

台股投資策略

關稅大限將到，請繫好安全帶！

焦點內容

1. 本次對等關稅清單不論是否涵蓋台灣，全球布局的台商均難以迴避。
2. 對等關稅公布後或有機會利空出盡，惟對經濟衝擊的利空才剛要開始。
3. 台股震盪區間大致維持在 20,000~23,000 點。

重要訊息

川普將於 4/2 前公布對等關稅清單，不論內容涵蓋哪些國家？那些產業？稅率多少？這都意味著貿易戰全面性開打，且全球經濟將無可避免遭受衝擊。

評論及分析

本次對等關稅清單不論是否涵蓋台灣，全球布局的台商均難以迴避。川普執意發動全球關稅戰，核心目標是藉此重塑全球製造與貿易體系，讓美國再次強大。他也將關稅戰當作談判籌碼，以實現美國的最大利益，包括獲取稀土、航道、晶片等戰略物資。至於 4 月 2 日的對等關稅清單是否涵蓋台灣，由於台商的產能遍及中國大陸、東南亞和墨西哥，只要這些國家名列清單範圍，台商便無可避免地受到影響。根據我們對台股上市櫃供應鏈的調查，目前主要產能仍集中在中國大陸，占比達 56%；其次分別在台灣、東南亞、墨西哥和美國，占比分別為 26%、15%、2%和 1%。關稅清單對台廠的重點在於，IT 產品能否享有豁免。自 1997 年資訊科技協定 (Information Technology Agreement, 簡稱 ITA) 以來，資訊、通訊、半導體、電子零組件等電子產業及半導體製程設備業的上下游產品在全球貿易中一直是零關稅。即使是在中國大陸生產的電子產品，目前也在美國對中國的關稅清單中屬於豁免項目。

台廠面對高關稅下的盈餘衝擊如何？關稅成本自行吸收將產生短痛，可以轉嫁將產生長痛。面對川普對全球實施 10% 以上高關稅，我們認為，無論台灣廠商能否順利將關稅成本轉嫁給客戶，影響的差異僅在於短期或長期的痛苦。如果台灣廠商需自行吸收所有關稅增加的成本，則盈餘會立即受到衝擊，這是短期的痛苦；如果台灣廠商能順利將成本轉嫁給客戶，而客戶也能完全轉嫁給終端消費者，最終終端需求受到衝擊後，反過來仍會影響到台廠，這是長期的痛苦。台灣 2024 年出口至美國金額達 1,163 億美元，假如額外課徵 10% 關稅且台廠完全自行吸收，以台股成分股年度盈餘約 3.7 兆元台幣來看，盈餘衝擊幅度將達 10%。

對等關稅公布後或有機會利空出盡，惟對經濟衝擊的利空才剛要開始。巴菲特最近公開表示，關稅戰在某種程度上可以被視為「戰爭行為」，可能引發通脹並損害消費者利益。回顧自 1940 年代以來的國際重大戰爭或恐怖攻擊事件，股市通常會在事件發生後短時間內強勁反彈。然而，如果戰爭對經濟造成嚴重損害，這種反彈往往是短暫的，因為經濟衝擊的負面影響才剛開始顯現。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%，並且這種衝擊將持續三年；但如果對手國對美國進行同等報復，美國 GDP 的最大衝擊幅度將上升至 0.8%，且這種影響也會持續三年。我們認為上述估計仍屬樂觀，因為 1920 年代和 1930 年代的全球貿易戰最終導致全球貿易額縮減了 50% 至 70%，並使經濟陷入嚴重衰退。除此，雖然川普的關稅政策容易衝擊經濟，惟川普總有稀釋關稅(即給予部分豁免條款)或延後執行的本事，加上他的減稅與法規鬆綁兩項法寶尚未祭出，這意味接下來的經濟表現仍舊充滿川普風格，即利多或利空都存在不確定性。

投資建議

對等關稅公布後或有機會利空出盡，惟對經濟衝擊的利空才剛要開始，意味指數劇烈震盪將無可避免，震盪區間大致落在 20,000~23,000 點，建議聚焦在「高成長低本益比」以及「低本益比高殖利率」相關個股。我們看好華碩(2357)、新普(6121)、凡甲(3526)、群光(2385)、中信金(2891)、玉山金(2884)、皇普(2528)、統一(1216)。

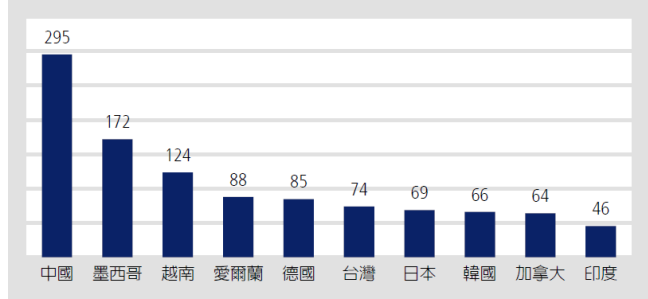
圖 1：台商產能遍及全球，意味對等關稅清單無論是否涵蓋台灣，均將難以迴避

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 2：美國最大貿易逆差國都有可能被列入對等關稅清單

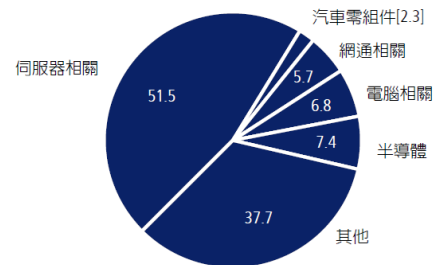
2024 年美國最大貿易逆差國之逆差金額，10 億美元



資料來源：美國商務部；凱基整理

圖 3：台灣 2024 年出口至美國金額達 1,163 億美元

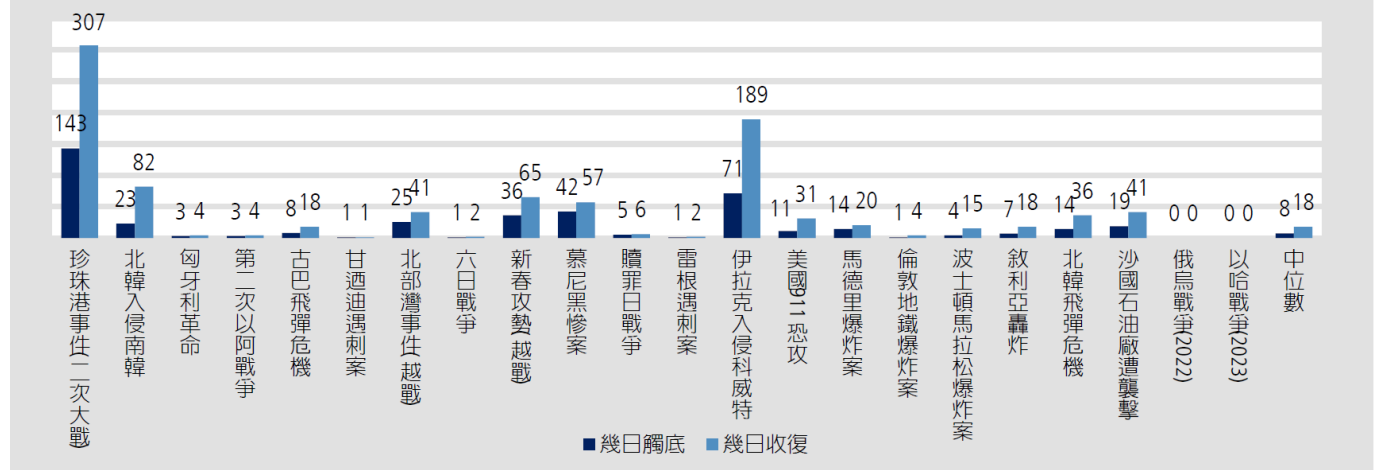
2024 年台灣出口至美國之前五大產品，10 億美元



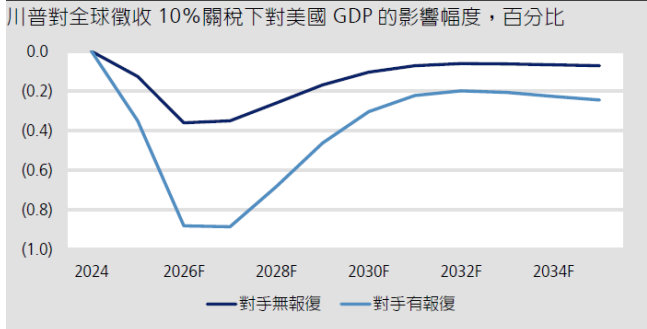
資料來源：台灣經濟部；凱基整理

圖 4：因應國際重大戰爭或恐怖攻擊事件下，股市通常會在事件發生後短時間內出現落底強彈

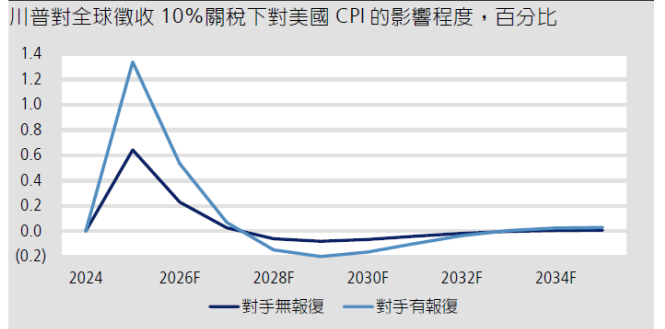
S&P 500 於歷次國際重大戰爭或恐攻事件之反映天數，天



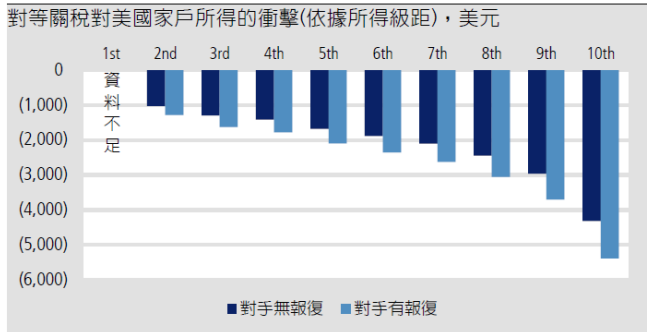
資料來源：凱基整理

圖 5: 川普對全球徵收 10%關稅下，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 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

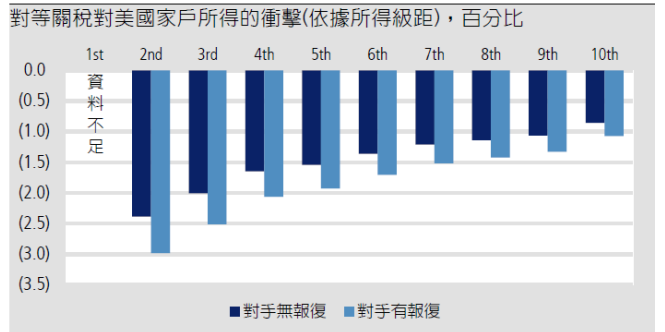
圖 6: 川普對全球徵收 10%關稅下，美國首年通膨將額外增加 0.6~1.3 個百分點


資料來源：彼得森國際經濟研究所(PIIE)；凱基整理

圖 7: 對等關稅對美國各項所得級距家庭的衝擊均非常顯著


資料來源：The Budget Lab at Yale；凱基整理

附註：10th 代表最高所得家庭

圖 8: 對等關稅對美國中低所得家庭的衝擊大於高所得家庭


資料來源：The Budget Lab at Yale；凱基整理

附註：10th 代表最高所得家庭

圖 9: 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	2.00	2.22	2.00	1.76	1.65	1.64	2.28	0.95	16.25	19.37	16.25	15.19	15.01	17.07	21.73	8.80
台股(扣除台積電)	1.47	1.63	1.47	1.42	1.39	1.47	2.22	0.89	16.10	18.37	16.10	14.89	14.98	16.01	22.71	8.06

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 10: 推薦台股

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(%)	
							2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
凡甲	3526 TT	增加持股	350.0	552	280.5	24.8	16.80	19.46	16.7	14.4	6.7	6.6	39.5	48.3	6.0	7.2
群光	2385 TT	增加持股	198.0	3,877	168.5	17.5	12.43	13.22	13.6	12.7	2.8	2.6	21.2	20.4	5.9	6.2
華碩	2357 TT	增加持股	800.0	14,190	631.0	26.8	42.27	44.45	14.9	14.2	1.7	1.7	12.3	12.1	5.4	5.6
新普	6121 TT	增加持股	460.0	2,240	400.0	15.0	28.38	30.70	14.1	13.0	2.1	2.0	15.0	15.6	5.0	5.4
中信金	2891 TT	增加持股	46.0	23,949	40.3	14.3	3.67	3.80	11.0	10.6	1.7	1.6	16.6	15.5	5.5	5.7
玉山金	2884 TT	增加持股	33.5	14,359	29.7	13.0	1.63	1.80	18.2	16.5	1.9	1.7	10.7	10.7	4.0	4.4
皇普	2528 TT	增加持股	52.0	538	43.0	20.9	3.26	6.03	13.2	7.1	2.5	2.3	21.0	33.6	4.7	10.5
統一	1216 TT	增加持股	94.0	14,192	82.5	13.9	3.89	4.64	21.2	17.8	3.6	3.5	17.4	20.1	3.9	4.6

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請購買或出售證券及/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的任何證券持倉。