ソニーフィナンシャルグループ

Special Report

issue date 2023/1/27

ソニーフィナンシャルグループ㈱
金融市場調査部　シニアエコノミスト
宮嶋　貴之

半導体株価の底打ちは近いのか？

KEY POINT

- **半導体株価は 2022 年 10～12 月期以降は下げ止まりつつあるも、米国実質金利や世界半導体売上高の減少から考察すると、まだ調整余地があり、底打ちは 2023 年半ば頃を見込む。**
- **しかし、23 年後半の株価持ち直しペースも緩やかにとどまると予想。マクロ経済環境の逆風と、コロナ特需一巡による関連需要の反動減が、半導体関連企業の在庫調整を長引かせる公算。**
- **その他、米中摩擦の激化が株価の心理的重石になる公算も。最新業界予想よりも売上回復を保守的に想定し、SOX 指数は 2023 年末に 2600 ポイント程度を想定。株価の本格回復は 2024 年と予想。**

1. 半導体株は PER 主導で下げ止まりも…

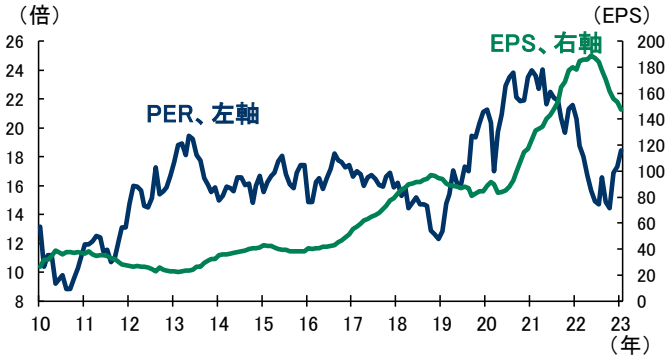
グロース株やテック株に大きな影響を及ぼす半導体市場は、2023 年も注目の的となろう。現状の市況を確認すると、コロナ特需（オンラインシフトや巣籠り消費）の一巡や価格上昇による需要減退により、WSTS の世界半導体売上高は 22 年 11 月に前年比▲20%まで低下した。この下落幅は 19 年 4 月以来だ。半導体売上高の急速な減少は、予想 EPS の低下を通じて SOX 指数を下押ししている。

しかし、SOX 指数自体をよくみると、実は底入れの兆しがある。10 月には 2330 ポイント程度となり、一時の 4000 ポイント台から大きく低下した。しかし、11 月以降に下げ止まり、足下は 2700 ポイント台まで持ち直した。

この要因は、予想 PER が上昇に転じているためだ（**図表 1**）。米国の債券市場では、足下のインフレ統計の減速や景気後退懸念を背景に、FRB による今年後半からの利下げ転化への期待が高まっていることが要因だ。

図表 1：SOX 指数の予想 PER と予想 EPS

SOX指数のうちEPSが低下する一方でPERが改善



注：PER、EPS は 12 カ月予想値。　出所：Bloomberg

2. …半導体株底入れの判断は早計か

現状の株価は底入れしたと判断できるか？　結論から先に述べると、筆者はまだ若干の下落余地はあるとみている。

まず予想 PER については、FRB の早期利下げへの期待先行で上向いているが、米国の 10 年実質金利の水準から考えると、下げ余地がある（**図表 2**）。パウエル議長の発言からも推察できるように、FRB は金融市場が時期尚早な楽観に傾く事で金融環境が緩和的になることをリスク視している。当面、実質 10 年金利は少なくとも現状の 1%以上に維持されるよう、FRB は市場と対話していくとみられ、金融市場における早期利下げ期待が収まる可能性がある。

図表 2：SOX 指数の予想 PER と米国 10 年実質金利

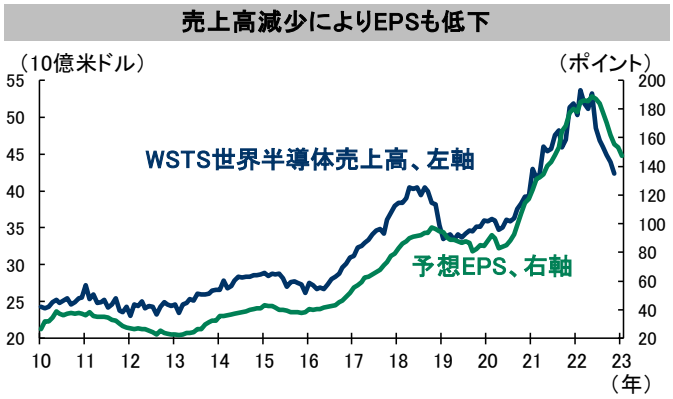
実質金利からはPERの下落余地が示唆

出所：Bloomberg、SFGI

次に予想 EPS をみると、PER とは異なり、世界半導体売上高の急速な減少により、今後の業績悪化を急速に織り込みつつある（**図表 3**）。PER ほど下落余地が大きいとは言えない。しかし、世界半導体売上高はまだ当面下落するとみられ、EPS ももう少し下がるだろう。

以上の考察から、2023 年春先にかけて、半導体市場で金利高止まりと市況悪化懸念がもう少し織り込まれた後、半導体株価は底打ちに向かうとみられる。その時期は、労働需給の緩みによる賃金インフレの減速傾向が定着し、FRB の利上げ停止が近づく頃になるとみられ、早くても今年半ば頃になるのではないか。

図表 3:SOX 指数の予想 EPS と WSTS 世界半導体売上高



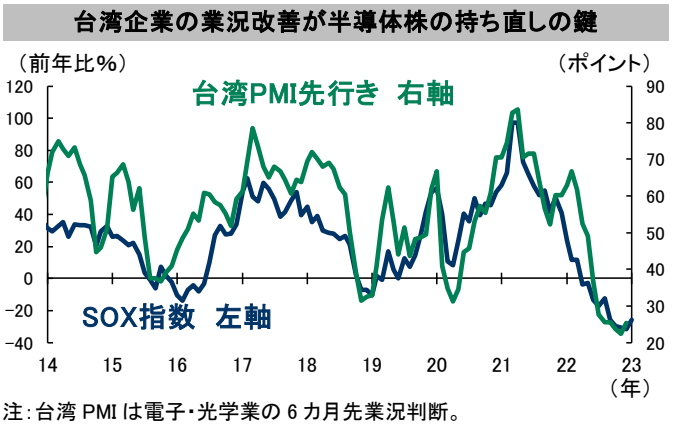
出所:WSTS、Bloomberg、SFGI

3. 在庫調整が長引く公算

とはいえ、半導体株が底打ちに転じ、本格的な持ち直しに転じるのは 2024 年に後ずれする可能性があると筆者はみる。

SOX 指数の鍵を握るのは半導体市場において存在感の大きい台湾企業の業況だ。実際、台湾の電子・光学業の PMI 先行きと SOX 指数前年比は相関が強い(**図表 4**)。

図表 4:台湾 PMI と SOX 指数

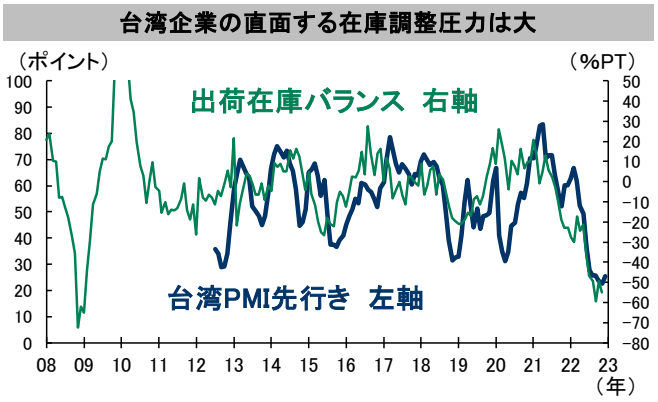


注:台湾 PMI は電子・光学業の 6 カ月先業況判断。
出所:國家發展委員會、Bloomberg、SFGI

この台湾企業の今後の業況改善期待が高まれば、SOX 指数も明確に底打ちするとみられる。しかし、台湾企業は現在、リーマンショック期一歩手前ほどの強い在庫調整圧力に晒されている(**図表 5**)。この在庫調整圧力の高まりに伴い、2022 年以降、先行きの業況予想が悪化している。

今後在庫が掃けることで生産・出荷が本格的に持ち直してくるまでには、まだ少し時間を要するだろう。リーマンショック時は在庫調整期間が終了(出荷在庫バランスが 0 を超えるまで)するまでに 13 カ月を要した。しかし、現状の調整期間は既に 16 カ月を経過しているが、在庫調整が一巡する兆しはまだない。

図表 5:台湾 PMI 先行きと出荷在庫バランス



注:電子・光学業の値。出荷在庫バランスは値が低いほど、在庫調整圧力が大きいことを意味する。
出所:經濟部統計處、國家發展委員會、SFGI

4. マクロ経済環境は逆風

リーマンショック時と異なり、在庫調整が長引いている要因は何か。筆者は、①マクロ経済環境の違いと②コロナ特需の反動減の長期化があるとみている。

まずマクロ経済環境については、リーマンショック時は景気の急速な悪化に対して、世界各国・地域は金融政策の大幅な緩和や大規模な財政出動により、景気下支えに奔走した。特に米国の FRB による QE(量的金融緩和)や中国の 4 兆元の景気対策が印象深い。

しかし、現状、世界各国・地域は高インフレに直面し、その対応として金融引き締め策の強化を余儀なくされている。財政政策では電力代などの補助金は給付されているが、需要を刺激する施策はインフレを助長しかねず、コロナ禍で財政赤字が膨らみつつあることもあり、打ち出しにくい。例外的に中国ではインフレ圧力は小さく、金融・財政政策とも景気下支え姿勢を強めているが、それでも人民元安や債務膨張を懸念し、かつてのような大規模な景気刺激策の実施は困難だ。

こうしたマクロ経済環境が、半導体市場にとって追い風に転換するには、景気後退等によってインフレが明確に抑制されることが必要だ。そうなれば、各国・地域の金融引き締め策が緩和方向に転換し、需要刺激的な財政出動も可能となる。

当社のメインシナリオでは、米国は 2023 年後半から景気後退入りし、金融政策が利下げに転換する時期を 2024 年 1～3 月期と想定している。ユーロ圏の金融政策も同様の想定だ。中国経済はゼロコロナ政策の転換から、2023 年 4～6 月期から景気回復テンポが高まると予想するも、潜在成長率を上回るほどの力強い回復は見込み難い。

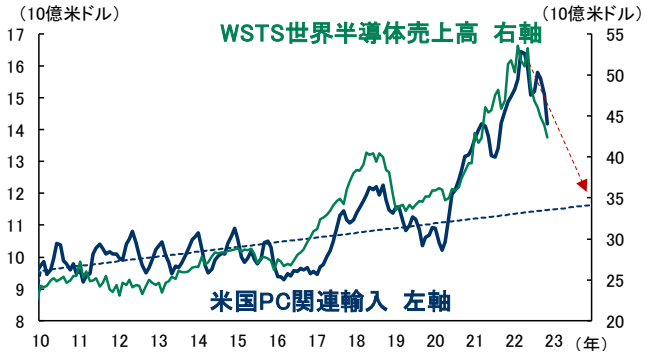
こうしたマクロ経済の想定を踏まえると、半導体市場の回復期待が本格化するのは早くても 2023 年末頃になると見込まれる。それまでは先行きの不透明感が強まり、業況予想も底這いに近い状態が続こう。

5. コロナ特需の反動減が長引く

もう1つの要因は、②のコロナ特需の反動減の長期化だ。コロナ禍での在宅勤務の定着や巣籠り消費の増加により、ノート PC 等の特需が発生し、同製品向けの半導体需要にも強烈な追い風となった。実際、コロナ禍では米国の PC 関連輸入額は過去最高を更新するほど急増した(**図表 6**)。

図表 6:米国の PC 関連輸入額と世界半導体売上高

PC特需の反動減は長引く公算



注:点線は 2010～19 年までの米国 PC 関連輸入額のトレンド。
出所:WSTS、BEA、Bloomberg

しかし、この特需は既に一巡しつつあり、昨年半ば頃から、米国の PC 関連輸入額も減少に転じている。しかし、それでも現状の水準はまだ過去のトレンドと比べて大きく上振れしたままだ。PC 特需一巡による関連需要の反動減は、少なくとも 2023 年末ごろまで続くのではないか。

これまでの供給制約による受注残から相対的に底堅さを保つとみられる車載向け(10%前後)や、中国経済の回復や 5G 対応などから年後半の回復を見込むスマホなど通信向け(30%前後)はプラス材料ではある。しかし、コンピューター向け半導体のシェアは 30%前後あり、ノート PC 特需一巡は、半導体需要を下押しする効果が大きい。

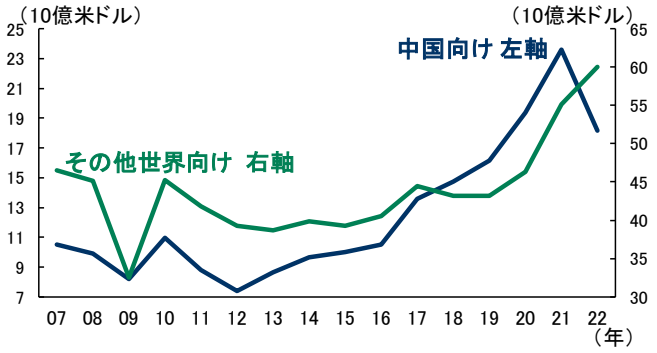
6. 米中摩擦も下押し要因に

在庫調整に加えて、半導体サプライチェーンの見直しが、半導体株価の心理的マイナス要因になると考えられる。

昨年 10 月に、米国は中国企業に対する輸出規制を強化し、AI やスーパーコンピューター向け半導体や、半導体製造装置の輸出などに対して規制を強化した。こうした内容は想定より厳しく、発表後に半導体市場も動揺して株価は下落した。1 年間は多国籍企業に対して規制の一部適用免除されるなど、この規制による影響自体は大きくない。しかし、米国から中国への規制強化が今後も進展するとの思惑から、半導体関連企業はサプライチェーンにおける中国への依存度を低下させるよう、その再編に既に取り組んでいるとみられる。実際、米国からの半導体関連輸出をみると(**図表 7**)、中国向けは 22 年に大きく減少した。中国以外の地域向けが増加しているのとは対照的であり、近年にはみられない動きだ。

図表 7:米国の半導体関連輸出

22年に米国から中国への半導体関連輸出は大幅減



注:半導体および半導体製造装置の合計。中国向けは香港含む。
出所:US Trade Online、SFGI

米国による中国への半導体関連規制が強化され、サプライチェーン再編が進むことは、半導体株価には短期的にはマイナスだろう。確かに、韓国企業や日本企業にはプラスになる面はある。しかし、サプライチェーン再編が進んで効率的な分業体制が確立するまでは、企業も試行錯誤するとみられ、生産や投資が非効率的となり、業績改善にはつながりにくい。そして、体制確立までにはかなり長い時間を要することになる。中国は今や北米向けと並ぶ最大の半導体仕向け地であり、スマホや PC など IT 関連製品が多く生産されている。その代わりがすぐに見つかるとは考えにくい。

7. 半導体株の本格回復は 2024 年に

半導体株価が底打ちに近づいているとの期待が、金融市場では一部高まっているように見える。しかし、2023 年中はまだ本格回復とまでは至らないのではないか。

23 年末の SOX 指数を予想すると、当社メインシナリオでは米国の実質 10 年金利は 0.8%と想定され、予想 PER は 16 倍程度と見込む。一方、予想 EPS は世界半導体売上高の前年比が 23 年 10～12 月期に+5%近傍に持ち直すとし、160 ポイント程度を見込む。以上から、SOX 指数は 2600 ポイント程度が想定される。パスのイメージは、春先にいったん 2600 ポイントを割る水準まで低下した後、年後半から緩やかながらも持ち直す格好だ。

最新の業界予想(WSTS)では 2023 年の世界半導体売上高は前年比▲4%と予想される。しかし、この予想は北米や欧州向けがプラス予想で楽観的だ。筆者は、▲10%前後を想定しており、今年前半までは前年比で 2 桁のマイナスが続くとみている。年後半からベース効果が急速に縮小するも、10～12 月期にようやく 1 桁レベルのプラスに回帰する想定だ。23 年の回復力には乏しいが、24 年から、米国の利下げやコロナ特需一巡の影響縮小から、半導体株価の本格回復に期待がかかる。

宮嶋 貴之

ソニーフィナンシャルグループ　金融市場調査部・研究員紹介

尾河 眞樹（おがわ まき）

執行役員　兼　金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場（2016年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。

菅野 雅明（かんの まさあき）

金融市場調査部
シニアフェロー　チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC[昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。

石川 久美子（いしかわ くみこ）

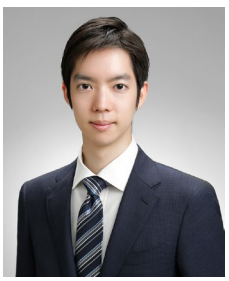
金融市場調査部　シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。

渡辺 浩志（わたなべ ひろし）

金融市場調査部　担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）

金融市場調査部　アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。

宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）

金融市場調査部　シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。

- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。

- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。

- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。

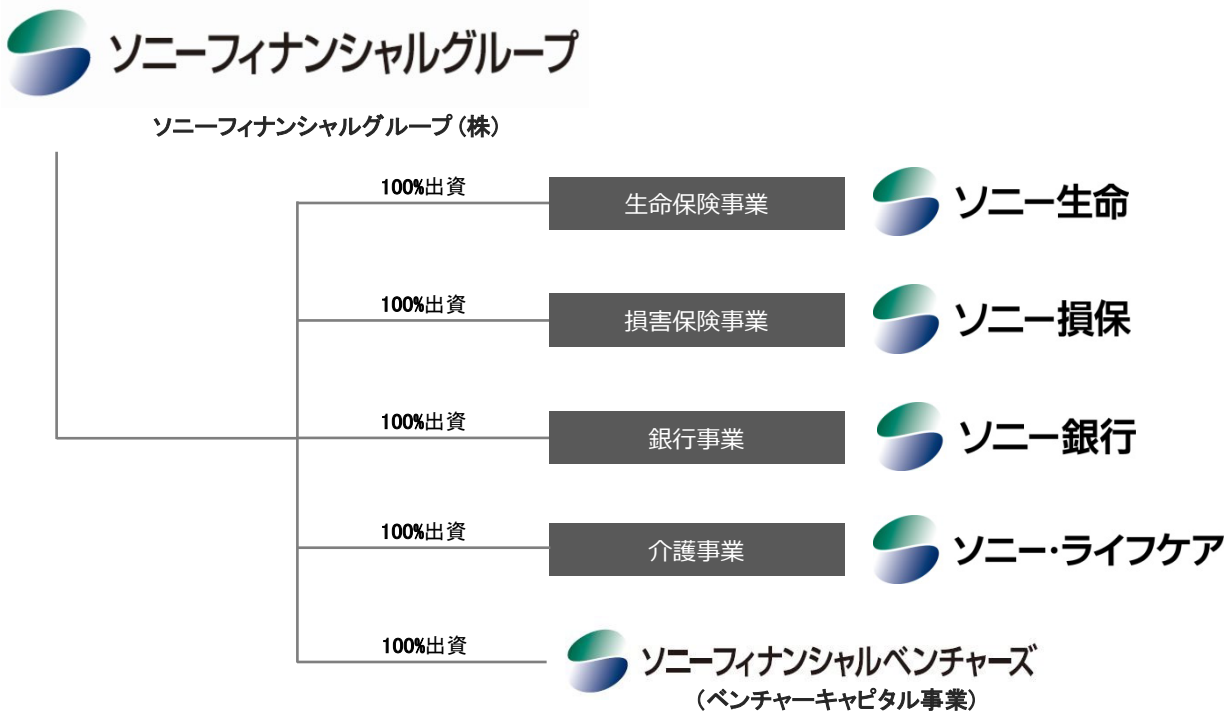
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。

- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。

- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。

- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。

- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。

- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
  https://www.sonyfg.co.jp