

台股投資策略

近期的獲利下修恐怕僅是序曲

焦點內容

1. 美國是否介入本次中東戰爭將攸關股市短期表現。
2. 台股本波中期強彈恐已逼近尾聲。
3. 第 3 季主攻防禦性配置，第 4 季攻勢轉換並分批建立 AI 相關部位。

重要訊息

以伊(以色列與伊朗)軍事衝突擴大中止台股本波反彈行情。

評論及分析

美國是否介入本次中東戰爭將攸關股市短期表現。過去一周台股中止反彈並陷入整理，主要反映以伊軍事衝突擴大導致國際資金調節台股。展望未來，我們認為美國是否介入本次中東戰爭將攸關股市表現。回顧二次世界大戰以來共 22 次國際重大戰爭或恐攻事件對股市衝擊的經驗，倘若美國捲入則容易引發股市較大的修正；若美國置身事外則股市通常波瀾不驚。同時，倘若美國捲入則股市往往需要較長時間消化；若美國置身事外則股市均可快速收復失土。過去這 22 次重大戰爭或恐攻事件當中，美國直接涉入者包含珍珠港事件、北韓入侵南韓、古巴危機、兩次越戰、伊拉克入侵科威特、美國 911 事件、敘利亞轟炸等，當時股市(以 S&P500 指數為例)的最大衝擊幅度達到 2~20%，同時需要 18~307 天才能收復失土。

台股本波中期強彈恐已逼近尾聲。台股自 4 月下旬以來的強彈行情主要來自三大催化劑，包含關稅戰緩解、AI 需求強勁以及國際熱錢追逐台幣升值所外溢出來的資金行情。但我們認為，上述三項催化劑除了相當程度被定價之外，也開始出現轉向，推估台股應很難再有太大的上漲空間。

根據耶魯大學預算實驗室 (Yale Budget Lab) 的估計，美國最新的關稅有效稅率可能已從 4 月 2 日宣告的 25% 峰值降至目前的 18%，關稅戰的緩解確實推升本波股市迎來強彈行情。然而市場卻輕忽關稅戰對經濟的衝擊才正要開始，因為這樣的稅率不僅是 1934 年以來的新高水準，這也將對經濟造成顯著衝擊。根據彼得森國際經濟研究所 (PIIE) 的估計，10~20% 的關稅將使美國 GDP 減損 0.9~1.8 個百分點，通膨率將增加 1.1~2.2 個百分點，預告停滯性風險的機率正在升高。

儘管 AI 需求強勁是不爭的事實，然而本波強彈確實也推升相關供應鏈的股價與評價普遍來到高檔區。

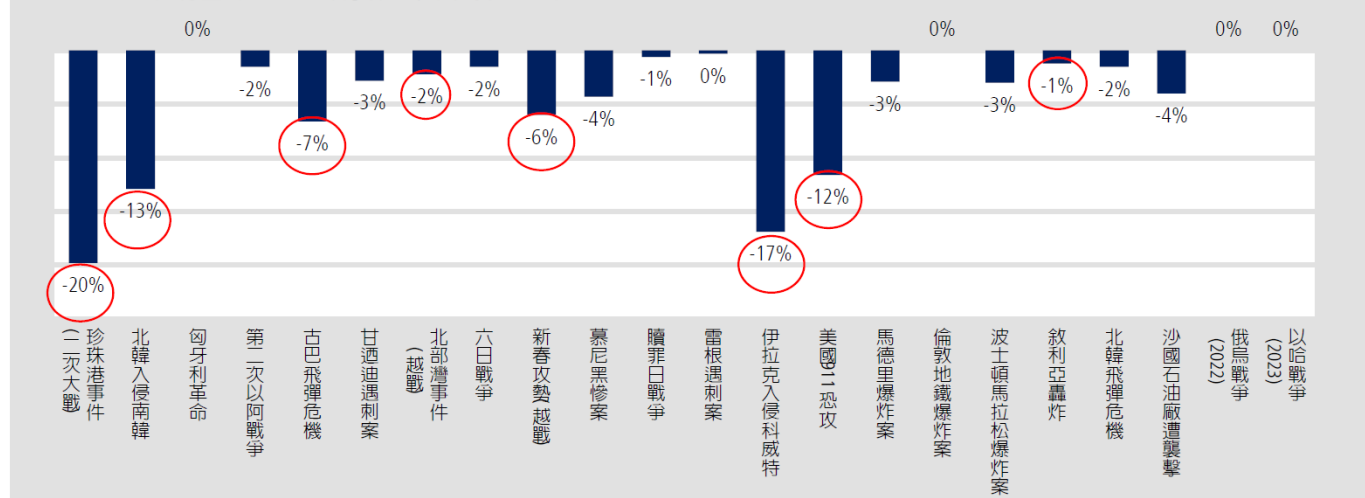
最後，台幣(兌美金)升值所外溢的資金行情恐怕已逼近尾聲，因為台幣本波最大升幅已達 10.7%，逼近過往波段升幅滿足點(升幅約 8~12%)，加上近期地緣政治風險增溫，這預告台幣本波段升幅恐逼近末段，連帶衝擊資金行情的延續性。

投資建議

台股自 4 月下旬以來的強彈行情主要來自三大催化劑，包含關稅戰緩解、AI 需求強勁以及國際熱錢追逐台幣升值所外溢出來的資金行情。但我們認為，上述三項催化劑除了相當程度被定價之外，也開始出現轉向，由此研判台股本波反彈已達強弩之末。建議投資者第 3 季需避開估值過熱和系統性風險，並以防禦性配置為主。第 4 季進行分批逢低布局才是上策。

圖 1：回顧國際重大戰爭或恐攻對股市衝擊的經驗，若美國被捲入則容易引發股市較大的修正；若美國置身事外則股市通常波瀾不驚

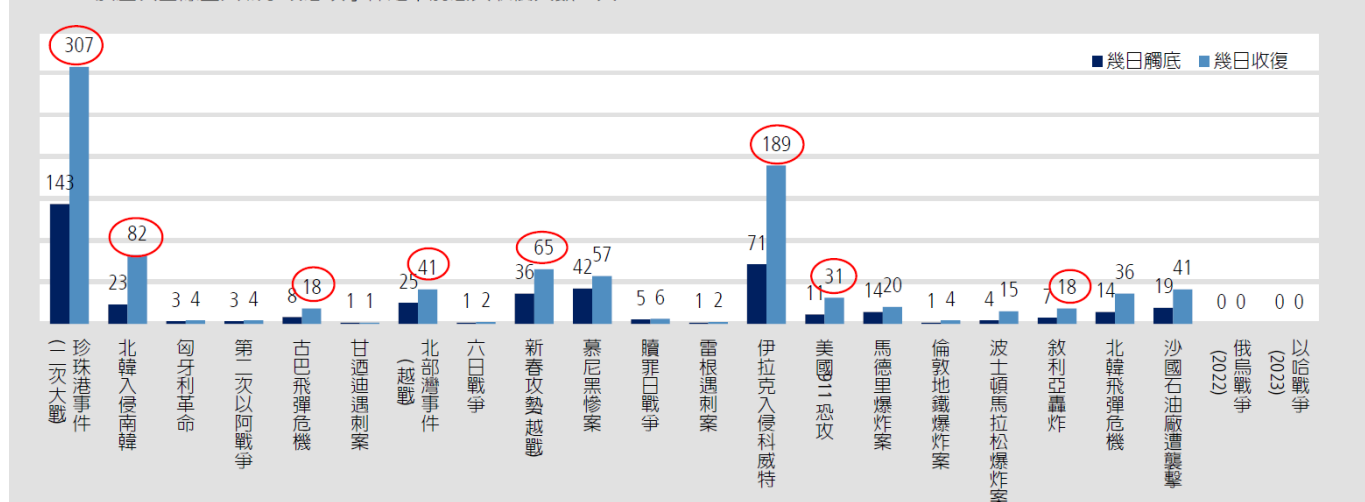
S&P 500 於歷次國際重大戰爭或恐攻事件之下跌幅度，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 2：回顧國際重大戰爭或恐攻對股市衝擊的經驗，若美國被捲入則往往需較長時間消化；若美國置身事外則股市可快速收復失土

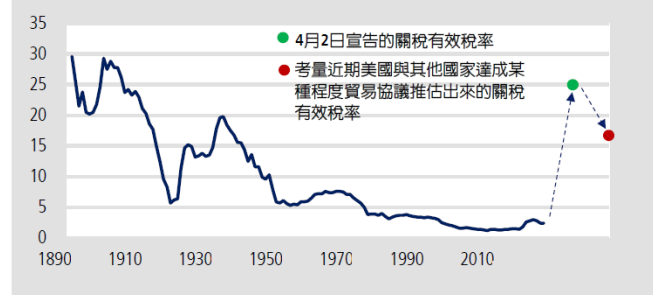
S&P 500 於歷次國際重大戰爭或恐攻事件之下觸底與收復天數，天



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 3：美國最新關稅有效稅率可能已從 4 月 2 日宣告的 25% 峰值降至目前的 18%，關稅戰緩解為推升台股強彈的原因之一

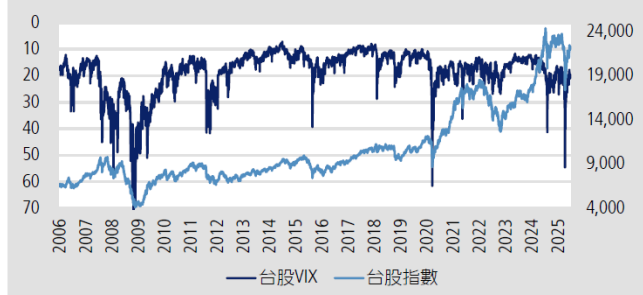
美國關稅有效稅率，百分比



資料來源：耶魯大學預算實驗室 (Yale Budget Lab) ; 凱基整理

圖 4：台股 VIX 恐慌指數處在長期低位，意味市場過於輕忽關稅風險，尤其是關稅對經濟的衝擊

台股 VIX(倒置)，點(左軸)；台股指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg ; 凱基整理

圖 5: 川普對全球普徵 10~20%關稅，美國 GDP 最大衝擊將達 0.9~1.8 個百分點

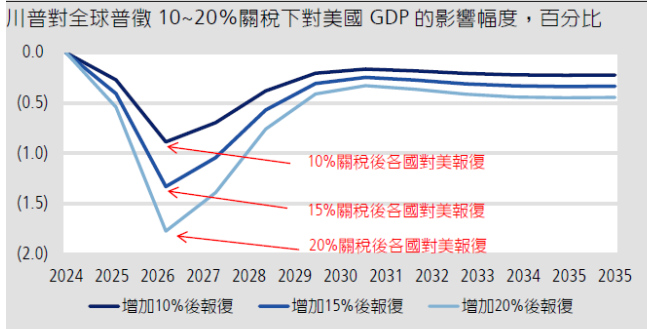


圖 6: 川普對全球普徵 10~20%關稅，美國通膨將增加 1.1~2.2 個百分點

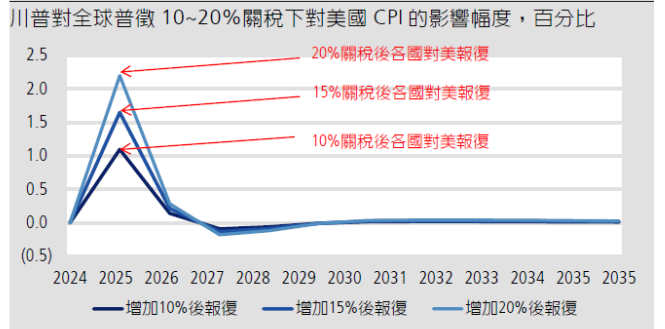


圖 7: 外資 4 月下旬以來快速回補台股約 2,400 億元，部分反映國際熱錢追逐台幣升值所外溢出來的資金行情

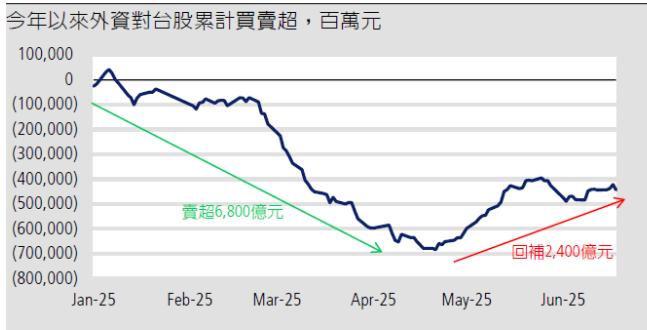


圖 8: 台幣本波最大升幅達 11%，逼近過往波段升幅滿足點，加上地緣政治風險增溫，預告台幣升值的資金行情恐接近尾聲

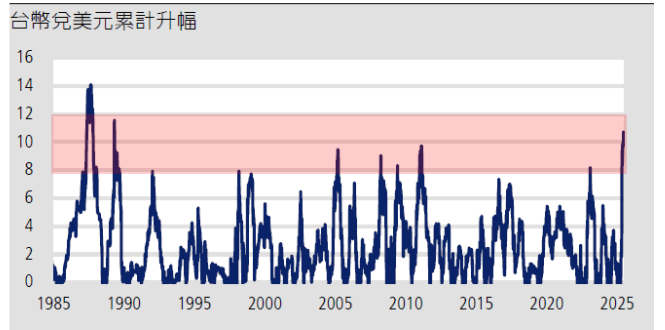


圖 9: 台股各族群預估獲利與評價

科技股	獲利年增率(%)					預估PE(倍)	
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
伺服器EMS	(1.7)	3.7	24.8	21.4	27.8	14.7	11.0
散熱	34.5	20.5	54.0	69.5	28.7	19.7	14.7
電源供應器	15.1	2.4	(1.7)	26.5	17.3	19.9	17.0
ABF	102.5	(68.1)	(70.1)	140.2	75.5	22.3	12.2
光通訊	-	63.4	20.5	139.6	-	20.4	-
IC設計服務	94.8	5.3	29.9	5.1	51.1	34.8	24.0
網通PCB	56.1	(22.8)	59.1	40.2	19.6	16.6	13.9
網通	77.3	15.2	15.3	51.1	-	15.0	-
銅箔基板	(7.7)	8.2	74.5	42.1	8.3	21.4	19.8
一線晶圓代工	70.4	(17.5)	39.9	26.5	17.0	18.4	15.8
二線晶圓代工	56.3	(30.1)	(22.6)	(13.4)	9.5	14.6	13.4
手機零組件	11.4	(40.3)	44.0	8.1	8.0	11.0	9.7
電信	2.6	13.7	13.6	7.1	2.7	27.1	26.4
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	29.8	12.1	11.1	15.9	14.7
手機EMS	(26.5)	4.1	7.4	(5.4)	9.8	12.6	11.5
雲端數位	16.3	17.1	13.1	22.8	16.7	19.0	16.2
非科技股	獲利年增率(%)					預估PE(倍)	
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
水泥	(50.7)	8.4	27.9	(6.7)	17.7	17.3	14.2
食品	(13.6)	6.8	12.7	18.7	12.4	18.0	16.0
塑化	(62.6)	(51.0)	(80.8)	20.6	74.0	49.5	23.3
成衣加工	32.1	(11.0)	17.3	(0.9)	4.9	15.5	14.9
製鞋	100.0	(45.2)	18.0	(9.1)	5.4	21.1	20.0
汽車零組件	113.5	25.1	44.3	15.3	9.6	10.8	9.6
工業自動化	5.2	(14.2)	6.6	11.0	18.1	26.1	20.9
自行車	(12.7)	(44.8)	(88.9)	813.6	20.6	13.6	11.3
貨櫃航運	19.7	(94.4)	631.6	(52.2)	(15.0)	8.7	11.8
鋼鐵	(75.4)	(89.0)	(41.0)	562.0	50.2	52.2	25.3
觀光	(46.5)	176.4	2.7	7.7	16.0	12.9	10.7
餐飲	(40.3)	144.6	(11.9)	24.1	21.5	15.6	12.6
航太	127.3	26.8	(0.3)	(3.7)	23.1	22.4	17.9
航空	(37.8)	185.5	52.7	(29.1)	(40.2)	11.1	19.8
重電	30.4	23.3	67.9	14.0	(4.0)	24.3	20.5
綠能	56.9	85.5	26.8	101.7	42.3	21.9	12.1

資料來源：凱基整理與預估

圖 10：台股成分股預估獲利與評價

稅後淨利 (10億元)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
台股	3,917	3,771	2,682	3,769	4,402	4,851
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,595	2,918	3,115
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	2,768	3,247
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,284	1,511
台積電	597	1,017	838	1,173	1,484	1,736
盈餘年增率 (%)						
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.5	16.8	10.2
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	40.8	12.4	6.7
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	23.1	17.3
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	19.4	17.6
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	26.5	17.0
P/E (x)						
台股	18.1	18.8	26.4	18.8	16.1	14.6
台股(扣除台積電)	13.1	15.8	23.5	16.7	14.9	13.9
電子股	26.2	23.4	29.5	22.3	18.1	15.4
電子股(扣除台積電)	17.3	20.2	26.5	21.2	17.8	15.1
台積電	45.9	26.9	32.6	23.3	18.4	15.8

資料來源：凱基整理與預估

圖 11：推薦個股

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	漲跌幅	每股盈餘		本益比		股價淨值比		淨值報酬率		現金殖利率	
				(元)	(US\$mn)	(元)	(%)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
高股息且低估值	聯發科	2454 TT	增加持股	1700.0	67,660	1250.0	36.0	72.29	85.05	17.3	14.7	5.1	4.7	29.2	33.1	5.4	5.8
	統一	1216 TT	增加持股	92.0	14,959	77.9	18.1	4.32	4.86	18.0	16.0	3.1	2.9	17.7	18.7	3.9	4.1
	統一超	2912 TT	增加持股	300.0	9,030	257.0	16.7	11.98	13.51	21.4	19.0	5.9	5.3	28.4	29.4	3.5	3.5
	中信金	2891 TT	增加持股	45.0	28,523	43.0	4.8	3.32	3.95	12.9	10.9	1.6	1.4	13.5	13.8	4.9	5.6
	玉山金	2884 TT	受法規限制未評等	N.A.	17,190	31.8	N.A.	1.84	1.94	17.2	16.4	1.8	1.6	11.0	10.3	4.2	4.4
	華碩	2357 TT	增加持股	800.0	17,144	683.0	17.1	53.29	54.46	12.8	12.5	1.8	1.8	14.4	14.3	6.2	6.4
AI供應鏈	世芯-KY	3661 TT	增加持股	4020.0	7,651	2800.0	43.6	75.82	129.66	36.9	21.6	5.2	4.4	14.5	21.7	1.4	2.3
	旺矽	6223 TT	增加持股	1005.0	2,761	867.0	15.9	33.40	40.34	26.0	21.5	7.2	5.4	30.2	28.5	2.1	2.5
	日月光	3711 TT	增加持股	168.0	21,597	144.5	16.3	10.29	12.96	14.0	11.2	1.8	1.7	13.2	15.4	3.1	4.2
	鴻海	2317 TT	增加持股	205.0	73,003	155.5	31.8	12.85	14.46	12.1	10.8	1.2	1.2	10.6	11.3	4.4	4.9
	廣達	2382 TT	增加持股	320.0	36,485	279.5	14.5	17.75	19.82	15.7	14.1	4.6	4.3	29.9	31.4	5.1	5.7
	緯創	3231 TT	增加持股	135.0	12,593	118.5	13.9	8.47	10.21	14.0	11.6	2.3	2.0	17.1	18.4	4.2	5.1
	奇鎰	3017 TT	增加持股	725.0	9,629	734.0	(1.2)	36.26	45.78	20.2	16.0	7.9	6.2	43.2	43.4	2.3	3.0
	台達電	2308 TT	增加持股	428.0	35,114	400.0	7.0	17.03	20.20	23.5	19.8	4.0	3.6	18.0	19.0	2.1	2.5
	貿聯-KY	3665 TT	增加持股	788.0	4,915	765.0	3.0	37.97	45.74	20.1	16.7	3.4	3.0	18.4	19.2	2.4	2.9
	聯鈞	3450 TT	增加持股	300.0	1,056	214.5	39.9	6.50	10.01	33.0	21.4	6.3	5.4	20.2	27.3	1.4	2.1
	金像電	2368 TT	增加持股	282.0	4,430	266.5	5.8	16.01	19.15	16.6	13.9	5.0	4.0	33.2	31.8	3.0	3.6
	智邦	2345 TT	增加持股	950.0	13,521	713.0	33.2	37.99	N.A.	18.8	N.A.	8.7	N.A.	51.8	N.A.	2.9	N.A.

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。