

## 台股投資策略

### 本次拋售是否為逢低買進良機？

#### 焦點內容

1. 台股整理區間恐逐漸下移至 20,000~22,000 點。
2. 關稅戰升級與不確定性將持續壓抑經濟動能與市場風險偏好。
3. 台股本波獲利上修周期已逼近循環高點，關稅戰升級恐加速獲利迎來拐點。

#### 重要訊息

川普關稅戰引發各國展開報復並加深經濟衰退擔憂，導致台股本波最大跌幅達 7% 並跌破過去半年的整理區間下緣。這次拋售是否為逢低買進良機？

#### 評論及分析

**台股的整理區間恐逐漸下移。**過去半年台股大致維持在 22,000~24,000 點大區間進行整理，主因川普關稅政策、聯準會貨幣政策以及 AI 伺服器出貨等訊息多空反覆。但如今川普的關稅戰已演變成各國相互報復的貿易戰，這是我們原先擔心的灰犀牛事件，同時這也加深了經濟衰退的擔憂，這是隻若隱若現的黑天鵝。這兩項變數將使台股的整理區間由過去半年的 22,000~24,000 點逐漸下移至 21,000~23,000 點，反彈過後再下移至 20,000~22,000 點。

**關稅戰的升級與不確定性將持續壓抑經濟動能與市場風險偏好。**川普關稅政策的反覆無常已開始壓抑企業投資與民間消費。更有甚者，川普的關稅戰引發了對手國的報復行動，進一步加深了市場對經濟衰退的擔憂。川普已將加拿大、墨西哥和中國大陸列為關稅戰的首要目標，下一個目標尚未明朗，市場正屏息以待 4 月 2 日前宣布的對等關稅名單。或許在對等關稅名單公布後，短期內會利空出盡，但川普政策的反覆無常可能會持續壓抑中長期的市場風險偏好。在川普上一任總統任內，於 2018 至 2019 年對中國發動的貿易戰和科技戰期間，由於政策的不確定性以及美中兩國的相互報復，導致台股當時最大跌幅達 17%，直到不確定性降溫後才有利於台股重返多頭。

關稅戰升級引發經濟衰退的擔憂並非杞人憂天，因為歷史上美國曾在 1920 年和 1930 年代實施過關稅戰，這兩次都引發對手國的報復行動，最終導致兩敗俱傷並引發嚴重經濟衰退。如果本次關稅戰持續升級成全球性的貿易報復，經濟衝擊將難以避免。經濟衰退對台股的影响極大，因為自 1970 年以來的 7 次經濟衰退中，台股的跌幅都非常大，最小跌幅為 24%，最大跌幅達 80%，中位數跌幅為 60%。我們必須持續關注關稅戰的發展及其對經濟的影響。

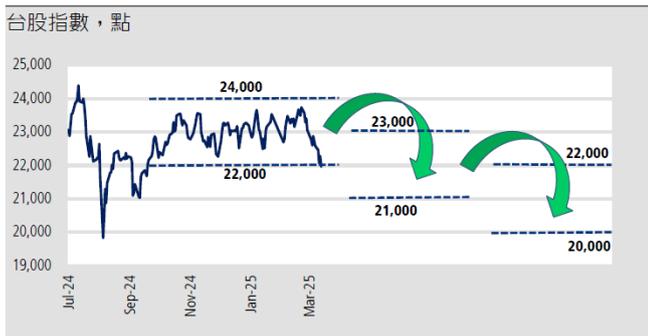
**台股本波獲利上修周期已逼近循環高點，關稅戰升級恐加速獲利迎來拐點。**受惠於全球通膨放緩以及 AI 應用帶來的軍備競賽，台股成分股自 2023 年 7 月起進入獲利上修循環，截至目前已持續約 21 個月，這也是支撐台股過去兩年強勁股價表現的最重要基本面因素。然而，這一波獲利上修周期已逐漸逼近過往 2 至 2 年半的循環高點，加上關稅戰升級和經濟隱憂的影響，我們擔憂本波獲利上修周期可能提前迎來拐點，從而壓抑台股表現。

此外，美國費城半導體成分股的盈餘表現通常領先台股，低點約領先 1 至 4 個月，高點約領先 0.5 個月。目前，我們已觀察到費半成分股在今年 1 至 2 月出現小幅度的盈餘下修，這對台股未來的盈餘展望是一個重要的警訊(猶如金絲雀)。費半成分股中的盈餘下修主要反映了工業、汽車、PC、手機等終端需求依然疲軟，然而，AI 相關企業仍維持盈餘上修的趨勢。

## 投資建議

台股本周正迎來拋售後的反彈。然而，由於關稅戰已演變為相互報復的貿易戰，並加劇了經濟衰退的風險，加上費半成分股盈餘展望出現下調警訊，這三大因素將導致台股的慣性發生改變，並可能使過去半年在 22,000 至 24,000 點之間的震盪整理行情逐漸下移至 20,000 至 22,000 點。我們建議投資者聚焦於「高成長低本益比」以及「低本益比高殖利率」的相關個股。

圖 1: 台股的整理區間恐逐漸下移至 20,000~22,000 點



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 2: 我們預估台股今年盈餘約達 2 成增長

台股指數預估矩陣，點

	目標PE(X)						
	15	16	17	18	19	20	21
0	17,115	18,256	19,397	20,538	21,679	22,820	23,961
10	18,826	20,081	21,336	22,591	23,846	25,101	26,357
15	19,682	20,994	22,306	23,618	24,930	26,242	27,555
20	20,538	21,907	23,276	24,645	26,014	27,383	28,753
25	21,393	22,820	24,246	25,672	27,098	28,524	29,951
30	22,249	23,732	25,216	26,699	28,182	29,665	31,149
35	23,105	24,645	26,185	27,726	29,266	30,806	32,347

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 3: 台股成分股預估獲利與評價

P/E (X)	2021	2022	2023	2024F	2025F
台股	18.0	18.7	26.3	19.3	16.2
台股(扣除台積電)	13.7	16.5	24.7	18.3	16.1
電子股	25.3	22.5	28.5	21.1	17.2
電子股(扣除台積電)	17.8	20.8	27.3	21.1	18.2
台積電	41.7	24.5	29.7	21.2	16.3
EPS growth (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	36.4	19.2
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	34.8	14.1
電子股	51.7	12.2	(20.9)	34.8	22.9
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	29.8	15.4
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	30.0

資料來源：凱基整理與預估

圖 4: 貿易政策的不確定性將持續壓抑股市表現



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國貿易政策不確定性顯著提高期間

圖 5: 貿易戰的不確定性加深了市場對經濟衰退的擔憂



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國經濟衰退期間

**圖 6：市場正屏息以待 4 月 2 日前川普的對等關稅名單**

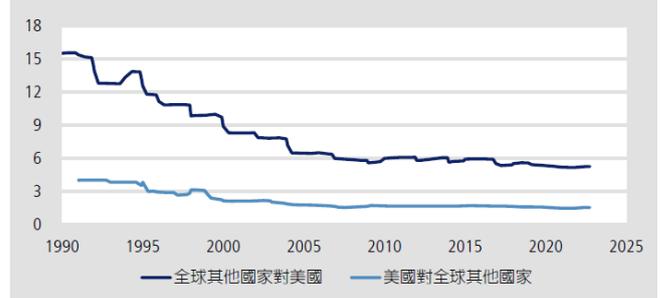
川普關稅戰進展

國家	關稅	生效日
中國大陸	所有商品課徵10%	2月4日
	所有商品課徵20%(10%+10%)	3月4日
加拿大	大部分商品課徵25%，能源10%	延後至4月2日生效
墨西哥	大部分商品課徵25%	延後至4月2日生效
大多數國家	對鋼鋁課徵25%	3月12日生效
所有國家	對等關稅	4月2日是評估期限

資料來源：凱基整理

**圖 7：川普揚言實施對等關稅以追求公平貿易**

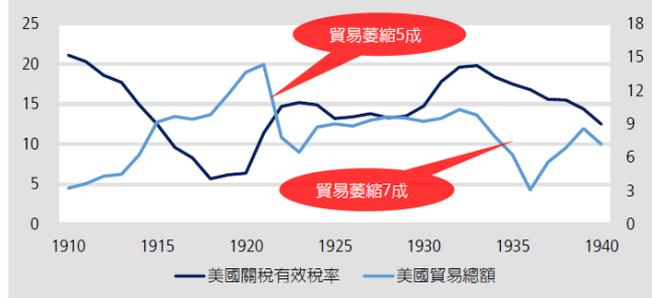
美國與全球其他國家間的關稅稅率，百分比



資料來源：BCA；凱基整理

**圖 8：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**

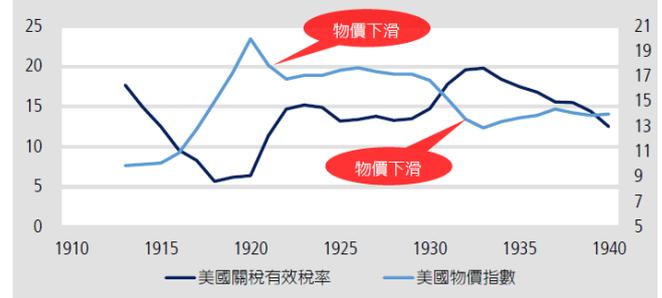
美國關稅有效稅率，百分比(左軸)；美國貿易總額，10 億美元(右軸)



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

**圖 9：1920 與 1930 年代的關稅戰初期雖造成物價上揚，但最終因總需求下滑而導致通貨緊縮**

美國關稅有效稅率，百分比(左軸)；美國物價指數，點(右軸)



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

**圖 10：美國經濟衰退下之企業獲利與指數表現**

次序	經濟衰退背景		S&P500報酬率(%)		台股報酬率(%)		企業獲利年增(%)	
	重大事件	耗時(月)	指數高點到經濟衰退起點	Max drawdown	指數高點到經濟衰退起點	Max drawdown	S&P500	台股
No.1	韓戰失敗	11	(9.1)	(18.5)			(9.9)	
No.2	艾森豪衰退	9	(4.5)	(21.6)			(17.1)	
No.3	美元危機	11	(8.8)	(13.9)			(8.9)	
No.4	貨幣緊縮	12	(14.0)	(36.1)			(7.9)	
No.5	石油危機	17	(10.4)	(44.7)		(63.3)	(8.3)	
No.6	停滯性通膨	7	(3.0)	(17.1)	(20.2)	(27.1)	(8.2)	
No.7	停滯性通膨	17	(7.7)	(25.2)	(6.0)	(23.8)	(12.3)	
No.8	資金泡沫	9	(2.6)	(19.9)	(59.6)	(80.4)	(2.6)	
No.9	網路泡沫	9	(18.7)	(40.8)	(46.1)	(67.2)	(4.9)	(82.1)
No.10	次貸危機	19	(5.4)	(56.8)	(12.5)	(59.9)	(20.3)	(69.1)
No.11	新冠疫情	3	(3.1)	(33.9)	(5.6)	(30.1)	(8.9)	(11.1)
中位數		11	(7.7)	(25.2)	(12.5)	(59.9)	(8.9)	(69.1)

資料來源：Bloomberg；凱基整理

**圖 11：台股本波獲利上修已延續 21 個月，逼近過往循環高點**

台股成分股預估 EPS，點(左軸)；台股指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：預估 EPS 以 2006 年 1 月為基期 100

**圖 12：費半成分股的盈餘表現通常領先台股**

費半成分股預估 EPS，元(左軸)；台股成分股預估 EPS，元(右軸)



資料來源：Bloomberg；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	24.8	24.7	17.6	14.0	水泥	(50.7)	31.4	(9.8)	10.2	20.6	18.2
散熱	34.5	20.5	54.0	62.0	28.6	16.8	食品	(13.6)	6.8	20.4	19.3	21.5	18.0
電源供應器	15.1	2.4	(1.7)	27.8	25.1	19.6	塑化	(63.1)	(50.6)	(39.8)	65.1	46.1	23.9
ABF	102.5	(68.1)	(70.1)	225.9	454.0	20.6	成衣加工	32.1	(11.0)	18.6	6.4	22.0	20.8
光通訊	-	63.4	34.7	30.1	43.1	33.1	製鞋	100.0	(45.2)	19.8	12.2	22.8	20.3
IC設計服務	94.8	5.3	26.4	11.4	50.4	41.1	汽車零組件	52.8	(24.7)	72.1	18.8	14.5	13.9
網通PCB	56.1	(22.8)	59.1	31.6	19.0	14.4	工業自動化	5.2	(14.2)	6.6	16.4	39.5	29.3
網通	77.3	15.2	15.3	37.3	23.2	15.8	自行車	(12.7)	(44.8)	(88.9)	887.6	(12.3)	20.3
銅箔基板	(7.7)	8.2	74.5	30.5	22.7	17.4	貨櫃航運	19.7	(94.4)	615.6	(46.0)	4.2	8.5
一線晶圓代工	70.4	(17.5)	39.9	29.9	22.5	17.4	鋼鐵	(75.4)	(89.0)	(41.0)	724.7	76.2	49.8
二線晶圓代工	51.6	(33.3)	(22.3)	(5.7)	21.5	21.5	觀光	(46.5)	176.4	4.2	12.1	16.4	13.9
手機零組件	28.4	(36.7)	38.8	12.1	11.8	12.8	餐飲	(2.7)	92.7	(4.3)	25.5	19.6	15.0
電信	2.6	13.7	13.6	4.9	27.9	26.8	航太	135.4	21.3	2.4	27.4	23.6	17.8
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	29.6	7.0	19.1	17.8	航空	(37.8)	185.5	52.7	(14.4)	9.0	10.6
手機EMS	(26.5)	4.1	7.4	(0.5)	15.0	15.1	重電	(1.9)	41.4	39.4	21.7	27.1	20.5
雲端數位	16.3	17.1	12.9	19.0	30.9	23.3	綠能	56.9	90.1	12.8	65.7	28.0	16.4

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	1.98	2.21	1.98	1.76	1.65	1.64	2.28	0.95	16.15	19.25	16.15	15.19	15.00	17.07	21.73	8.80
台股 (扣除台積電)	1.46	1.62	1.46	1.42	1.39	1.47	2.22	0.89	16.07	18.33	16.07	14.89	14.98	16.01	22.71	8.06

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 15：推薦個股

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
凡甲	3526 TT	增加持股	350.0	546	277.5	26.1	16.80	19.46	16.5	14.3	6.6	6.6	39.5	48.3	6.0	7.3
群光	2385 TT	增加持股	198.0	3,894	169.0	17.2	12.43	13.22	13.6	12.8	2.8	2.6	21.2	20.4	5.9	6.2
中鼎	9933 TT	增加持股	53.0	1,025	41.6	27.6	2.68	3.52	15.5	11.8	1.8	1.8	11.7	15.1	5.7	7.4
華碩	2357 TT	增加持股	800.0	13,689	608.0	31.6	42.27	44.45	14.4	13.7	1.7	1.6	12.3	12.1	5.6	5.8
新普	6121 TT	增加持股	460.0	2,226	397.0	15.9	28.38	30.70	14.0	12.9	2.1	2.0	15.0	15.6	5.1	5.5
中信金	2891 TT	增加持股	42.0	23,680	39.8	5.7	3.53	3.59	11.2	11.1	1.7	1.4	15.9	14.0	4.7	4.7
皇普	2528 TT	增加持股	52.0	540	43.1	20.6	3.26	6.03	13.2	7.1	2.5	2.3	21.0	33.6	4.6	10.5
長榮航太	2645 TT	增加持股	148.0	1,198	105.5	40.3	4.97	5.90	21.2	17.9	3.0	3.0	14.3	16.7	4.3	5.0
玉山金	2884 TT	增加持股	33.5	14,376	29.7	13.0	1.63	1.80	18.2	16.5	1.9	1.7	10.7	10.7	4.0	4.4
統一	1216 TT	增加持股	94.0	14,192	82.4	14.1	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之目的之資料派發。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](http://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有。