



最終ページに重要な注意事項を記載しています。必ずご確認ください。

新年のごあいさつ

代表取締役社長

大森 信保

新年明けましておめでとうございます。
年頭にあたり、謹んで新春のお喜びを申し上げます。

昨年11月の米大統領選でトランプ候補が勝利し、議会選挙でも上下両院ともに共和党が過半数を確保したことによって米国では「トリプル・レッド」となりました。輸入関税の引き上げや移民抑制策の強化などに対する懸念があるものの、過去、米大統領就任直後は不透明感の解消等から世界的に株価が堅調に推移することが多く、今回も減税や規制緩和への期待感を背景に株価の上昇が見込まれています。

一方、国内では昨年の衆議院選挙で自公連立による与党が大幅に議席を減らし、過半数割れとなりました。また足元、企業が賃上げを行っているにもかかわらず、インフレ圧力が強いいため、内需は盛り上がり欠けています。さらに、企業業績も円安効果の一服、人件費等のコスト上昇など、懸念材料が多く横たわっています。ただ、株式市場における需給関係は良好です。資本効率改善への東証の要請や物言う株主「アクティビスト」の影響などから、企業は株主還元を拡充しています。実際、24年の自社株買い設定枠は昨年11月時点で16兆円を超え、暦年ベースで過去最高だった23年の1.7倍に相当し、今後も高水準が続く見通しです。また、新年分の「NISA」枠から、個人投資家による資金流入も期待されています。

昨年は個人の資産運用に対する意識に変化の兆しが見え始めた1年でした。新NISA制度をきっかけに金融商品に興味を持ち、投資を始めた方が増えました。また、日経平均が34年ぶりに史上最高値を更新したことも投資への関心を高めたようです。しかし、個人金融資産の大半は預貯金であり、個人投資家の裾野拡大は始まったばかりです。

弊社では初めて投資される方から経験豊富な方まで、全てのお客様に安心して取引を行っていただくとともに、ご満足いただけるよう、役職員一同、サービスの向上に努めてまいります。今後とも変わらぬご愛顧を頂けますよう、よろしくごお願い申し上げます。

注意事項

◆本資料は、公表されたデータ等信頼できると考えられる情報に基づいて内藤証券が作成し、また記載された見解等の内容は全て作成時点のもので時間の経過とともに不正確となる場合があり、過去から将来にわたって、その正確性・完全性を保証するものではありません。内容は今後予告なく変更することがあります。◆本資料に基づいた投資によって発生する損益は全てお客様に帰属し、故意または重過失がない限り、責任を負いません。◆内藤証券は、このレポートの対価として金銭を播陽証券より受取っております。◆本資料により提供される情報の著作権等の知的財産権は、引用部分を除き、全て内藤証券に帰属します。お客様は、事前に内藤証券の書面による同意なく、本資料の内容及び情報を、複製、譲渡、修正、変更または転送等の行為をすることができません。

〈日本株〉

2025年の日本株相場展望

企業価値向上策が活発、上昇相場継続へ

米欧の金融緩和が景気を下支え

OECD（経済開発協力機構）が12月に公表した世界経済見通し（実質GDP伸び率）では、24年の成長率はプラス3.2%を維持、25、26年は各3.3%と堅調な伸びを予測した。物価上昇率は緩やかに低下し、雇用の安定、欧米の金融緩和継続、インドの高成長や中国の景気刺激策が世界需要を支える。一方、下振れリスクは、中東などでの軍事的緊張、世界的な貿易制限強化、金融市場の混乱など。

日本は24年に自動車の生産・出荷停止の影響でマイナス0.3%にとどまり、25年は1.5%成長を見込む。欧米の利下げや半導体市場の回復を背景に、設備投資需要が堅調に推移しよう。一方、個人消費は物価高が重荷となり、賃上げ継続が必要。一方、トランプ新政権による輸入関税引き上げや対中貿易規制強化が懸念される。

日銀は経済、物価動向をみながら利上げを続ける意向。日米金利差縮小により円高気味に推移するが、円の供給過剰から米国の利下げペースが鈍化すれば円安場面も。

日経平均株価は37,000円～44,000円

25年相場は日経平均株価で1～3月に安値37,000円、10～12月に高値44,000円を想定する。24年7～8月に急落と急反発を経験し、38,000円辺りから下は買い戻しが入りそうだ。

23年の「東証提言」をきっかけに、豊富な手元資金や政策保有株の売却で得た資金を成長投資や株主還元に向け、企業価値（株式価値）を高めようとする動きが活発だ。株主還元では東証上場企業の4割以上が前期比で増配を予定し（会社予想ベース）、自社株買い設定額も14兆円超と過去最高を大きく上回るペースで推移する。政策保有株の売却が進むものの、個別の需給悪化による

下落場面は買い場となる。

海外投資家が積極姿勢に戻るには、政治停滞の回避や成長戦略の実行、企業業績の上振れが必要。個人投資家は新NISA制度を中心に資金流入が継続する見込み。

◆OECD（経済開発協力機構）実質GDP成長率見通し

(%、ポイント)

(公表年月)	23年		24年(予)		25年(予)		26年(予)
	24/12	24/12	前回比	24/12	前回比	24/12	24/12
世界経済	3.2	3.2	0.0	3.3	0.1	3.3	3.3
米 国	2.9	2.8	0.2	2.4	0.8	2.1	2.1
日 本	1.7	-0.3	-0.2	1.5	0.1	0.6	0.6
ユーロ圏	0.5	0.8	0.1	1.3	0.0	1.5	1.5
ドイツ	-0.1	0.0	-0.1	0.7	-0.3	1.2	1.2
中国	5.2	4.9	0.0	4.7	0.2	4.4	4.4
インド	8.2	6.8	0.1	6.9	0.1	6.8	6.8
インドネシア	5.0	5.1	0.0	5.2	0.0	5.1	5.1
ブラジル	2.9	3.2	0.3	2.3	-0.3	1.9	1.9
ロシア	3.6	3.9	0.2	1.1	0.0	0.9	0.9
日本・物価上昇率	3.3	2.6	0.1	1.9	-0.2	2.1	2.1

(注) 前回は2024年12月予測を9月予測時と比較。
(出所)「OECD Economic Outlook 2024年12月」より内藤証券作成。

◆円相場、商品市況等の推移（18年1月～24年12月17日）



(出所) Bloombergデータより内藤証券作成

物色は景気敏感株中心、企業再編も活発に

物色面では、米利下げ継続やトランプ新政権下の景気対策期待、貿易制限の強化から、米国で生産体制を整えた企業や、インドなど他の成長地域に強みを持つ企業に注目。米国の分担要請が予想されるハイテク装備を含めた防衛能力強化関連、さらにサイバーセキュリティ、ウクライナ和平交渉も想定。

半導体関連は、AI(人工知能)関連のGPUやHBM(高帯域幅メモリ)製造に向けた先端装置や材料を持つ企業が引き続き優位に。ただ、株価上昇には高成長の持続が必要で、AIの需要動向にも注意。AIサーバー・データセンター関連のほか、「光電融合技術」関連(NTT「IOWN構想」)にも注目。レベニューキャップ制度の導入もあり好調な電力設備投資関連、再エネでは大容量蓄電池やペロブスカイト太陽電池など。

また、堅調な個人消費・インバウンド消費関連、アニメやゲームなど知的財産(IP)関連も注目。金利上昇に伴う利ザヤ改善で金融株、特に地銀に割安感。割安銘柄を狙った投資ファンド・アクティビストの買いが継続し、企業・業界再編が活発化するとみられる。

リスク要因は米金利の高止まりに伴う米国株式市場の混乱、大幅な為替変動など。(12/20 浅井)

2024年の銘柄・業種別騰落率(23年末→24/12/17)

◆東証プライム騰落率ランキング ～BEST10～

コード	社名	業種	騰落率
5803	フジクラ	非鉄金属	481.6
5801	古河電気工業	非鉄金属	203.7
7013	I H I	機械	200.5
3696	セレス	情報通信	189.9
7011	三菱重工業	機械	176.8
7936	アシックス	その他製品	175.1
7220	武蔵精密工業	輸送用機器	166.2
5631	日本製鋼所	機械	164.0
5805	SWCC	非鉄金属	160.6
4680	ラウンドワン	サービス	142.5

～WORST10～

コード	社名	業種	騰落率
9229	サンウェルズ	サービス	-70.2
6920	レーザーテック	電気機器	-58.3
3697	S H I F T	情報通信	-52.6
6963	ローム	電気機器	-49.0
4062	イビデン	電気機器	-46.6
3436	S U M C O	金属製品	-46.2
6976	太陽誘電	電気機器	-43.9
2413	エムスリー	サービス	-39.8
7201	日産自動車	輸送用機器	-39.1
4523	エーザイ	医薬品	-38.4

(注) 売買代金25日平均上位5分の1を対象。

(出所) Bloomberg より内藤証券作成。

◆業種別騰落率 (%)

業種	騰落率
非鉄	47.2
銀行	44.9
証券商品	26.9
サービス	21.9
小売業	21.4
繊維	20.6
建設	19.0
機械	18.1
精密	16.4
情報通信	15.7
TOPIX	15.3
電機	15.2
海運	13.7
卸売業	13.4
ガラス土石	10.7
不動産	8.0
食料品	6.9
医薬品	6.8
自動車	0.6
電力ガス	0.5
化学	-0.8
陸運	-9.5
鉄鋼	-10.7

◆2025年の日経平均株価イメージ



(出所) Bloombergデータより内藤証券作成

特集

「セミコン・ジャパン2024」

I 25年の半導体製造装置・材料市場は中国動向に注視する必要がある

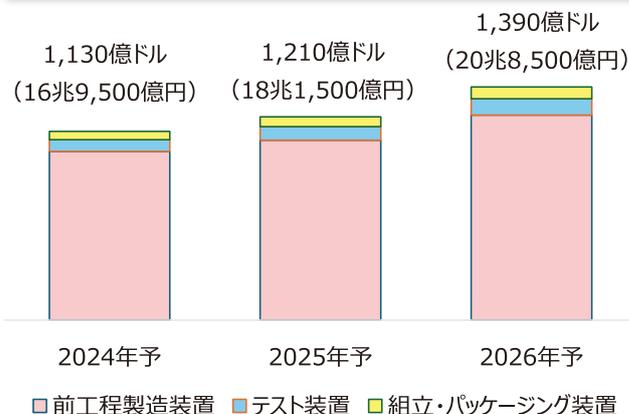
24年12月11～13日に半導体の総合展示会「セミコン・ジャパン2024」が開催された。来場者数は目標10万人に対して、前年比21%増の約10万3,000人となった。

今回の注目点は3点。①ADIS (Advanced Design Innovation Summit) で半導体設計/検証分野のカンファレンスが初開催された。②3回目となった半導体後工程のAPCS (Advanced Packaging and Chiplet Summit) に関連して、後工程自動化の動きが始まった。③半導体の高度化に対応するため、ガラス基板の展示が目立った。

「セミコン・ジャパン2024」において、世界半導体製造装置の2024年末市場予測が発表された。24年は前年比6.5%増、25年は同7.1%増、26年は14.9%増の予測。

「セミコン・ジャパン2024」でのアナリストによる討論会では、製造装置市場の25年伸び率は、前年比6%減と7%増に分かれ、26年伸び率は6～9%増と共にプラス成長を見込んだ。下振れのリスクとしては中国での需要と米国の対中半導体規制、インテルの動向が挙げられた。材料市場では25～26年共に前年比増を見込むが、ここでも中国の半導体材料の国産化による供給過剰が指摘された。

(図表1) 半導体製造装置市場の予測



(出所) SEMIより内藤証券作成
(注) 1米ドル150円換算。装置は新品が対象。装置合計額にウェーハ製造装置は含まれていない。

II ADISは重要分野だが米国企業が主役

ADISは半導体設計/検証分野で「頭脳」に当たる分野。半導体設計における知的財産 (IP) は再利用可能な設計図や技術的なノウハウなどを指す。EDA (電子設計自動化支援ツール) は、半導体チップの設計などのテストを自動化するソフトウェアである。IPでは今回出展していないSBG (9984) 傘下のアーム、EDAではシノプシスとケイデンス・デザイン・システムズが主要企業である。日系上場企業では図研 (6947) が参加していた。同社はプリント基板向けの設計に強みを持ち、コンデンサなどの配置や接続を作成する企業である。ADISは日系企業の影響力が小さい分野である。

(図表2) ADIS出展企業

社名	備考
図研 (6947)	CAD/CAMシステムの総合メーカー
シノプシスEDAジャパン	シノプシスの日本法人
日本ケイデンス・デザイン・システムズ	ケイデンスの日本法人
日本シノプシス	シノプシスの日本法人
サイバネットシステム	24年2月富士リフト (9749) が買収
アドバンスリフト	日系未上場
アソシエ・ジャパン	米国アソシエの日本法人
マスクワークス	米国の数値解析ソフトウェア

(出所) セミコン・ジャパン資料より内藤証券作成

Ⅲ 後工程の自動化は日系企業が中核となるだろう

半導体製造の後工程はOSAT (Outsourced Semiconductor Assembly and Test、オーサット) が請け負っているが、製品の高度化により、前工程と同様のクリーンルームの必要性や人材不足から自動化を進める機運が高まっている。後工程で最初の工程であるダイシング(チップ化)分野のディスコ(6146)は「中工程リサーチセンター」を開設して、後工程の自動化に先鞭をつけている。

24年4月にインテル日本法人が発起人となり「半導体後工程自動化・標準化技術研究組合(SATAS、サタス)」を設立し、28年に実用化を目指している。約20年ぶりに出展したダイフク(6383)が後工程向け天井走行式無人搬送車の実機を展示。前工程のウェーハのように画一的な製品の搬送ではなく、後工程は製造ライン毎にチップの種類、形状が違い、またチップは繊細でもあるため、自動化の難易度が高く、付加価値が付く分野だろう。

(図表3) 半導体後工程自動化・標準化技術研究組合の参加企業

コード	社名	主な役割	コード	社名	主な役割
3636	三菱総合研究所	事務局	6383	ダイフク	保管・搬送、メインフレームデザイン&標準
4004	レゾナックHD	組立・検査工程のセル	6507	シンフォニアテクノロジー	ロードポート、EFEM、ソーター
4238	ミライアル	キャリア・トレイ	6645	オムロン	保管・搬送、メインフレームデザイン&標準
6134	FUJI	組立・検査工程のセル	6753	シャープ	ラインデザイン、ライン整備準備、製造装置実装、ライン運用
6258	平田機工	保管・搬送、ロードポート、EFEM、ソーター、メインフレームデザイン&標準	7272	ヤマハ発動機	メインフレームデザイン&標準、組立・検査工程のセル
6323	ローツエ	ロードポート、EFEM、ソーター、メインフレームデザイン&標準	7970	信越ポリマー	キャリア・トレイ

(出所) サタス資料より内藤証券作成

(注) 未上場の参加企業は、インテル日本法人、SEMIジャパン、村田機械。セルは作業単位。キャリアはチップやウェーハを固定・保護し、搬送するもの。トレイはチップを並べて保持・搬送・保管するもの。ロードポートはウェーハ搬送システム。EFEM (Equipment Front End Module) はウェーハの搬送・処理を自動化するもの。ソーターは分類・仕分けするもの。

Ⅳ 部材ではガラス基板に注目

半導体用基板は樹脂が主流だが、ガラスが次世代材料として注目されている。欠点は強度だが、①膨張しない、②平坦、③物性が変わらない、などの利点がある。ガラス基板は27年後半から28年が実用化目標であり、企業によっては、評価段階まで進んでいるもよう。なお、基板大手のイビデン(4062)も全方位で研究をしている。大日本印刷(7912)は三井化学(4183)などと新光電工(6967、監理銘柄)に対して共同でTOB中であるが、新光電工とガラス基板でシナジーを求めていることを公言している。(高橋)

(図表4) ガラス基板の主な出展企業

コード	社名
5201	AGC
5214	日本電気硝子
7911	TOPPANHD
7912	大日本印刷

1月の
スケジュール

米新政権の動向が注目される

日付	曜日	国内		海外			
		時間	指標・イベント名称	時間	地域 指標・イベント名称	対象期	
1	水		元日		米・中・香・比 新年		
2	木			10:45	中国 財新製造業PMI	12月	
				17:30	香港 小売売上高	11月	
3	金						
4	土			0:00	米国 ISM製造業景気指数	12月	
6	月		大発会	10:45	中国 財新サービス業PMI	12月	
7	火	8:50	マネタリーベース	12月	19:00	ユーロ圏 消費者物価指数(速報値)	12月
					22:30	米国 貿易収支	11月
8	水			0:00	米国 ISM非製造業景気指数	12月	
				22:15	米国 ADP雇用統計	12月	
9	木			4:00	米国 FOMC議事録(12月17-18日分)		
10	金	14:00	景気動向指数	11月	22:30	米国 雇用統計	12月
13	月		成人の日				
14	火	8:50	経常収支	11月	22:30	米国 生産者物価指数(PPI)	12月
		14:00	景気ウォッチャー調査	12月			
15	水	15:00	工作機械受注(速報値)	12月	22:30	米国 消費者物価指数(CPI)	12月
16	木	8:50	企業物価指数	12月	22:30	米国 小売売上高	12月
17	金			0:00	米国 企業在庫・売上高	11月	
				22:30	米国 住宅着工件数	12月	
				23:15	米国 鉱工業生産指数	12月	
20	月	8:50	機械受注統計	11月	10:15	中国 LPR(貸出市場報告金利)	
						米国 キング牧師の日	
						米国 トランプ大統領就任式	
						スイス 世界経済フォーラム(ダボス会議)(~24日)	
21	火						
22	水						
23	木	8:50	貿易収支(速報値)	12月			
			日銀金融政策決定会合(~24日)				
24	金	8:30	全国消費者物価指数(CPI)	12月			
			日銀総裁定例記者会見				
25	土			0:00	米国 中古住宅販売件数	12月	
27	月						
28	火			0:00	米国 新築住宅販売件数	12月	
				22:30	米国 耐久財受注	12月	
					中国 旧正月関連休場(~2月4日まで連休)		
29	水	8:50	日銀金融政策決定会合議事要旨(12月18-19日分)		香港 旧正月(~31日まで連休)		
					フィリピン 旧正月		
30	木			4:00	米国 FOMC結果発表		
				19:00	ユーロ圏 GDP(速報値)	10-12月	
				22:15	ユーロ圏 ECB政策理事会結果発表		
				22:30	米国 GDP(速報値)	10-12月	
31	金	8:30	完全失業率・有効求人倍率	12月	10:45	中国 財新製造業PMI	1月
		8:30	都区部消費者物価指数(CPI)	1月	22:30	米国 個人消費支出・個人所得	12月
		8:50	鉱工業生産指数(速報値)	12月			

(注) 赤字は注目指標、緑字は中国関連指標、青字は休場、時間は日本時間。比 = フィリピン