中
	テキサス・インスツルメンツ	+1.1%	+19.3%	8.7	26.2	33.0%	アナログ半導体
	マイクロン・テクノロジー	+11.1%	+141.9%	3.4	13.2	26.0%	DRAM・NAND
	SKハイニックス	+29.8%	+269.0%	2.8	7.9	34.8%	DRAM・NAND
⑥ ファブレス	エヌビディア	+20%	+35.2%	19.3	29.9	64.4%	GPU・AIチップの中核
	ブロードコム	+1.7%	+109.8%	16.3	36.0	45.4%	通信・ネットワーク半導体
	アドバンスト・マイクロ・デバイセズ	+6.4%	+80.8%	6.0	40.3	14.9%	CPU・GPU両輪
	クアルコム	+6.6%	+10.1%	7.2	14.3	50.2%	モバイルSoC・通信モデム
⑦ EDA / IP	マーベル・テクノロジー	+1.5%	+5.6%	4.9	26.8	18.3%	データセンター・通信向け
	シノブシス	+12.0%	+29.5%	2.3	27.6	8.2%	設計支援ソフトEDA首位
	ケイデンス・デザイン・システムズ	+1.1%	+3.0%	13.7	40.0	34.2%	EDA2位・IPライセンス
	アーム・ホールディングス	+15.3%	+4.5%	15.3	68.4	22.4%	CPUアーキテクチャ設計
⑨ クラウド/ AIプラットフォーマー	マイクロソフト	+1.0%	+18.9%	7.7	29.6	26.1%	Azure、AIサーバー需要
	アルファベット	+10.0%	+63.7%	6.7	24.1	27.9%	TPUなど自社AIチップ開発
	アマゾン・ドット・コム	+11.6%	+14.3%	5.6	25.6	21.9%	AWS用チップ設計・AI投資
	オラクル	+25.3%	+17.7%	14.5	29.6	48.9%	自社SoC（Mシリーズ）開発
	メタ・プラットフォームズ	+1.9%	+6.2%	5.3	18.7	28.3%	自社AIチップ開発・HPC投資

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とにかかわらず、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。



■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
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
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7月28日～8月1日)
250	2025/8/13	米国経済	7月米 CPI
251	2025/8/13	半導体、日本株、米国株	半導体市場 Monthly(2025年8月)
252	2025/8/14	豪州経済	25年8月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8月4日～8月8日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8月12日～8月15日)
255	2025/8/25	欧州経済	25年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25年7・8月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体、日本株、米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8月18日～8月22日)
259	2025/8/28	日本株	4-6ヶ月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25年8月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	米国株、米国経済	8月ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8月25日～8月29日)
263	2025/9/8	米国経済	8月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9月1日～9月5日)
266	2025/9/12	米国経済	8月米 CPI
267	2025/9/12	半導体、日本株、米国株	9月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米経済、米金利、米国株	9月FOMCとマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25年9月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均4万5000円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9月8日～9月12日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9月16日～9月19日)
274	2025/9/30	コモディティ	25年8・9月 WTI 原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株9月レビューと10月見通し
276	2025/10/2	欧州経済	25年9月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株、米国経済	9月ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9月22日～9月26日)
279	2025/10/6	日本株、ドル円	高市氏勝利とマーケットへの影響
280	2025/10/10	半導体、日本株、米国株	10月半導体市場及びハイテク株動向
281	2025/10/10	日本株	日本株需給(9月29日～10月3日)
282	2025/10/16	豪州経済	25年10月豪州概況
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10月6日～10月10日)
284	2025/10/24	日本株	日本株需給(10月14日～10月17日)
285	2025/10/30	米国経済	10月FOMCとマーケット環境の整理
286	2025/10/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
287	2025/10/31	日本株	日本株需給(10月20日～10月24日)
288	2025/10/31	欧州経済	25年第3四半期ユーロ圏 GDP 統計
289	2025/11/4	欧州経済	25年10月ユーロ圏物価動向
290	2025/11/4	日本株	日本株10月レビューと11月見通し
291	2025/11/5	米国株、米国経済	11月ISM 製造業景況感指数と米国株見通し

◎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とにかかわらず、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。