



台湾：3年目も好調を維持するか？

ガイド・ジャンマッティ

RBC新興株式チーム
ポートフォリオ・マネジャー

2025年7月

“企業経営陣との議論の中で、
昨年の訪問時と比べてセンチメントに大きな変化が見られました。”

台湾への調査出張から戻りました。今回の訪問では、私たちが投資する企業と会合を行うとともに、新たな投資アイデアを収集しました。台湾市場は過去2年間（2023年と2024年）において新興株式市場の中で際立ったパフォーマンスを見せましたが、2025年が3年目の好調を記す年となるかはまだ分かりません。

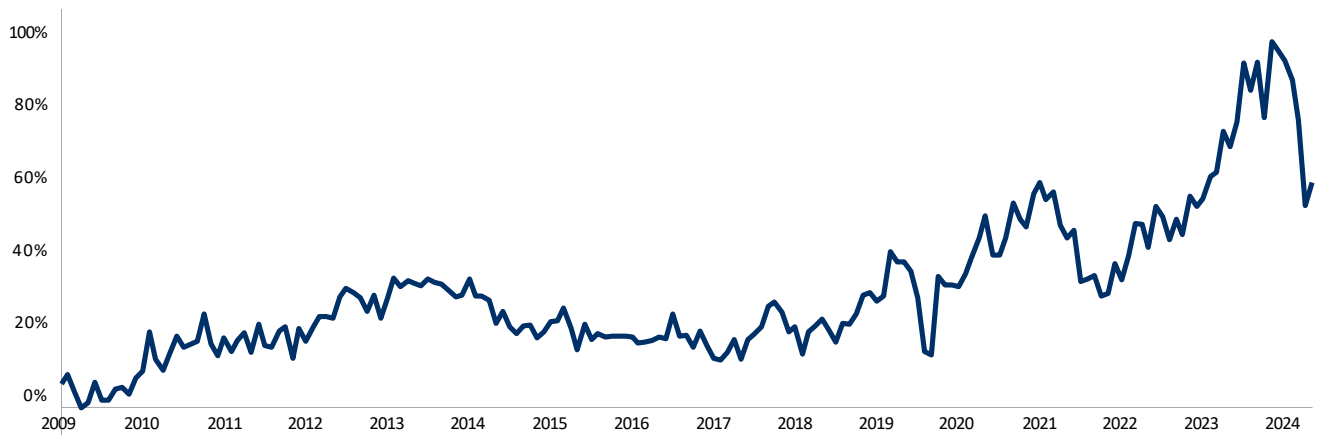
予想通り、多くの会議は台湾のシリコンバレーと呼ばれる新竹で行われました。企業経営陣との議論の中で、昨年の訪問時と比べてセンチメントに大きな変化が見られました。2024年には、多くのテクノロジー企業が慎重な姿勢を取っていました。AI主導の需要が増加していたものの、収益の比較的小さな部分を占めるに留まり、一般消費者向け電子機器は依然として低迷し、わずかな在庫補充を除けば明確な回復の兆しが見られない状況でした。

しかし、今年は雰囲気ははるかに楽観的でした。トランプ氏の「解放の日」演説や、関税の発表がこのセンチメントをやや冷やした可能性はあるものの、私が会った経営陣は楽観的な見通しを示し、その理由として以下の2つの重要な要因を挙げました。第一に、AI市場の急速な拡大により、多くの企業で収益機会が大幅に増加したこと。第二に、特に中国市場において2020年以来となるスマートフォンやPCの買い替えサイクルが始まるなど、消費者向け電子機器の回復の初期兆候が見られることです。



VoltronicのCEOとのミーティング

図表1: MSCI新興国インデックスに対するMSCI台湾インデックスのP/Bの推移



出所: MSCI、Datastream、UBS、2025年3月

この楽観的な見方にもかかわらず、MSCI台湾指数のパフォーマンスは新興国市場全体を下回っています。2025年初頭、台湾の株価純資産倍率（P/B）はMSCI新興国株式指数に対して過去最高を記録し、バリュエーションがファンダメンタルズから乖離し、割高になっていることを示していました（図表1参照）。この傾向は、台湾を含む世界のITセクター全体で見られるものでした。台湾はAIハードウェアのサプライチェーンの大部分を抱えており、ITセクターが市場全体の時価総額の85%を占めています¹。その後、市場の調整が進み、バリュエーションはより適正な水準に戻りました。しかし、短期的には依然として課題が残っていると考えています。

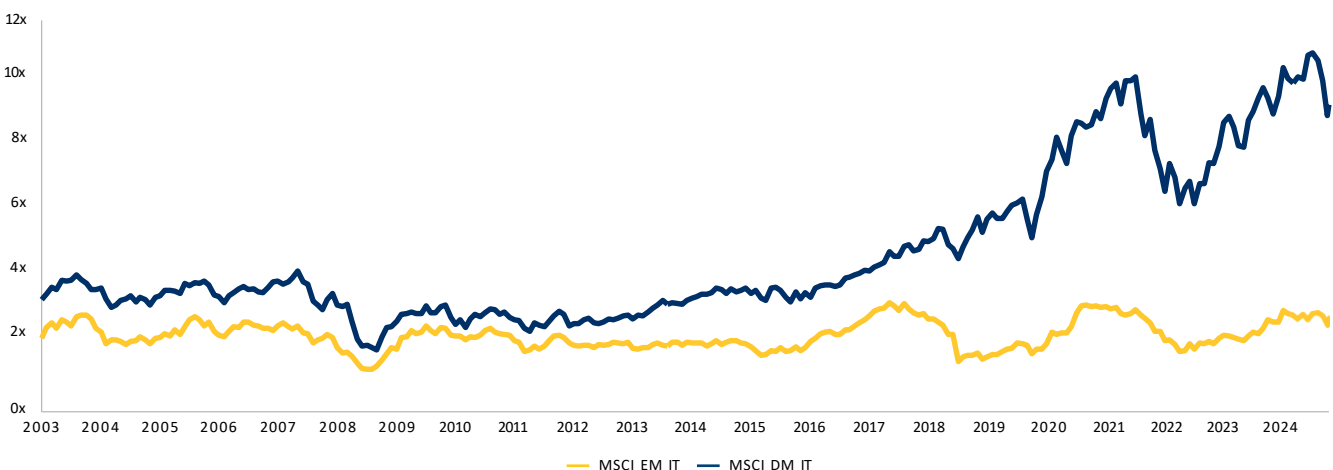
主な逆風の一つは、米国のテクノロジー株が低迷したことです。これは台湾を含む世界のIT市場に広範な影響を及ぼしました。新興市場のIT企業は現在、より適正なバリュエーションで取引されており、米国企業に比べて大幅な割安感があります（図表2参照）。しかし、ITはグローバルなセクターであるため、米国市場のさらなる悪化があれば、新興市場のテック株もその影響を免れることは難しいでしょう。

もう一つの課題は、AIハードウェアサイクルの発展に起因したものです。AIのような新しい技術サイクルの初期段階では、ハードウェアが重視され、新製品が数カ月ごとに定期的に生産されます。これは主にハードウェアを生産する台湾のIT産業にとって非常に収益性が高まる状況を生み出しました。しかし、新製品の開発ペースはやがて減速し、ハードウェア投資の価値を最大化する方向へと重心が移ります。そのため、サイクルが進むにつれて、ソフトウェア、クラウドサービス、ITサービスといった分野に焦点が移ります。これらの分野では台湾の優位性はそれほど顕著ではありません。

さらに、バリュエーションは依然として高水準にあり、利益予想はまだ修正されていません。歴史的に見て、テクノロジー分野で最も魅力的な投資機会は、利益予想が下方修正され、バリュエーションが正常化した後に現れる傾向がありますが、これはまだ実現していません。

構造的な観点では、長期的にこのセクターを支える進展も見られます。AIインフラ市場は、主に大規模なハイパースケーラーといった、より少数で影響力のある顧客に集約されつつあります。

図表2: MSCI新興国（EM）、MSCI先進国（DM）のITセクターのP/B推移



出所: MSCI、Datastream、UBS、2025年1月

¹ MSCI、2025年4月

データセンターはハードウェア成長の主要な原動力となり、現在では世界の半導体需要の5分の1を占めています（図表3参照）。消費者向け電子機器市場では、数百万の小さな顧客層の動向により短期的な需要の変動が生じますが、ハイパースケーラーは広範で戦略的な投資計画を持っており、長期的な需要見通しを得ることができます。さらに、過去10年間でテクノロジー・サプライチェーン全体で大規模な統合も進み、供給側の規律が強化されました。

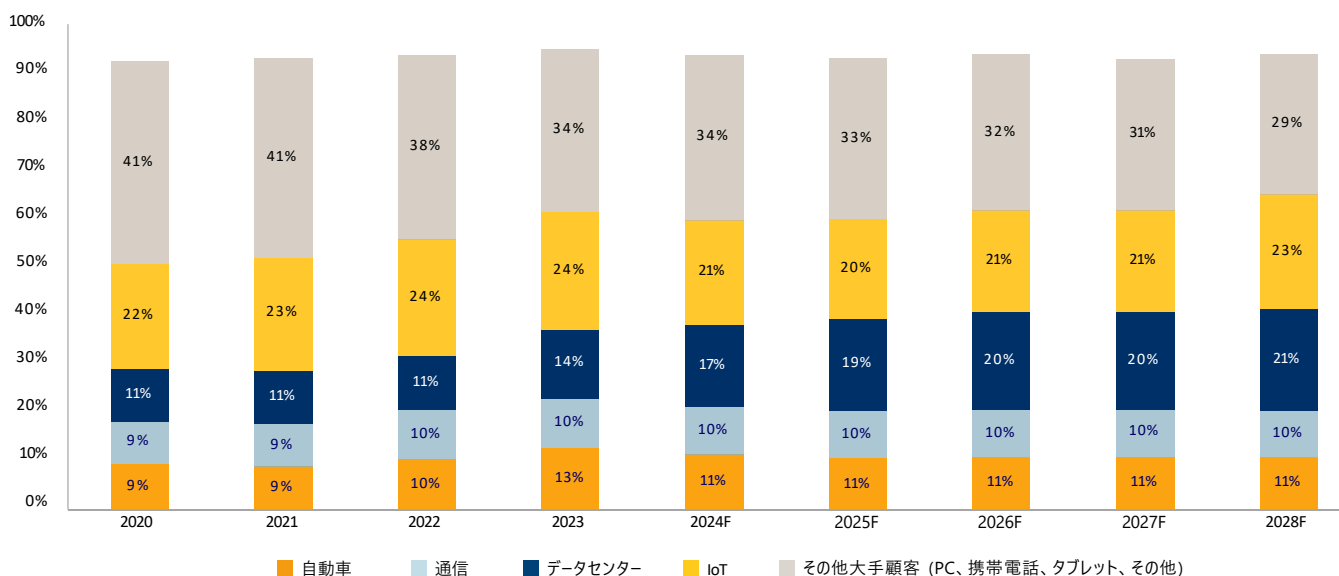
さらに、製品の複雑性が高まったことで、サプライチェーンはハイパースケーラーと上流サプライヤー間の深い統合と緊密な協力関係によって特徴づけられるようになっていきます。これにより、製品サイクルに対する可視性が向上し、在庫水準が低下する結果につながっています。

“データセンターはハードウェア成長の主要な原動力となり、現在では世界の半導体需要の5分の1を占めています。”

これらの需要や市場構造における好ましい進展にもかかわらず、2024年に世界のITセクターの収益性がピークに達した可能性があることを認識することが重要です。業界の成長は続くと考えられますが、いくつかの要因により、過去ほどの利益率は期待できないかもしれません。まず、過去2年間に見られたハードウェアへの多額の資本投資や、それに伴う製品革新のスピードが再現される可能性は低いと考えています。また、新興市場の企業による海外展開、特に米国での展開から得られるリターンが低下することも予想されます。さらに、中国が進める半導体の自給自足への取り組みは、中国以外のテクノロジー企業にとって、市場規模全体の縮小や長期的な競争の激化といった負の影響をもたらす可能性があります。

これらの要因を総合的に考慮すると、台湾株式は短期的にさらなる調整局面に直面する可能性があります。割高なバリュエーション、世界的なテックセクターの弱含み、そして成熟しつつあるAIハードウェアサイクルの組み合わせは、慎重な姿勢を取るべきタイミングを示唆しています。この調整期間が循環的なものか、より構造的な性質を持つものかはまだ明確ではありませんが、私たちは台湾のテクノロジー株およびITセクター全般においてアンダーウェイトの立場を取ることにしました。

図表3: 用途別のグローバル半導体需要



出所: IDC、2025年5月

執筆者

ガイド・ジャンマッティ

ポートフォリオ・マネジャー



RBC GAMのRBC新興国株式チームにおいて、ポートフォリオマネージャー兼リサーチ責任者を務めています。現在、台湾および中東欧地域のリサーチを担当しています。2010年にこのチームに加わる前は、英国に拠点を置く資産運用会社で新興国株式のポートフォリオマネージャーおよびアナリストとして勤務していました。それ以前には、グローバル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ージャーに昇進しました。1998年にイタリアで株式およびデリバティブトレーダーとして投資業界でのキャリアをスタートさせました。



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なく、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（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、英国金融行動監視機構（FCA）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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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詳しくは、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あり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た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十分にお読みいただき、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