

台股投資策略

未來關稅戰的拉回將是逢低切入的良機

焦點內容

1. 川普把關稅戰當作武器或手段，最終都沒有想像中嚴重。
2. 加拿大與墨西哥為本次關稅戰的首波祭旗對象，事後來看拉回都是買點。
3. 建議短期聚焦在 MAGA(讓美國再偉大)受惠股與不受關稅戰影響的個股。

重要訊息

美國總統川普上周五(2/7)表示將於本周宣布對多國開徵對等關稅，全球股匯市再掀波瀾。儘管關稅戰看似可怕，但我們認為，關稅戰造成台股短中期的拉回後依然是投資人逢低切入好股的良機。

評論及分析

川普把關稅戰當作武器，最終都沒有想像中嚴重。 川普的關稅戰只是手段，其核心目標就是要讓美國強大，並要逼迫他國與美國談判，一旦他國願意配合美國利益，都有撤銷或放寬的可能。我們見到近期的加拿大、墨西哥、日本，就是最佳範例。而上周被川普點名的台灣，國內經濟部也緊急應變赴美和川普團隊溝通半導體關稅。總結來說，關稅就是一種武器、一種手段，只要願意配合美國的利益，最終應沒有想像的嚴重。川普是典型的《現實主義》或《重商主義》交易性格者，他在2017~2021年任內對台軍售金額高達183億美元，為歷屆美國總統之最，而當時台海並沒有地緣政治風險，可見川普的交易性格充分顯露。

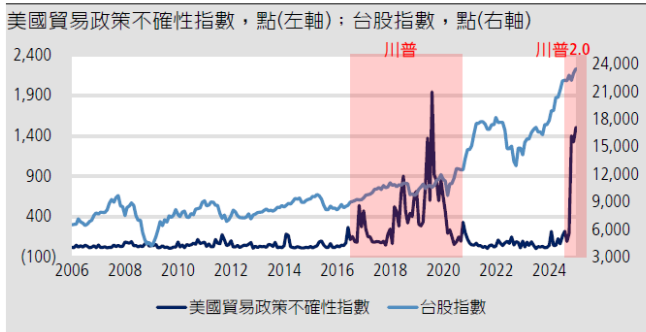
加拿大與墨西哥為本次川普關稅戰的首波祭旗對象，事後來看拉回都是買點。 川普於2024年11月25日首次揚言一上任就要對鄰邦加拿大與墨西哥徵收25%關稅，是他選後就兌現關稅政見最清晰的一次表態。儘管川普揚言對這兩個鄰邦課徵關稅是當時市場最沒有預料者並也因此造成這兩地股市出現短中期的下挫，惟事後來看卻都是切入買股的良機。加拿大股市於川普首次揚言對其課徵關稅後，波段最大跌幅達3.9%，且大約1個月內落底；墨西哥則於川普首次揚言對其課徵關稅後，波段最大跌幅達2.7%，且亦大約1個月內落底。如今這兩地股市均已收復關稅戰的起跌點。加拿大與墨西哥這兩個國家對美出口占其各自GDP規模約2~3成，關稅戰對其經濟衝擊不可謂不大，惟股市的反映卻是如此，這或許可作為台股的借鏡。

川普 2.0 的關稅戰不同川普 1.0，未來需觀察對美國通膨、美聯儲政策、全球經濟的壓力測試。 2018年的川普 1.0 對外課徵高關稅，主要針對中國，且主要針對鋼鐵、太陽能等非民生必需品，加上當時美國的通膨基期較低，因此對通膨的影響有限。惟川普 2.0 的情境卻大不相同，目前的美國已處高通膨與高利率的環境，關稅戰的再度升級對企業與消費者的實質影響將遠比上一次來得直接且深遠。美國去年12月核心PCE為2.8%，雖已從2022年最高峰的5.6%顯著下滑，惟通膨降溫卻已長達半年沒有進展，且距離美聯儲長期通膨目標2%尚遠。雖然目前美聯儲政策利率仍高於中性利率約1~2碼，惟恐需等到勞動市場轉差或通膨數據降溫，美聯儲才會再啟動降息。最後，倘若川普對外全面加徵關稅，短中期將觸發通膨再起，長期將因需求萎縮而出現通縮。高關稅實施後，沒有轉嫁能力的廠商將必需自行吸收成本，有轉嫁能力的廠商將會對下游客戶與終端消費者進行轉嫁，最終導致通膨再起並引發市場總體需求下滑，最終仍會侵蝕這些出口廠商的獲利能力。歷史上，美國曾經在1920年代與1930年代實施過全面性的關稅戰，這兩次分別導致當時總需求出現5成與7成的萎縮。

投資建議

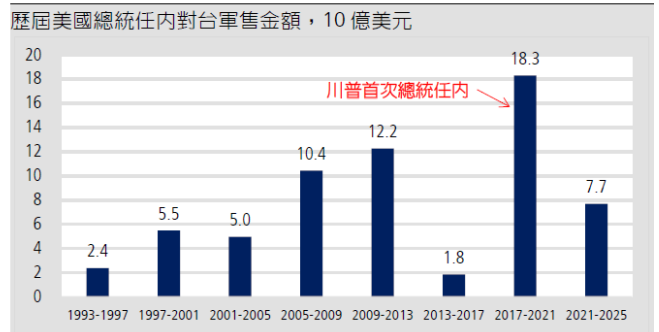
因應關稅戰的壓力測試，我們建議短期可聚焦在 MAGA(讓美國再偉大)受惠股以及不受關稅戰影響且兼具高殖利率個股，我們主要看好上銀(2049)、駐龍(4572)、華城(1519)、美時(1795)、保瑞(6472)、國泰金(2882)、中信金(2891)、統一(1216)等。中長期則等待未來關稅戰所淬煉出來的超跌 AI 股。

圖 1: 川普 2.0 關稅戰再度引發市場波動



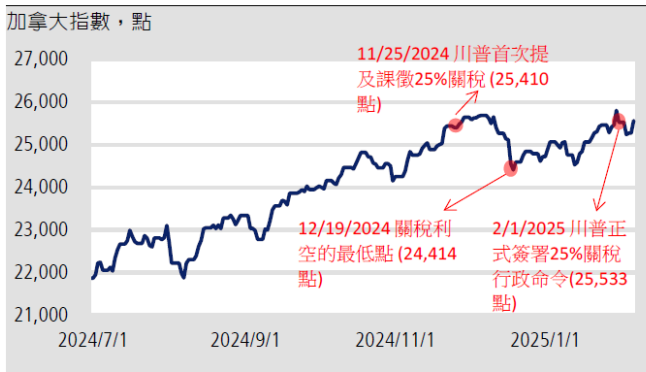
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 2: 川普首次美國總統任內對台軍售金額為歷屆總統最多



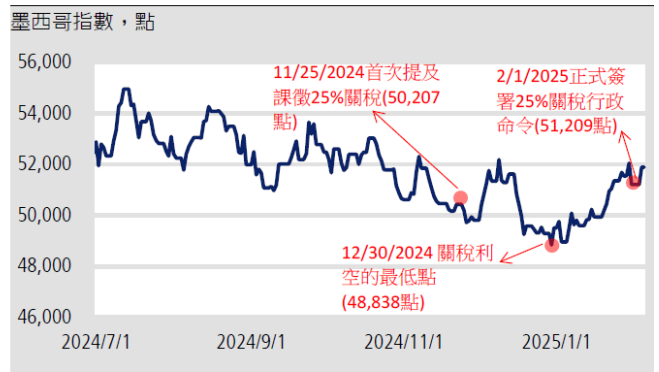
資料來源：總統府、中央社、自由時報；凱基整理

圖 3: 加拿大股市於川普首次揚言對其課徵關稅後，波段最大跌幅達 3.9%，且大約 1 個月內落底



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4: 墨西哥則於川普首次揚言對其課徵關稅後，波段最大跌幅達 2.7%，且亦大約 1 個月落底



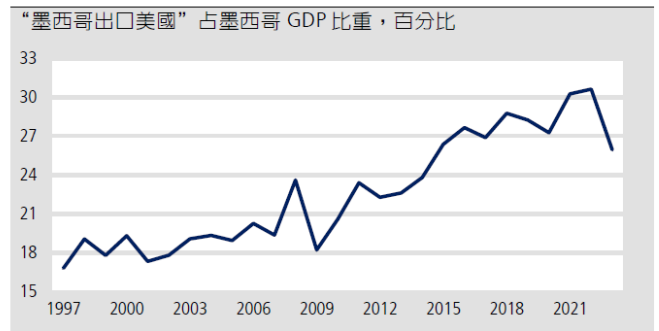
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5: 加拿大對美出口占其 GDP 規模約 2 成，關稅戰對加拿大本身的經濟衝擊不可謂不大



資料來源：BCA；凱基整理

圖 6: 墨西哥對美出口占其 GDP 規模近 3 成，關稅戰對墨西哥本身的經濟衝擊不可謂不大



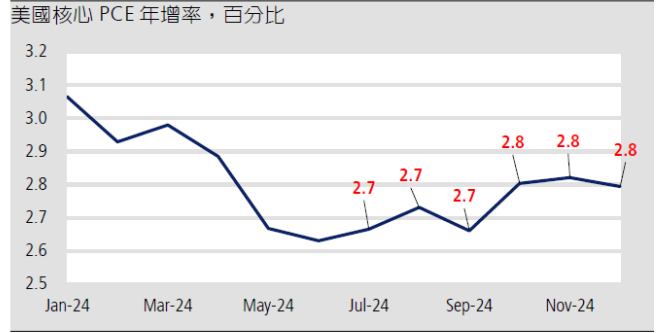
資料來源：BCA；凱基整理

圖 7: 川普 1.0 與川普 2.0 的通膨環境大不相同



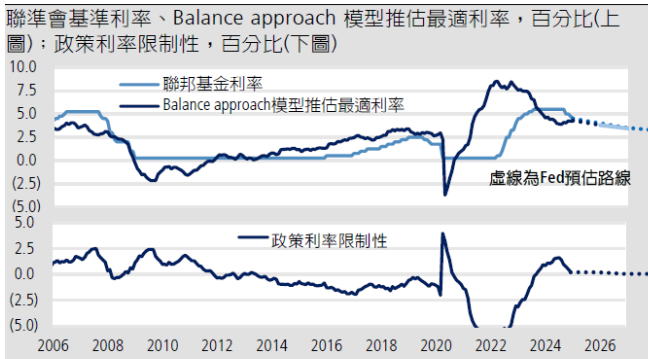
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 8: 美國通膨降溫已長達半年沒有進展



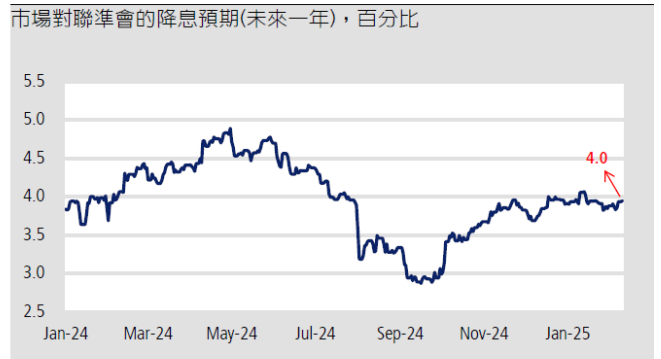
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 9: 根據 Balance approach 模型推估, 聯準會未來應有 1~2 碼的降息空間, 惟最終仍取決於就業與通膨



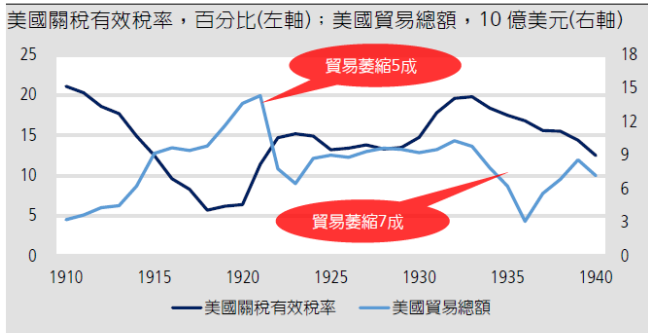
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 10: 市場目前對聯準會的政策利率目標約 4.0%, 隱含尚有 1~2 碼的降息空間, 惟最終仍取決於就業與通膨



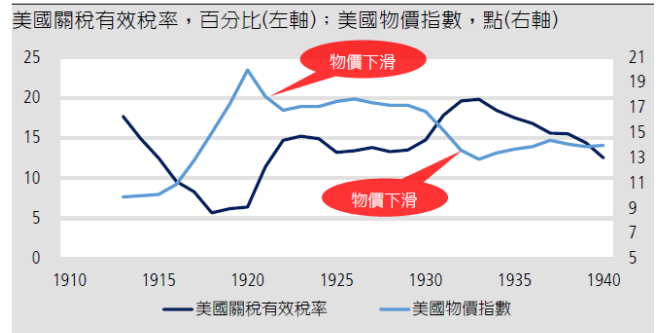
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 11: 美國曾於 1920 年代與 1930 年代實施過關稅戰, 這兩次分別造成美國本身貿易萎縮 5 成與 7 成



資料來源: US International Trade Commission ; 凱基整理

圖 12: 1920 與 1930 年代的關稅戰導致總需求下滑, 進而壓低了物價



資料來源: US International Trade Commission ; 凱基整理

圖 13：台股次族群預估獲利與評價

科技股	獲利年增率(%)				預估PE(倍)		非科技股	獲利年增率(%)				預估PE(倍)	
	2022	2023	2024F	2025F	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F	2024F	2025F
伺服器EMS	(1.7)	3.7	25.8	28.7	18.4	13.9	水泥	(50.7)	31.4	(9.8)	10.2	18.6	16.5
散熱	34.5	20.5	52.3	63.2	28.2	16.2	食品	(13.6)	6.8	20.4	20.9	20.4	16.8
電源供應器	15.1	2.4	10.7	21.5	22.9	18.9	塑化	(63.1)	(50.6)	(39.8)	65.1	41.9	21.7
ABF	102.5	(68.1)	(58.7)	266.3	313.9	14.4	成衣加工	32.1	(11.0)	21.9	12.0	20.8	18.5
光通訊	-	63.4	34.7	30.1	58.4	44.9	製鞋	100.0	(45.2)	19.8	12.2	20.6	18.3
IC設計服務	94.8	5.3	29.8	21.0	51.6	37.4	汽車零組件	52.8	(24.7)	70.0	17.8	15.9	16.0
網通PCB	56.1	(22.8)	67.7	37.7	18.3	13.3	工業自動化	5.2	(14.2)	11.7	15.3	37.7	30.6
網通	77.3	15.2	9.8	26.0	31.6	17.1	自行車	(12.7)	(44.8)	(0.8)	28.2	21.1	16.5
銅箔基板	(7.7)	8.2	79.4	24.5	21.8	17.5	貨櫃航運	19.7	(94.4)	615.6	(46.0)	3.9	7.9
一線晶圓代工	70.4	(17.5)	39.9	32.2	24.5	18.6	鋼鐵	(75.4)	(89.0)	(34.7)	406.8	50.8	N.M.
二線晶圓代工	51.6	(33.3)	(22.3)	(5.7)	18.9	18.9	觀光	(46.5)	176.4	4.2	12.1	16.3	13.9
手機零組件	28.4	(36.7)	38.7	12.1	11.9	12.4	餐飲	(2.7)	92.7	(3.5)	27.5	18.9	14.3
電信	2.6	13.7	0.0	5.6	29.6	28.3	航太	135.4	21.3	6.8	26.2	22.7	16.3
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	30.1	5.1	19.2	18.0	航空	(37.8)	185.5	47.6	(36.8)	9.4	16.1
手機EMS	(26.5)	4.1	18.7	0.7	13.9	13.8	重電	(1.9)	41.4	39.4	21.7	25.4	19.3
雲端數位	16.3	17.1	15.4	19.6	31.4	24.9	綠能	56.9	90.1	12.8	65.7	25.9	15.4

資料來源：凱基整理與預估

圖 14：台股評價比較

	Forward PB(倍)								Forward PE(倍)							
	未來1年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底	未來1年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底
台股	2.11	2.35	2.11	1.76	1.64	1.63	2.28	0.95	17.19	20.48	17.19	15.16	14.99	17.08	21.73	8.80
台股(扣除台積電)	1.48	1.64	1.48	1.42	1.39	1.47	2.22	0.89	16.43	18.57	16.43	14.87	14.97	16.01	22.71	8.06

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 15：推薦個股

產業主題	公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	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(%)	
				(元)	(US\$mn)	(元)	(%)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
MAGA受惠股	上銀	2049 TT	增加持股	294.0	3,717	344.5	(14.7)	6.84	8.94	50.4	38.5	3.4	3.2	6.8	8.5	0.9	1.1
	駐龍	4572 TT	增加持股	195.0	184	155.0	25.8	7.14	7.81	21.7	19.9	3.1	3.0	14.5	15.4	3.7	4.1
	華城	1519 TT	增加持股	800.0	4,519	516.0	55.0	14.30	22.83	36.1	22.6	18.6	14.2	61.8	78.2	2.1	3.2
	美時	1795 TT	增加持股	600.0	2,241	276.5	117.0	19.04	29.18	14.5	9.5	3.5	2.8	26.2	32.9	2.0	3.2
	保瑞	6472 TT	增加持股	1045.0	2,707	858.0	21.8	39.84	45.51	21.5	18.9	6.6	4.9	36.3	29.9	1.0	1.0
高股息	中信金	2891 TT	增加持股	42.0	23,964	40.1	4.9	3.53	3.59	11.3	11.2	1.7	1.4	15.9	14.0	4.6	4.6
	國泰金	2882 TT	增加持股	80.0	30,645	68.5	16.8	7.60	6.68	9.0	10.3	1.2	1.1	14.6	11.0	4.4	4.4
	統一	1216 TT	增加持股	94.0	13,707	79.1	18.8	3.89	4.70	20.4	16.8	3.5	3.4	17.4	20.3	4.0	4.9
	華碩	2357 TT	增加持股	810.0	15,064	665.0	21.8	47.81	45.02	13.9	14.8	2.0	1.9	14.5	13.1	5.4	5.1
	凡甲	3526 TT	增加持股	350.0	560	285.0	22.8	16.44	20.35	17.3	14.0	6.5	6.5	37.7	47.1	5.7	7.2
AI長線股	台積電	2330 TT	增加持股	1450.0	877,869	1110.0	30.6	45.25	59.84	24.5	18.5	6.8	5.4	30.6	32.7	1.4	1.6
	世芯-KY	3661 TT	增加持股	3345.0	8,676	3525.0	(5.1)	80.98	83.60	43.5	42.2	7.8	7.1	23.8	17.7	1.1	1.2
	聯發科	2454 TT	增加持股	1700.0	73,758	1510.0	12.6	66.92	71.58	22.6	21.1	6.0	5.7	27.7	27.6	4.6	4.5
	聯鈞	3450 TT	增加持股	330.0	1,504	338.5	(2.5)	3.66	11.01	92.6	30.8	12.2	10.3	13.6	36.4	0.6	1.8
	智邦	2345 TT	增加持股	760.0	13,228	773.0	(1.7)	19.61	25.25	39.4	30.6	15.0	12.5	40.5	44.6	1.7	1.9

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。