

台股投資策略

關稅揭曉後，台股將回歸基本面

焦點內容

1. 關稅結果將牽動台股短期表現，15~20%的台灣關稅以及 30~35%晶片關稅可視為基本情境。
2. 20%的全球有效關稅始終會對經濟造成衝擊並導致下半年旺季不旺。
3. 首選 AI 族群以及「高股息且低估值」個股。

重要訊息

市場屏息以待台灣的關稅談判結果。

評論及分析

台灣關稅落在 15~20%、晶片關稅落在 30~35%為基本情境。美國最新關稅措施將於 8 月 1 日**正式**實施，不會再有任何延期或寬限期，意味台灣稅率應即將出爐。由於稅率結果牽動短期市場情緒，因此我們對最終稅率進行情境分析：基本情境而言，如果台灣關稅訂於 15~20%，且晶片關稅訂於 30~35%，這將符合預期，台股短期將以震盪為主；如果稅率高於上述基準，將被視為利空，股價將顯著修正；如果稅率低於上述基準，將有利股價短期上漲。

台灣關稅設定 15~20%為基本情境，主要考量川普於近期曾提及尚未達成協議的國家大致關稅會落於 15~20%，且這樣的範圍也大致與亞洲相鄰國家接近。晶片關稅設定 30~35%為基本情境，主要考量半導體在美國的設廠成本較台灣本土高出 30~35%，這樣的稅率才有誘因帶動半導體廠赴美設廠。

由於台廠的產能遍布全球，且海外產能比重遠高於台灣本土，因此台灣本身的關稅雖深受矚目，但並非關鍵。目前台廠的主要產能仍集中在中國大陸，占比高達 56%；其次才是台灣本地，占比 26%；最後則是東南亞，占比 15%。中國大陸的關稅目前訂在 37.5%至 55.0%，但在中國大陸生產的消費性電子，其關稅則落在 20%，而東南亞的關稅則普遍落在 20%附近。大體而言，台廠目前面臨的關稅將是 20%起跳。

關稅戰普遍往「改善」方向發展，意味關稅對經濟的衝擊持續減弱當中。川普對全球關稅戰到目前為止往「改善」方向發展，第一是關稅稅率沒有 4 月 2 日宣稱的那麼高。第二是各國並未對美國採取報復手段，反而是乖乖順從川普的商業目的，即對美國商品大降關稅並開放市場或者投資美國。第三則是關稅落槌後依然有討價還價的空間。

根據耶魯大學預算實驗室 (Yale Budget Lab) 估計，倘若採 4 月 2 日揭露的對等關稅進行計算，美國對外的關稅有效稅率高達 25%，惟如今美國已與多國完成貿易協議，由此推算出來的最新稅率則降至 20%。根據穆迪估算，美國對全球課徵的關稅稅率每提高 1 個百分點，對美國 GDP 的衝擊將達 0.07~0.08 個百分點，合理推估上述 5 個百分點的關稅稅率降幅對經濟的衝擊將收斂 0.375 個百分點。其次，在美國對外加徵同樣關稅稅率下，對手國有無採取報復手段對 GDP 的衝擊幅度差距高達 1 倍，根據彼得森國際經濟研究所(PIIE)估算，在川普對全球課徵 20%關稅情境下，倘若對手國採取報復手段，則對美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 1.8 個百分點；若未採取報復，則對 GDP 的衝擊幅度將縮小至 0.9 個百分點。最後，看懂川普的遊戲規則後，市場終於看清，關稅永遠都有協商空間，即願意給予川普所要的，稅率都有降低的可能。

20%的全球有效關稅始終會對經濟造成衝擊並導致下半年產業旺季不旺。儘管過去 3 個月關稅戰逐步往「改善」方向發展，惟最終定案的 20%全球有效關稅對整體經濟與產業的影響不太可能就煙消雲散。根據彼得森國際經濟研究所(PIIE)估算，20%有效關稅將會衝擊美國 GDP 約 0.9 個百分點，意味美國年度 GDP 將由關稅前的 1.7~1.8%降至 0.9%，經濟雖然沒有陷入衰退，但放緩恐難以避免。其次，產業面除了 AI 伺服器依然維持強勁拉貨之外，其餘的次族群，除了需面對上半年提前拉貨所導致的下半年旺季不旺之外，接下來尚需面對關稅所引發的需求不振與訂單減少的窘境。我們目前估算，台股今年首季至第 4 季盈餘年增率分別為 39%、24%、5%、4%。同時我們也估計台股今年上半年與下半年獲利占全年比重分別達 52%與 48%，相較過去 10 年的 47%與 53%，預告下半年將旺季不旺。

台灣關稅底定後將牽動匯率與外資動向。歐盟與日本關稅談判結束後，美元指數都有走強的跡象，導致歐元與日幣由升轉貶。我們預期台灣的關稅結果底定後，若結果符合基本情境（即台灣關稅落在 15~20%、晶片關稅落在 30~35%），美元指數短線有機會持續走強，間接帶動台幣走貶，但由於關稅稅率與亞洲鄰近國家差距不大，外資調整台股的幅度也相對溫和，預計台幣走貶的空間也跟隨溫和。但若台灣最終關稅稅率高出基本情境，則台幣恐將面臨將大的貶勢，主要反映市場對台灣整體競爭力將被削弱的擔憂。匯率表現通常會牽動外資對台股的進出動向，倘若台幣短期出現較明顯的貶勢將會帶動外資跟進調節台股。我們回顧新冠疫情結束以來，台幣每貶值 1%通常會帶動外資賣超台股約 30 億美元，折合台幣約 900 億元。

投資建議

關稅稅率結果將牽動台股短期表現，15~20%的台灣關稅以及 30~35%的晶片關稅可視為基本情境。儘管川普對全球祭出的關稅戰持續往「改善」方向發展，但最終落槌約 20%的關稅始終會對經濟造成衝擊並導致下半年旺季不旺。我們估計台股今年上半年的獲利占比分別為 52%與 48%，相較過去 10 年為 47%與 53%。旺季不旺將壓抑台股第 3 季行情，建議投資者首選「AI 族群」以及「高股息且低估值」个股為主。

圖 1：關稅結果將牽動台股短期表現，15~20%的台灣關稅以及 30~35%的晶片關稅可視為基本情境

不同關稅情境對台股後市的短期影響

最終稅率情境	台股短期影響
情境一：台灣關稅15~20%之間 晶片關稅30~35%之間	符合市場預期，但股價以震盪為主
情境二：台灣關稅15~20%之上 晶片關稅30~35%之上	視為利空消息，導致股價大幅下挫
情境三：台灣關稅15~20%之下 晶片關稅30~35%之下	超出市場預期的樂觀，將有利於股價上漲

資料來源：凱基整理與估計

圖 2：台灣廠商的主要產能仍集中在中國大陸，占比高達 56%；其次是台灣本地，占 26%；東南亞則占 15%

台灣廠商之產能區域占比



資料來源：凱基整理與估計

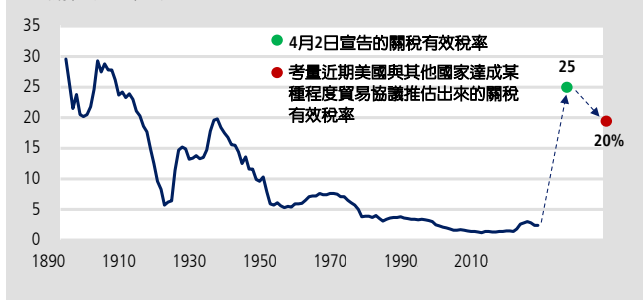
圖 3：台灣廠商的產能遍布全球，且海外產能比重遠高於台灣本土

產能區域占比(%)	台灣	中國	美國	墨西哥	東南亞與其他
半導體	80.2	6.0	1.9		11.9
EMS與電子零組件	2.5	75.5	0.6	2.3	21.5
PCB	23.7	76.8	-		0.5
塑化/紡織	79.9	15.3	4.0		0.8
汽/機車零組件	33.8	46.5	3.1	2.4	16.6
成衣/運動鞋	11.1	10.4	-		78.5
其他	71.4	23.7	2.4		2.5
科技股	14.6	65.3	0.7	1.9	19.4
非科技股	64.3	15.8	4.1	0.1	15.8
合計	26.1	55.9	1.3	1.6	15.1

資料來源：凱基整理與估計

圖 4：美國最新關稅有效稅率已從 4 月 2 日宣告的 25% 峰值降至目前的 20%

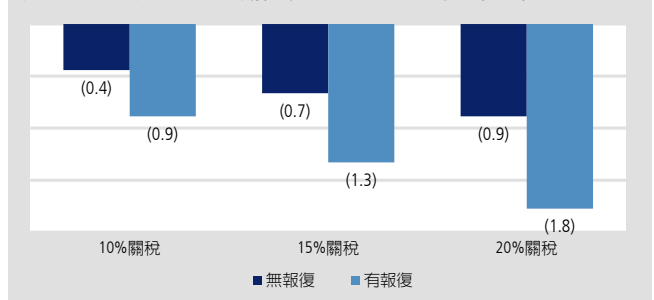
美國關稅有效稅率，百分比



資料來源：耶魯大學預算實驗室 (Yale Budget Lab)；凱基整理

圖 5：美國對外加徵同樣關稅稅率下，對手國有無採取報復手段，對 GDP 的衝擊幅度差距高達 1 倍

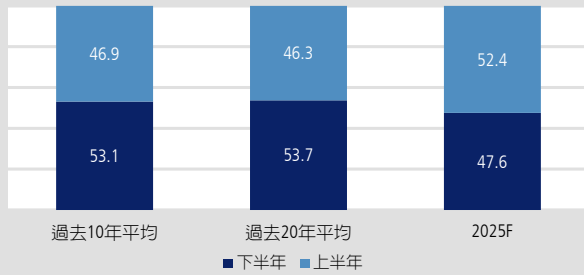
川普對全球普徵 10~20% 關稅下對美國 GDP 的最大影響幅度，百分比



資料來源：彼得森國際經濟研究所 (PIIE)；凱基整理

圖 6: 我們估計台股今年上下半年獲利占比分別達 52% 與 48%，相較過往水準，呈現旺季不旺

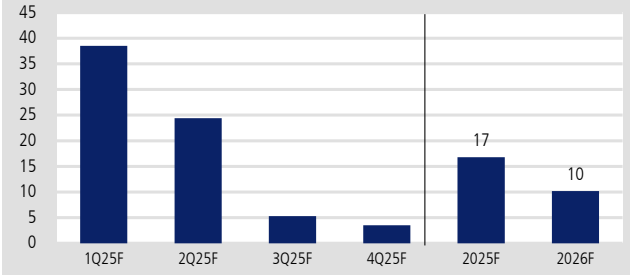
台股歷年上半年與下半年的獲利占比，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 7: 台股今年首季至第 4 季盈餘年增率分別為 39%、24%、5%、4%，預告下半年旺季不旺

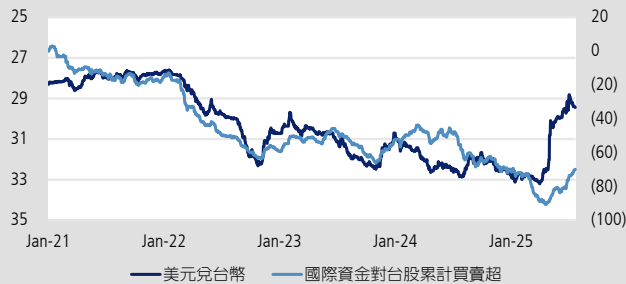
台股盈餘年增率，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 8: 匯率容易牽動外資動向；2021 年以來，台幣每貶值 1% 通常會帶動外資賣超台股 30 億美元，折合台幣約 900 億元

美元兌台幣，元(左軸)；國際資金對台股累計買賣超金額，10 億美元(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：國際資金對台股累計買賣超金額以 2021 年 1 月為基期 0

圖 9: 匯率升貶容易牽動外資動向，也因此容易左右台股的多空走勢

美國美元兌台幣，元(左軸)；台股指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

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	2,847	3,098
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	1,213	1,494
台積電	597	1,017	838	1,173	1,555	1,753
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	9.7	8.8
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	12.8	23.1
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	32.5	12.8
P/E (X)						
台股	19.2	20.0	28.1	20.0	17.1	15.5
台股(扣除台積電)	13.7	16.5	24.6	17.5	15.9	14.7
電子股	28.4	25.3	32.0	24.2	19.6	16.7
電子股(扣除台積電)	18.5	21.6	28.4	22.7	20.1	16.3
台積電	50.2	29.5	35.7	25.5	19.3	17.1

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
AI供應鏈	世芯-KY	3661 TT	增加持股	4020.0	10,234	3750.0	7.2	75.82	129.66	49.5	28.9	6.9	5.9	14.5	21.7	1.0	1.7
	旺矽	6223 TT	增加持股	1005.0	3,209	1010.0	(0.5)	33.40	40.34	30.2	25.0	8.3	6.3	30.2	28.5	1.8	2.2
	日月光投控	3711 TT	增加持股	168.0	22,663	152.0	10.5	10.29	12.96	14.8	11.7	1.9	1.8	13.2	15.4	2.9	4.0
	鴻海	2317 TT	增加持股	219.0	80,325	171.5	27.7	12.85	14.46	13.3	11.9	1.4	1.3	10.6	11.3	4.0	4.4
	廣達	2382 TT	增加持股	325.0	35,162	270.0	20.4	16.52	19.62	16.3	13.8	4.4	4.2	27.9	31.2	4.9	5.8
	緯創	3231 TT	增加持股	145.0	12,775	120.5	20.3	8.46	11.08	14.2	10.9	2.0	1.7	16.0	17.3	4.3	5.6
	奇鋐	3017 TT	增加持股	820.0	11,424	872.0	(6.0)	36.26	45.78	24.0	19.0	9.3	7.4	43.2	43.4	2.0	2.5
	台積電	2383 TT	增加持股	1140.0	11,943	1005.0	13.4	45.28	58.33	22.2	17.2	7.8	6.3	39.5	40.4	2.7	3.5
	台積電	2330 TT	增加持股	1350.0	1,009,851	1155.0	16.9	59.96	67.61	19.3	17.1	5.6	4.6	32.3	29.4	1.7	1.7
	智邦	2345 TT	增加持股	950.0	15,948	843.0	12.7	37.99	N.A.	22.2	N.A.	10.3	N.A.	51.8	N.A.	2.5	N.A.
高股息且 低估直	富世達	6805 TT	增加持股	1080.0	2,034	880.0	22.7	26.80	43.15	32.8	20.4	9.3	7.6	30.6	41.1	1.5	2.5
	聯發科	2454 TT	增加持股	1700.0	74,521	1380.0	23.2	68.64	83.54	20.1	16.5	5.7	5.2	27.9	32.8	4.9	5.0
	統一	1216 TT	增加持股	92.0	15,843	82.7	11.2	4.32	4.86	19.2	17.0	3.3	3.1	17.7	18.7	3.6	3.8
	統一超	2912 TT	增加持股	303.0	9,201	262.5	15.4	11.88	13.36	22.1	19.6	6.0	5.5	28.2	29.2	3.4	3.4
	中信金	2891 TT	增加持股	45.0	27,760	41.9	7.4	3.32	3.95	12.6	10.6	1.6	1.3	13.5	13.8	5.0	5.7
	玉山金	2884 TT	增加持股	34.0	17,532	32.2	5.8	1.84	1.94	17.4	16.6	1.8	1.6	11.0	10.3	4.2	4.4
	技嘉	2376 TT	增加持股	348.0	6,064	268.5	29.6	20.29	23.16	13.2	11.6	3.2	3.0	24.7	26.8	6.0	6.9
	凡甲	3526 TT	增加持股	295.0	518	235.5	25.3	17.91	22.69	13.2	10.4	4.0	3.9	30.4	38.4	7.6	9.6

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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。