

半導體產業

最後的不確定性終於揭曉

焦點內容

1. 不利二線晶圓代工廠與消費性電子。
2. 利多台積電資本支出相關族群；不確定性終可被定價。
3. 美國生產成本高出約 27-45%，關稅政策將迫使產能轉移。
4. 我們預期台積電能夠將關稅成本轉嫁給客戶，但結構性通膨仍不可避免。

重要訊息

美國總統川普提前宣布將對輸美的半導體課徵 100%關稅。雖詳細實施細節尚未公布，但根據川普的說法，凡是在美國已有生產基地或承諾投資設廠的晶圓代工廠將可獲得豁免。

評論及分析

不利二線晶圓代工廠與消費性電子。我們仍在等待美國商務部(BIS)根據《1962 年美國貿易擴張法》232 條款的調查細節及美方針對豁免條件的說明。據目前資訊，一線晶圓代工廠(如 Intel (美)、台積電(2330 TT, NT\$1,180, 增加持股)、三星(韓))皆已在美國設廠或有擴產計畫，因此可望獲得豁免；反觀二線晶圓代工廠(如聯電(2303 TT, NT\$40.40, 降低持股)、世界先進(5347 TT, NT\$95.7, 持有)、力積電(6770 TT, NT\$14.85, 未評等))則將受衝擊。而 GlobalFoundries (美)則可能因成熟製程訂單轉移而受惠。即使一線晶圓代工廠獲得豁免，其成熟製程仍可能受影響，因成熟製程並未在美國生產。就應用面而言，AI 產品較容易轉嫁成本，但消費性電子則不易吸收成本上升。以台積電客戶結構來看，Apple (美)可能受影響最大，主因其 AP 採用最先進製程(目前為 N3, 2026 年預計升級至 N2)，但台積電位於美國的 N3 預計要到 2028 年才開始投產，且即便是 iPhone 用戶亦難以完全吸收晶片成本上漲。

利多台積電資本支出相關族群；不確定性終可被定價。由於半導體關稅高於預期，且 2027 年前投資有望享有較高稅收抵減，我們預期台積電將必須或因應客戶要求而加速美國擴產，這將有利於相關設備供應商，尤其是前段製程設備商如 ASML (荷)，而非台灣後段設備商。整體而言，即使台積電能將關稅 100%轉嫁給客戶，此關稅政策仍對全球半導體需求構成負面影響。

美國生產成本高出約 27-45%，關稅政策將迫使產能轉移。我們預估 N4 製程在美國亞利桑那 P1 廠初期生產成本約為台灣 Fab 18A 的兩倍。隨著良率提升與去瓶頸，成本差距可望縮小至約 45%，主要差異來自建廠成本、人力成本及後段設備與設施等營運成本。若亞利桑那廠擴產至與台灣相同規模，差距可進一步縮小至約 27%。然為避免關稅，產能轉移似乎是無可避免。我們認為台積電亦需將亞利桑那廠晶片價格提高 30%，以達到其長期毛利率目標。

我們預期台積電能夠將關稅成本轉嫁給客戶，但結構性通膨仍不可避免。台積電認為成本上升應由客戶承擔，然聯電則表示將與客戶密切合作以減輕影響，顯示兩者在策略上的明顯差異。我們認為晶圓代工廠是否能完全轉嫁成本，將取決於市場競爭態勢。台積電的主要美國客戶 Nvidia (美)、Apple、Broadcom (美)、Qualcomm (美)和 AMD (美)預期將面臨顯著的成本上升。我們認為 OEM 廠商將傾向於在全球範圍內調漲產品價格，以平滑美國市場的成本壓力，而非僅在美國地區調漲價格。這種策略將不可避免的導致全球性結構性通膨的加劇。

投資建議

從成本與需求的角度來看，關稅對整體半導體產業是不利的。然在沒有附帶交易(例如投資 Intel)的情況下，不確定性的消除反而有助於提振整體投資情緒。我們預期關稅對台積電 2025-26 年的獲利影響有限，但消費市場的復甦速度將明顯放緩。我們不看好二線晶圓代工廠，及美國市場或消費性產品比重較高的 IC 設計公司。聯發科(2454 TT, NT\$1,355, 增加持股)則因中國市場比重較高受到的影響有限。我們認為關稅對台積電的影響屬中性，但美國擴產的加速將導致毛利率稀釋。另外，設備商可望受惠於台積電的擴產計畫。

投資風險

全球經濟衰退，關稅戰進一步加劇。。