



台湾:更なる高みに期待

ガイド・ジャンマッティ
RBC新興国株式チーム
ポートフォリオ・マネジャー

2024年4月

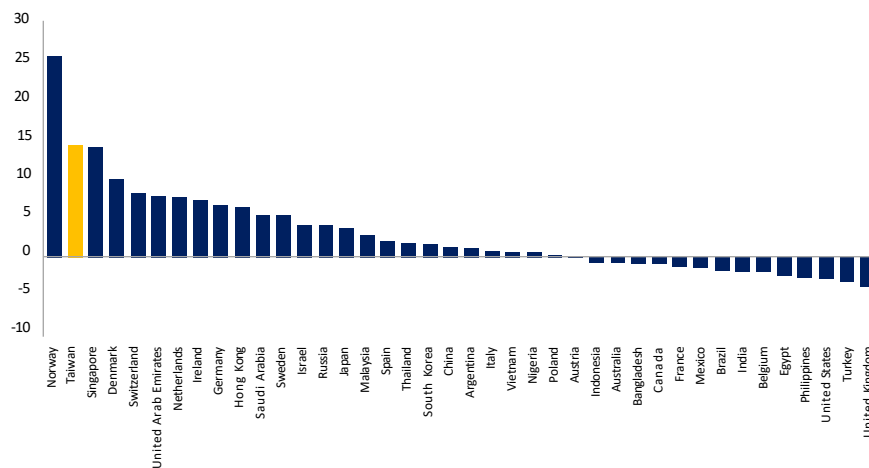
「直近20年間で、台湾の経常黒字は、GDP対比2%から14%まで拡大し、世界で2番目に高い水準となっています。これは台湾の競争力を反映しています。」

私が初めて台湾を訪れたときには、その数年後に一人当たりGDPが私の母国イタリアよりも高くなり、国際競争力やデジタル・イノベーションなど多様な分野で世界トップ10入りするようになるとは思っていませんでした¹。

直近20年間で、台湾の経常黒字は、GDP対比2%から14%まで拡大し、世界で2番目に高い水準（図1）となっており、台湾の革新力、卓越した製造力、何より大切な信頼性をベースとした競争力を反映しています。

一方で、桃園国際空港から台北市内へ移動の際に目にする649,300棟（市内全体の約70%）のビルは築30年以上²で、経済指標から想像される印象とは対照的です。開発速度は限定的で、直近5年間に竣工したのは、わずか25,000棟（全体の3%未満）です³。興味深いことに、人口の20%以上が65歳以上なのですが、古い建物にはエレベーターがないことが多く、高齢化が急速に進む中で問題となっています。投資先企業の経営を評価する際、質素儉約であることは重要な要素と考えますが、強力な事業を経営するCEOと面談した際に、その会社の勢いとオフィスビルの雰囲気がちぐはぐなものには驚きました！

図1: GDP対する経常黒字 国別ランキング (%)



出所: Bloomberg、2023年

1 IMD, World Economics Forum, World Digital Competitiveness ranking 2023.

2, 3 Taipei housing difficult for aging society: experts - Taipei Times.

台北の開発は1950、60年代に、中国本土から一時的な滞在のつもりで中国人が来たことで始まりました。中国本土への帰還を想定していたため、建物の美観や耐久性は重要視されませんでした。また、当時の台湾はまだ比較的貧しいものでした。

台湾で24社との会議を終え、ロンドンに戻るといくつかの疑問が浮びました。

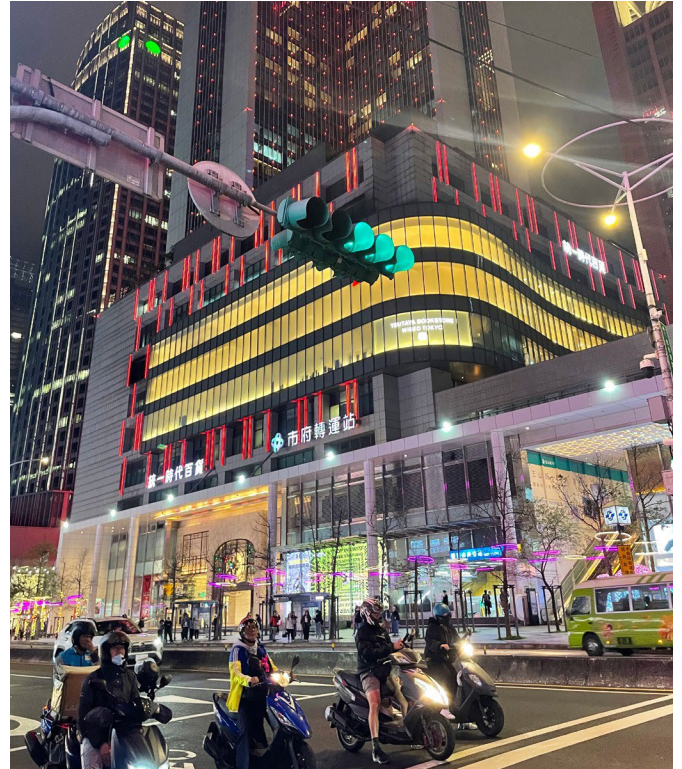
一つ目は、台北は台湾の人口の半分が居住し、台湾のビジネス、金融、テクノロジーの中心地ですが、今後、本格的な都市改造を受け入れて、台湾の産業的地位に見合った都市でいられるでしょうか。二つ目は、グローバル・サプライチェーンの様々な分野で中心的地位にある台湾ですが、これからは、その地位を更に高めたり、維持していくことができるのでしょうか。三つ目は、情報技術（IT）セクターの株価は、直近1年半においては非常に好調ですが、2024年以降も続くのでしょうか。台湾のITセクターは時価総額で見ると、新興国市場のITセクターの約3分の2を占めており、滞在した1週間、台湾のシリコンバレーである新竹を行ったり来たりし、IT業界の多くのキーパーソンと会談しました。

台北の都市改造は？

この一つ目の問いに対しては、既に動きがみられているため、答えは簡単です。訪問した企業の実に多くが、本社移転を進めています。経営陣が引き続き、質素倹約であるのは、評価すべき点ですが、一方で、新しいオフィスビルへ移転するという決定は強い自信の表れであり、従業員にとってもプラスとなります。この流れは、数年前、コロナ前から始まっていましたが、最近になってより顕著になってきています。新しく洗練された住宅やオフィスビル、商業施設、大きな公園が見られるようになりました。また、古い道路や橋は刷新され、クレーンや建設現場が至るところで見られました。例としては、台北101タワーや新しい金融センター、高級ショッピングモール、私たちが滞在したホテルのあったタワー周辺のマンション等です。ある意味では、台北101タワーの高さは、拡張していく台湾の自信を象徴していると言えるでしょう。

グローバル・サプライチェーンにおける台湾企業の今後の競争力は？

2つ目の問いに対しては、台湾企業の状況は困難な状況にありますが、これは成功の裏返しでもあります。直近10年間で、台湾は様々なセクターにおいてグローバル・サプライチェーンにとって必要不可欠な部分を担うようになりました。しかし、その役割の大きさこそが、企業（主に欧米企業）にとってリスクとなりうるため、台湾への依存度を下げたり、それができない場合は、依存度の高さから生まれるリスクを軽減させるような圧力が、かかるようになりました。そうしたリスクとは、地政学的リスク、また（ESGに関連した）評価リスクなどです。

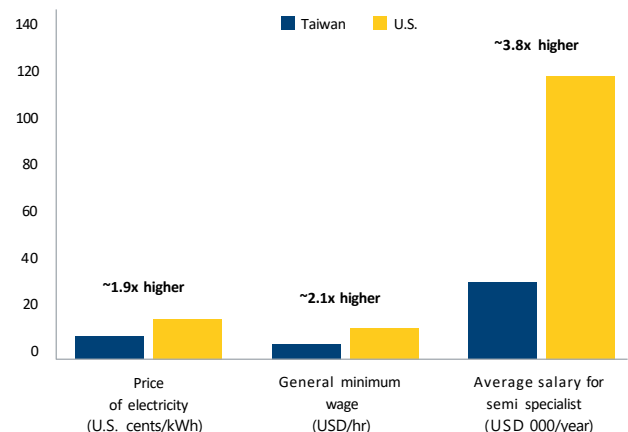


夜の台北

企業は、四半期の業績ばかり気にする短期的投資家から顧客まで、様々なステークホルダーの求めに応じながらバランスをとっていく必要があります。

地政学的リスクに関しては、多くの台湾企業が製造拠点の分散化に迫られており、その結果として、東南アジアや米国の拠点到に投資しています。こうした投資先における生産性と費用構造から見た競争力は、台湾や中国に劣り（図2）、これがリターンを希薄化させています。これまでのところ、台湾企業は付加価値の高い製品に移行することで、収益性を維持するのに成功してきました。しかし、今ある課題や既に高い水準に到達していることを踏まえると、今後も改善していくのは難しいと思われる。

図2: オペレーション・コスト比較 米国対台湾



出所: Goldman Sachs、2023年

ESG指標の測定、開示、改善もまたコストがかかるものです。台北での面談で聞いたところによると、ESG対応にかかる費用は簡単に販売価格に転嫁できるものではなく、これが収益性改善を阻む要因にもなっていると言われました。例えば、電力構成をみると、台湾は化石燃料に大きく依存しています。2023年の化石燃料の割合は、発電量の約80%、エネルギー消費量の95%以上です⁴。政府は、2025年末までに発電量の20%を再生可能エネルギーで賄い、2030年までに40%に引き上げるという野心的な計画⁵を掲げていますが、進捗はかなり遅れています。政府によるグリーン・インフラへの整備が実を結ぶまで、企業が選べる選択肢は少なく、高い再生可能エネルギーの利用、炭素クレジットの購入、自前の再生可能エネルギーの導入といったものしかありません。

台湾企業の強みは、その多くがいまだに家族経営で、長期的収益を優先させる点です。短期的には収益を犠牲にすることを厭わず、数年間は利益が上がらなくても、長期的に事業が拡大していく道を選びます。不透明な状況において、確かなものや法則を探りながら進んでいく「踏み石を探って川を渡る」という中国の言葉がありますが、この姿勢が台湾成功の礎となっています。それが今も変わらずにあるため、台湾は引き続き、上手く課題を乗り越えていくと確信しました。

ITの相場サイクルにおける現在の局面は？

3つ目の問いですが、ITセクターの今後を予測するには、短期的要因と長期的要因をバランス良く組み合わせなくてはなりません。長期的には成長を支える強力な構造的要因がありますが、在庫調整、需要、バリュエーション、投資家のポジショニングなどにより、引き続き、短期的な好不調を繰り返していくことでしょう。数多くのCEOと話をしたところ、現在のサイクルは長期化していますが、もうすぐピークに達するという見通しが強まりました。この理由は、主に3つあります。

第1に、前回までのサイクルと比較して、需要は限られており高い水準ではないということです。今回の視察を通して、今のITサイクルを最も牽引しているのは、AI需要であることが明らかになりました。一方で、ITセクター全体の収益に占めるAIの割合は10%未満にとどまると推定されています⁶。また、IT業界のキーパーソンと会談し、AIサーバーと従来型サーバーの「カニバリゼーション（共食い）」は、昨年だけの予算調整といった短期的なものではなく、今年も続くことが分かりました。つまり、当面の間、資本をどちらに配分するかという意思決定が問題としてつきまっています。また、コンシューマー・エレクトロニクスの需要は回復していますが、この要因は在庫にあります。直近2年間で早急な在庫解消が行われ、その規模は前回のサイクルよりも大きいものでした。一方で、消費者「実需」は依然として控えめです。

第2に、株価上昇の幅と期間は、過去20年間の上昇局面における平均上昇率を大きく上回っています。通常、半導体セクターの上昇は約12.5ヶ月続き、上昇率は平均で75%です。ハイテク株は2022年7月-9月期に底を打ったため、上昇局面は既に約15カ月続いており、結果、SOX株価指数（半導体企業で構成されるグローバル指数）は、底値から124%上昇しました⁷。こうした指標をみても、現在のサイクルは終盤に近づいているように思います。同時に、ITセクターの売上とEPS成長率がプラスに転じたのは、ごく最近です（2023年10月-12月期）。

第3に、好調な株価を受けて新興国市場のITセクターのバリュエーションは、長期平均を上回る水準にあります。

ハイテク株のサイクルは通常、利益に対して半年先行する形で高値また底値をつけます。今回のサイクルでは、底値はかなり早く、利益が底を打つ1年前に付けたため、高値も、利益が最高水準となる半年より前につく可能性があることを考慮しなくてはなりません。そうだとすると、サイクルのタイミングを完璧に予測するのは確かに難しいですが、上昇局面が続く中でも、このセクターに対するエクスポージャーを早めに減らすべきであるということになります。特に、今回のサイクルが前回のよりも弱含む可能性があることを踏まえると、これは検討に値すると思われる。

「台湾企業の強みは、その多くがいまだに家族経営で、長期的収益を優先させる点です。短期的には収益を犠牲にすることを厭わず、数年間は利益が上がらなくても、長期的に事業が拡大していく道を選びます。」

台湾が、数十年に渡り築き上げてきた経済システムを踏まえると、信頼性、競争力、信用力、誠実さという点で代替できる国はなく、総合的に見て台湾は、引き続きグローバル・サプライチェーンでの競争力を維持し続けるという確信を、今回の訪問を通じてもちました。特に、これは台湾企業が重視し長年強さを示し続けたテクノロジーのサプライチェーンに当てはまります。短期的にはこの関連株のパフォーマンスは好調に見えるかもしれませんが。

次の台湾訪問では多くの企業との面談が新オフィスビルで行われることを楽しみにしています。

4, 5 taipower.com.tw, as at August 2023.

6 IDC、2023年

7 Bloomberg、2024年

執筆者

ガイド・ジャンマッテイ

ポートフォリオ・マネジャー



RBCブルーベ이의RBC新興国株式チームでポートフォリオ・マネジャーを務める。現在は、台湾、中東欧のリサーチを担う。2010年入社以前、英国を拠点とする資産運用会社で新興国市場ポートフォリオ・マネジャー、株式アナリストとして、グローバル新興国市場戦略に特化した業務を行う。それ以前はグローバルな資産運用会社で証券アナリストとして勤務し、ジュニア・ポートフォリオ・マネジャーに昇格。1998年にイタリアで株式及びデリバティブのトレーダーとして投資業界でのキャリアをスタート。

ウィル・マクビーン

シニア・アナリスト



RBCブルーベ이의RBC新興国株式チームのアナリストで、ポートフォリオ・マネジャーと綿密に連携し、トップダウン・リサーチとボトムアップ・リサーチの両方を支える。同チーム内でのプロダクト・スペシャリストを経て、2022年より現職に従事。英国の年金業務でクライアント・ポートフォリオ・マネジャーを経て、英国の機関投資家顧客を担当するクライアント・ポートフォリオ・マネジャーとして2019年に入社。投資業界には、2015年より資産運用調査会社のアナリストとして従事。



RBC BlueBay
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	マーキング債	バレンゴッド・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上