

台股投資策略

美中關稅戰雖暫時停火，但經濟艱難戰役卻還在後頭

焦點內容

1. 美對中調降後的最新關稅仍高，很難期待雙方貿易能恢復正常。
2. 晶片關稅與全球對等關稅尚未定案，意味政策不確定性仍高。
3. 關稅政策反覆已嚴重影響終端需求並有下修風險。

重要訊息

美中互降關稅雖屬短期利多，但調降後的稅率仍高、全球關稅戰的不確定性仍高、終端需求下修的風險仍高，這三者均預告經濟艱難的戰役還在後頭。

評論及分析

川普關稅政策反覆主導今年以來台股表現。川普關稅政策反覆使台股今年上半年行情上沖下洗，先是急跌 6,600 點(跌幅 28%)，接著急彈 4,400 點(漲幅達 25%)。展望未來，儘管美中互降關稅有利投資氣氛好轉，但調降後的關稅稅率仍高、全球關稅戰的不確定性仍高、終端需求下修的風險仍高，這三者均預告經濟艱難的戰役恐才要開始，最終影響指數上檔空間。

美對中調降後的最新關稅仍高達 37.5%以上，很難期待雙方貿易能恢復正常。美中雙方意外達成協議，互相降低關稅並維持 90 天。在這段期間，美國對中國進口商品的關稅雖有所減少，但實際最新稅率仍達到 37.5%至 55.0%。這樣的高稅率對於一般代工產業而言，仍然是無利可圖，因此很難期待美中雙方能夠恢復正常貿易。

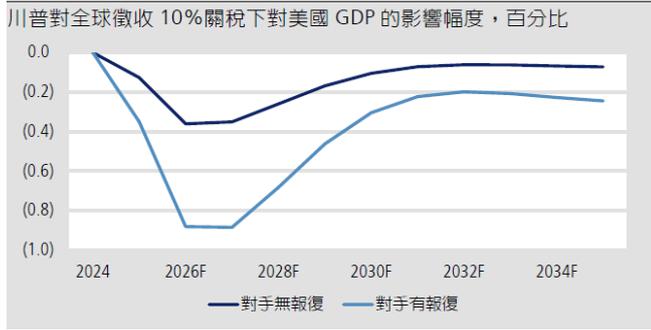
晶片關稅與全球對等關稅尚未定案，意味政策不確定性仍高。雖然美中關稅戰暫時停火，但對台股最關鍵的晶片關稅與對等關稅至今尚未定案，意味著關稅的不利因素仍未完全消除。儘管台廠在晶片關稅下具有一定的轉嫁能力，但美國客戶將關稅成本轉嫁給消費者所導致的需求疲弱，將會間接影響最終訂單。即使英國和中國陸續與美國達成某種程度的貿易協議，市場樂觀預期全球對等關稅稅率應會落在 10%至 30%之間，遠低於解放日宣布的 20%至 50%，但這樣的稅率仍將對經濟造成顯著衝擊。根據彼得森國際經濟研究所的估計，如果川普對全球各國徵收 10%的關稅，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 0.4%至 0.8%，並且這種衝擊將持續三年。

關稅政策反覆已嚴重影響終端需求並有下修風險。雖然因關稅提前拉貨，使得台股上半年營運淡季不淡，但這也導致下半年旺季不如預期。同時，上下半年的利多與利空因素相互抵消後，使得台股成分股今明兩年的盈餘展望自今年 3 至 4 月起便出現下修。儘管下修幅度微小，僅約 2%，但若考量後續關稅戰對需求的衝擊，以及台幣升值對競爭力與盈餘的衝擊後，接下來台股盈餘展望很可能進一步下修，從而壓抑指數表現。除此，台股盈餘與美國經濟呈高度連動，每當經濟顯著放緩則台股盈餘均難逃衰退；每當經濟深度衰退則盈餘至少腰斬。

投資建議

美中互降關稅雖屬短期利多，但調降後的稅率仍高、全球關稅戰的不確定性仍高、終端需求下修的風險仍高等，這三者均預告經濟艱難的戰役還在後頭。我們研判台股目前為短多中空格局，短期的壓力與支撐各為 22,000 點與 20,000 點，而中期空頭的底部並未見到。建議往需求具有韌性的 AI 股為布局重點，並避開需求有下修風險的族群，諸如 PC、手機、消費性電子、成衣、製鞋、自行車等。

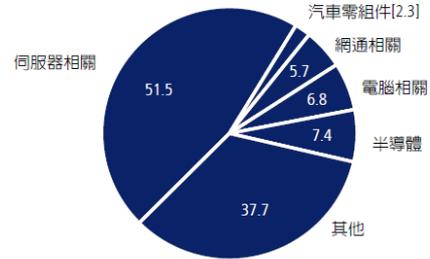
圖 1: 川普對全球徵收 10%關稅下，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達 0.4~0.8%，並且這種衝擊將持續三年



資料來源：彼得森國際經濟研究所(PIIE)；凱基整理

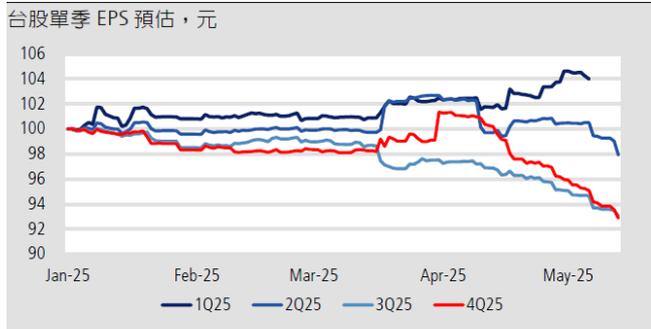
圖 2: 台灣 2024 年出口至美國金額達 1,163 億美元，假如 10%關稅由台廠自行吸收，估計盈餘衝擊幅度將達 10%

2024 年台灣出口至美國之前五大產品，10 億美元



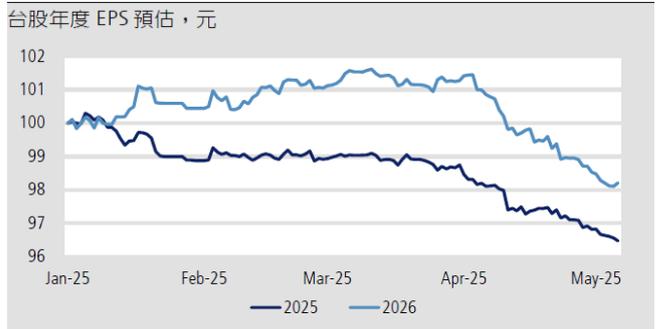
資料來源：台灣經濟部；凱基整理

圖 3: 關稅提前拉貨雖使得台股上半年淡季不淡，惟卻因此導致下半年旺季不旺



資料來源：Bloomberg；凱基整理
附註：EPS 預估以 2025/1/1 為基期 100

圖 4: 綜合考量上下半年的利多與利空後，台股成分股今明年兩年的盈餘展望已自今年 3 至 4 月出現下修



資料來源：Bloomberg；凱基整理
附註：EPS 預估以 2025/1/1 為基期 100

圖 5: 台股指數與盈餘展望呈高度連動，倘若未來盈餘展望進一步下修，將會壓抑指數表現



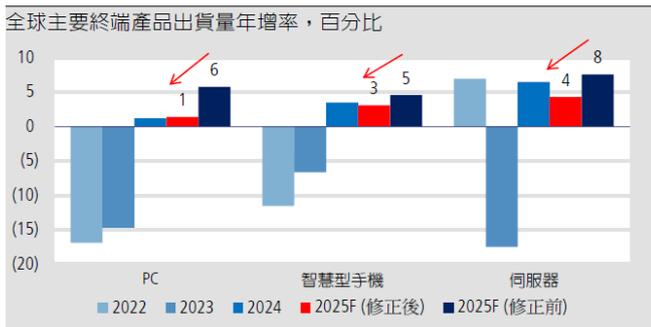
資料來源：Bloomberg；凱基整理
附註：EPS 預估以 2006 年 1 月為基期 100

圖 6: 台股盈餘與美國經濟呈高度連動，每當經濟顯著放緩，台股獲利均難逃衰退；若深度衰退則獲利至少腰斬



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7: 因應關稅的不確定性，我們已陸續下修科技終端產品的出貨預估，惟若經濟陷入衰退則還有下修風險



資料來源：凱基整理與預估

圖 8: 川普貿易政策的不確定性將會持續壓抑市場風險偏好



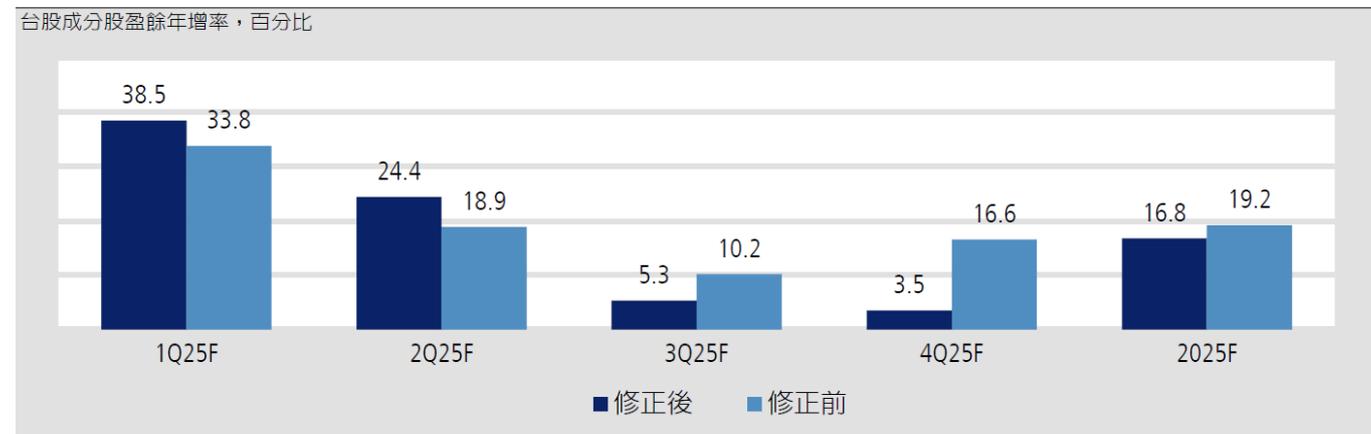
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 9：台股成分股預估獲利與評價

P/E (X)	2021	2022	2023	2024	2025F
台股	17.8	18.5	26.0	18.5	15.9
台股(扣除台積電)	13.2	16.0	23.8	16.9	15.3
電子股	25.5	22.7	28.7	21.3	17.4
電子股(扣除台積電)	17.3	20.2	26.6	20.5	17.7
台積電	43.4	25.5	30.9	22.1	17.0
EPS growth (%)	2021	2022	2023	2024	2025F
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.5	16.8
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	40.8	10.9
電子股	51.7	12.2	(20.9)	34.8	22.4
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	29.8	15.4
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	30.0

資料來源：凱基整理與預估

圖 10：台股首季財報非常優異，惟下半年或年度展望則普遍下修



資料來源：凱基整理與預估

圖 11：台股指數預估矩陣

台股指數，點	目標PE (x)								
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
(20)	9,400	10,340	11,280	12,220	13,160	14,100	15,040	15,980	16,920
(10)	10,575	11,632	12,690	13,747	14,805	15,862	16,920	17,977	19,035
(5)	11,162	12,278	13,395	14,511	15,627	16,743	17,860	18,976	20,092
0	11,750	12,925	14,100	15,275	16,450	17,625	18,800	19,975	21,150
10	12,925	14,217	15,510	16,802	18,095	19,387	20,680	21,972	23,265
15	13,512	14,863	16,215	17,566	18,917	20,268	21,620	22,971	24,322
20	14,100	15,510	16,920	18,330	19,740	21,150	22,560	23,970	25,379

資料來源：凱基整理與預估

圖 12：推薦個股

公司名稱	代碼	投資評等	目標價 (元)	市值 (US\$mn)	股價 (元)	漲跌幅 (%)	每股盈餘 (元)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
							2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
廣達	2382 TT	增加持股	325.0	35,086	276.5	17.5	18.05	23.34	15.3	11.8	5.1	4.7	34.3	41.1	5.2	6.7
緯創	3231 TT	增加持股	135.0	10,887	114.5	17.9	8.47	10.21	13.5	11.2	2.2	2.0	17.1	18.4	4.4	5.3
奇鋐	3017 TT	增加持股	725.0	7,766	609.0	19.0	36.26	45.78	16.8	13.3	6.5	5.2	43.2	43.4	2.8	3.6
金像電	2368 TT	增加持股	282.0	3,652	226.0	24.8	16.01	19.15	14.1	11.8	4.3	3.4	33.2	31.8	3.5	4.2
中信金	2891 TT	增加持股	46.0	26,213	40.6	13.3	3.80	4.09	10.7	9.9	1.6	1.4	15.5	14.7	5.7	6.2
玉山金	2884 TT	增加持股	34.0	15,607	29.7	14.5	1.84	1.94	16.1	15.3	1.7	1.5	11.0	10.3	4.5	4.7
統一	1216 TT	增加持股	92.0	14,653	78.5	17.2	4.32	4.86	18.2	16.2	3.1	2.9	17.7	18.7	3.8	4.0
長榮航太	2645 TT	增加持股	155.0	1,354	110.0	40.9	5.15	7.24	21.4	15.2	3.1	3.0	14.5	20.1	4.2	5.9

資料來源：凱基整理與預估

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。