下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

发布时间：2026-09-15

证券研究报告 / 宏观专题报告

台湾专题 1：繁荣的悖论——出口高光下的内需坍塌

报告摘要：

本文作为台湾系列专题的第一篇，主要讨论台湾省的经济发展情况。总量层面，台湾省经济正处在由 AI 周期驱动的巅峰时刻，GDP 增速全球领先、出口规模持续创下新高、贸易顺差较大。**然而在结构层面，消费疲软、工业生产依赖于外需、行业之间分化加剧、居民体感温差较大，社会发展出现了极大的裂痕。**这一结构并非一朝一夕形成，自 2000 年以来，经济增长动力经历了从消费主导向出口主导的切换，出口繁荣与居民收入增长之间的传导链条已经松动。**于是我们看到现在的台湾省，出口越繁荣、经济越依赖出口、于是消费越被边缘化**

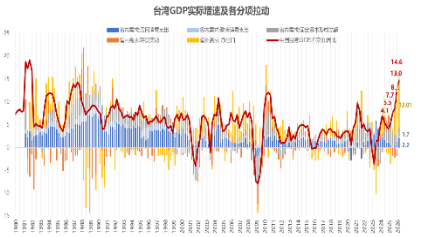
消费为何低迷？本文认为有四股力量正在系统性地掏空增长的微观基础：其一是产业结构转型切断了出口与就业的传统纽带，随着台湾省的产业结构从“劳动密集型”向“资本密集型”转变，支柱产业所能够吸纳的就业数量大幅削减。**其二是 K 型收入分配下，增长红利高度集中于极少数行业与人群之中。**经测算，只有 7.1%左右的就业人口享受了 AI 浪潮的红利，而绝大多数就业者处于被剥削的状态。**其三是新台币汇率长期被低估，于是输入性通胀压力加剧，这是一种对全体消费者征收的“隐形税”。**由于台湾省的能源、谷物自给率均偏低，因此汇率走弱直接引发了电价、油价与食品价格上涨，且通胀负担更多由高龄与低收入家庭承担，进而形成“汇率低估→补贴出口→进口涨价→输入性通胀→消费收缩”的负循环。**其四是人口的长期趋势呈现出少子化和老龄化特征，**65 岁以上人口占比已突破 20%，年龄中位数达 44.7 岁，在全球主要地区中名列前茅。因此这也导致全社会整体的消费活力不足、消费率低迷。

与此同时，上述问题也导致台湾省对于海外需求的可持续性，存在着极深的依赖，尤其是依赖于美国科技公司持续的资本开支、依赖于日本的材料供给，还依赖于地缘局势的稳定。可以说，任何一环如果出现了松动，都会沿着“出口→收入→消费”的断裂链条、放大的传导至整个宏观经济。

从 GDP 占比来看，台湾省也经历了失去的三十年。2001 年台湾省 GDP 占全中国比重的 18.9%，而 2025 年降至 4.3%，目前与上海市大体持平。台湾省的人均 GDP 虽仍为大陆平均水平的 2.5 倍，但并未等比例转化为民生福祉，“人均繁荣”掩盖了分配结构的贫瘠。此外，防务支出占总支出比重达 25.4%，大量资源被挤占而非投入经济建设与民生。**由此可见，台湾省经济发展处在一种繁荣的悖论之中。**

风险提示：地缘局势超预期、产业转型超预期。

台湾省 GDP 实际增速



相关报告

《东北海外经济专题报告：K 型经济的双响炮危机》

--20260909

《日经的未来：弹性靠 AI，兜底靠出海——日本系列专题二》

--20260808

《K 型二阶导，红利加成长》

--20260804

《日本系列专题一：国民性重塑的缺失、1940 体制与经济惯性》

--20260703

《【东北宏观】“多杀多”式暴跌后，大宗前景分析》

--20260201

证券分析师：杨旭
执业证书编号：S0550523070001
18115884078　　yangxu@nesc.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 台湾省经济高速增长背后的隐忧 4
2. 为何岛内消费日渐低迷？ 6
2.1. 产业结构转型下，出口增长不再普惠大多数人 6
2.2. 增长红利集中于仅 7.1%就业人口，不同行业体感温差巨大 8
2.3. 汇率低估，实则是对消费征收“隐形税” 10
2.4. 少子化老龄化，侵蚀长期消费能力 14
3. 工业占比“反常”不降反升？ 16
3.1. 并非全面繁荣，而是由半导体单一领域支撑 16
3.2. 台湾省内需求薄弱，工业生产最终还是依赖于外需市场 18
4. 贸易顺差是内外需失衡的真实写照 19
4.1. 外需支柱是中美，但因贸易战与 AI 重构等，美国占比反超大陆 19
4.2. 传统产业面临大陆竞争威胁，半导体是最后高地 20
4.3. 贸易顺差是内外需失衡的真实写照 22
5. 台湾省也经历了“失去的三十年” 23
6. 风险提示 25

图表目录

图表 1：台湾省 GDP 实际增速及各分项拉动（%） 4
图表 2：主要地区 Q1 GDP 同比增速（%） 5
图表 3：2000 年至今，台湾省出口结构变迁（%） 6
图表 4：台湾省出口商品占比结构变化（%） 7
图表 5：台湾省重点商品的出口占比与市占率变化（%） 7
图表 6：台湾省就业结构（%） 8
图表 7：台湾省半导体产业就业人口占比（万人，%） 8
图表 8：2025 年台湾省各行业的平均月薪（新台币） 9
图表 9：台湾省月薪水平靠前的行业变迁（新台币） 9
图表 10：台湾省半导体就业细分结构（万人） 10
图表 11：台湾省电子信息制造业员工占比（万人，%） 10
图表 12：新台币汇率走势与央行干预行为（2010 年均值=100） 10
图表 13：中国台湾省的能源自给率较低（升，%） 11
图表 14：台湾省发电结构变迁（%） 11
图表 15：台湾省发电结构（%） 11
图表 16：台湾省液化天然气 LNG 进口来源结构（%） 11
图表 17：台湾省进口能源结构（%） 12
图表 18：台湾省原油进口来源结构（%） 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：中国台湾省的粮食进口规模与自给率（吨，%）..... 12
图表 20：中国台湾省主要粮食进口来源..... 13
图表 21：中国台湾省的粮食自给率 （%）..... 13
图表 22：台湾省 CPI 通胀归因分解（%）..... 13
图表 23：2025 年不同家庭群体 CPI 负担对比..... 13
图表 24：输入性通胀因素内部分解（%）..... 14
图表 25：内生性通胀因素内部分解（%）..... 14
图表 26：新台币汇率与输入性通胀贡献的关系（%）..... 14
图表 27：台湾省人口总数变化（千人，%）..... 15
图表 28：主要地区 65 岁以上人口占比（%）..... 15
图表 29：主要地区的人口中位数 （岁）..... 15
图表 30：台湾省各区县的老龄化率（%）..... 16
图表 31：中国台湾省产业结构变化（%）..... 17
图表 32：可比地区的工业占 GDP 比重变化（%）..... 17
图表 33：中国台湾省半导体产业链全景图..... 17
图表 34：台湾省出口/GDP 比例远高于大陆（%）..... 18
图表 35：2023-2025 主要地区出口/GDP 比重对比（%）..... 18
图表 36：台湾省经济依赖于外需循环图..... 18
图表 37：中国台湾省外销订单金额-分目的地结构（百万美元）..... 19
图表 38：中国台湾省出口地区结构（%）..... 19
图表 39：出口品类结构：面向中国大陆和香港（%）..... 20
图表 40：出口品类结构：面向美国（%）..... 20
图表 41：出口品类结构：面向日本（%）..... 20
图表 42：出口品类结构：面向东盟（%）..... 20
图表 43：中国台湾省不同商品出口规模的 K 型分化（百万美元）..... 21
图表 44：台湾省外销订单金额-分类别结构（百万美元）..... 21
图表 45：台湾省出口商品占比结构变化（%）..... 21
图表 46：2000 年台湾省出口商品占比结构（%）..... 21
图表 47：2025 年台湾省出口商品占比结构（%）..... 21
图表 48：中国台湾省贸易差额变化（百万美元）..... 23
图表 49：台湾省 GDP 占中国 GDP 比重变化（%）..... 23
图表 50：主要地区 GDP 占中国 GDP 比重的对比（%）..... 23
图表 51：大陆 GDP 与台湾省 GDP 增速对比（%）..... 24
图表 52：主要地区的人均 GDP 对比（元）..... 24
图表 53：台湾省的防务支出占比明显偏高（%）..... 24

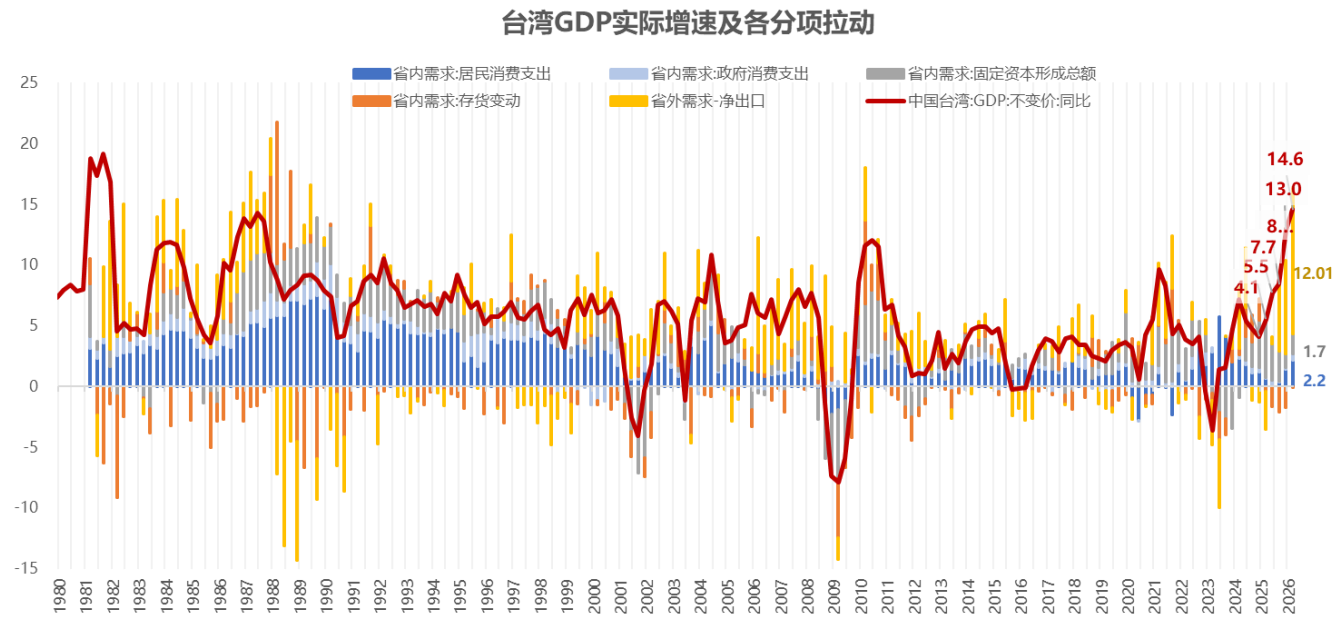
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 台湾省经济高速增长背后的隐忧

2026 年第一季度，台湾省 GDP 实际增速录得 14.6%，增速连续第五个季度抬升。与全球其他主要地区对比来看，台湾省的经济增速也是极为亮眼的——同期越南增长 7.8%、印度 6.0%、新加坡 5.6%、印尼 5.4%、中国大陆 5.0%、韩国 3.8%，美国 2.0%，日本仅 0.4%，德国 0.3%，俄罗斯则为-0.2%。

在 AI 算力竞赛进入白热化阶段的当下，台湾省的经济成绩单在某种程度上印证了一个叙事，即：作为全球晶圆代工的绝对中心，台湾省是本轮科技资本开支周期中关键的“卖水人”——芯片需求旺盛、产能紧俏，出口额与顺差连创新高。

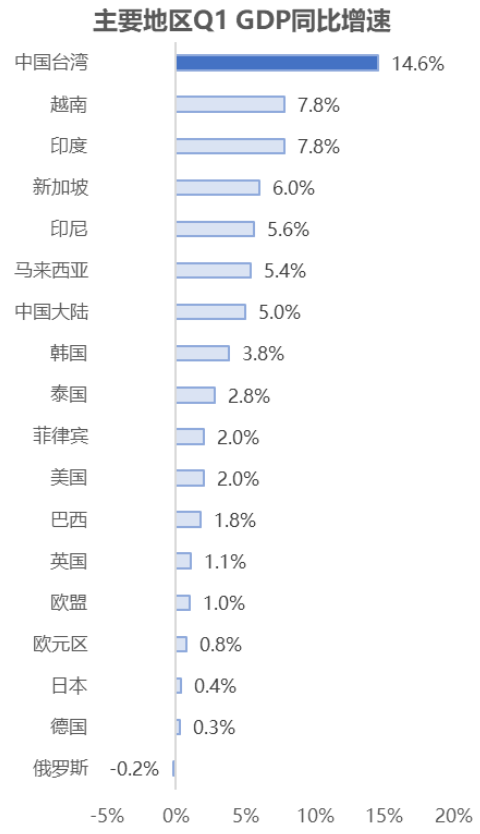
图表 1：台湾省 GDP 实际增速及各分项拉动（%）



数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：主要地区 Q1 GDP 同比增速（%）



数据来源：各国/地区统计局、央行，东北证券

从台湾省各经济分项对 GDP 的拉动来看，**2026 年第一季度，净出口对增速的贡献达到大约 12 个百分点，即 14.6%的增速中有超过八成直接来自外需，**这也指向了“出口主导型”经济体的特征仍在急剧强化。而与之形成对照的是，居民消费、政府消费与固定资本形成等“省内需求项”的合计拉动，在高速增长的表相之下显得相当单薄。

这种变化并非一朝一夕形成的。回看台湾省 1980 年至今的长周期经济转型，其经济增长驱动力出现过显著的切换：在 2000 年之前，居民消费支出是经济增长最主要的贡献项，消费、投资与出口大体构成一个相互支撑的正向循环；而最近几年，消费对经济总量的拉动作用明显转弱，而净出口的贡献度越来越高。**这一变化的实质是“出口繁荣”与“居民收入”之间传导链条的断裂——出口在增长，但增长不再像过去那样广泛地转化为就业、薪资与消费。**

于是这也构成了本文的核心判断：台湾省的出口越繁荣，经济越依赖出口，消费越被边缘化。这并不是一个周期性现象，是由四股结构性力量叠加而成的长期趋势，即产业结构转型、资源 K 型分配、汇率低估，以及少子化老龄化。

下载日志已记录，仅供内部参考

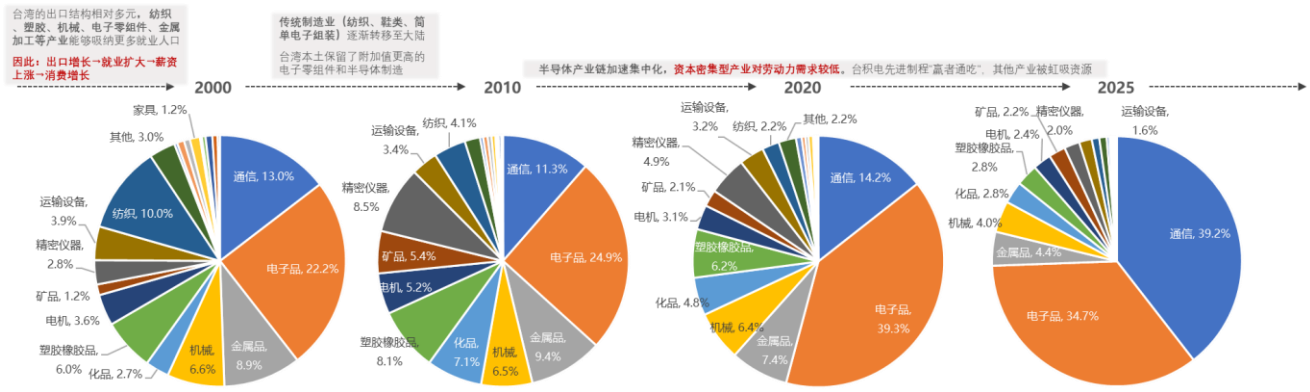
2. 为何岛内消费日渐低迷？

2.1. 产业结构转型下，出口增长不再普惠大多数人

出口的繁荣为何不再普及大众？第一个原因就是，随着台湾省的产业结构从“劳动密集型”向“资本密集型”转变，这直接改变了出口增长与就业、薪资之间的传统关系。

将时间拉回到 2000 年之前。彼时台湾省的出口结构更加多元化，除了通信产品和电子产品位居前列之外，纺织、塑胶、机械、金属加工等行业也都占据着相当重要的地位。**这些产业的单位附加值或许不及半导体，但都有一个共通的优势，就是吸纳就业的能力极强。**数以十万计的作业员、技术员与周边配套厂商，构成了一个宽口径的就业与薪资基本盘。**因此在那个年代，“出口增长→就业扩大→薪资上涨→消费增长”的链条是通畅的，意味着出口的繁荣能够比较均匀地覆盖到社会的多数阶层。**

图表 3：2000 年至今，台湾省出口结构变迁（%）



数据来源：Wind，东北证券

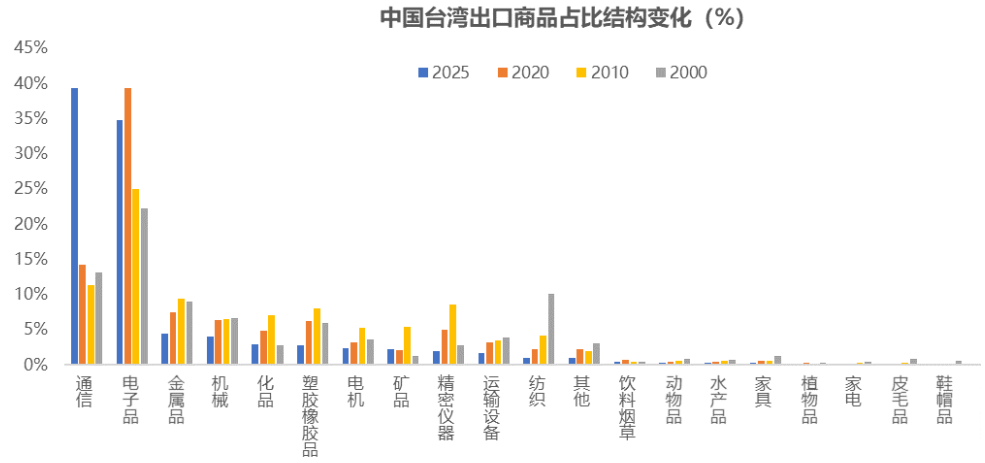
转折发生在两个阶段。第一个阶段是 2000 年代之后：2001 年底两岸先后加入 WTO，贸易壁垒下降之后，台湾省的传统制造业（纺织、鞋类、简单电子组装等）大量迁往土地成本与劳动力成本更加低廉的大陆地区；而台湾省本土则保留了附加值更高的电子零组件和半导体制造环节。

第二个阶段是 2010 年代之后：半导体产业链加速集中化，台积电在先进制程上形成“赢者通吃”的格局，于是有限的资本、人才、政策资源都被单一产业所虹吸，而其他产业则是在资源争夺中节节败退。

直至 2025 年，台湾省的出口结构已经完成了彻底的重塑。目前通信产品占 39.2%、电子品占 34.7%，两者合计 73.9%，较 2000 年合计占比 35.2%翻倍有余；而金属品萎缩至 4.4%、机械萎缩至 4.0%、纺织仅剩 2.2%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：台湾省出口商品占比结构变化（%）

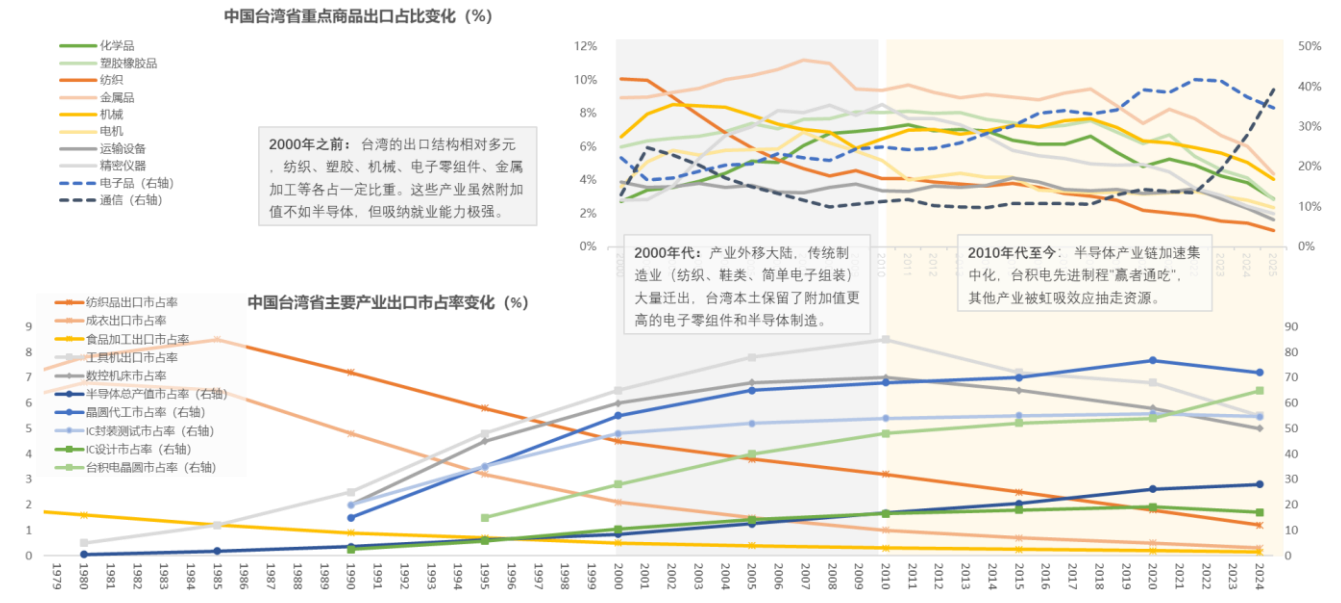


数据来源：Wind，东北证券

某种层面上看，台湾省出口结构极化的背后是一部产业兴衰史。从出口的市占率角度，纺织品、成衣、食品加工等传统行业的出口市占率自 1980 年代见顶后一路下行；工具机、数控机床的市占率在 2010 年前后见顶回落；与此同时，半导体总产值、晶圆代工、IC 封装测试、IC 设计的市占率持续攀升，台积电一家的晶圆代工市占率长期稳定在 60%以上。

但问题在于，半导体是典型的资本密集型产业，其对劳动力的需求远低于当年的纺织业与电子组装业。产业越高端，单位产值所创造的就业越少，出口结构的升级，在就业意义上反而是一种剥削——这也解释了一个看似矛盾的现象，即为什么在出口空前繁荣的年份，台湾省的社会总需求反而显得疲惫。

图表 5：台湾省重点商品的出口占比与市占率变化（%）



数据来源：Wind，东北证券

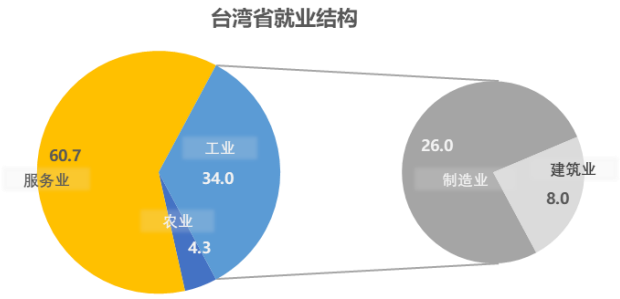
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 增长红利集中于仅 7.1%就业人口，不同行业体感温差巨大

如果说产业结构的转型决定了“靠什么增长”的问题，那么资源分配解决的就是“增长成果归谁”的问题。台湾省的答案是——增长红利高度集中于极少数行业与人群，形成典型的 K 型分化。

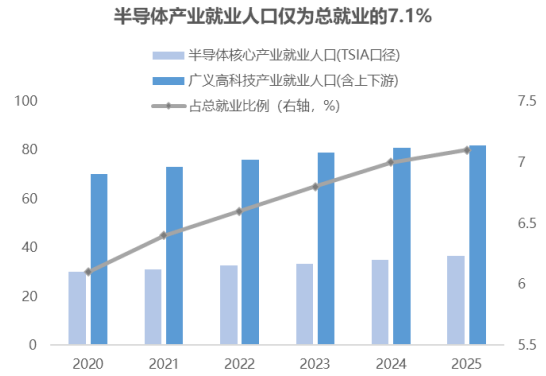
从就业结构看，台湾省服务业就业占比约为 60.7%，工业占比约为 34.0%，农业占比约为 4.3%。然而，作为岛内经济命脉的半导体核心产业（按台湾半导体产业协会 TSIA 口径，涵盖 IC 设计、晶圆制造、封测三环节）只吸纳了 7.1%的就业人口，即便把上下游计入，广义高科技产业的就业占比也仅为 15.9%。

图表 6：台湾省就业结构（%）



数据来源：台湾主计总处、国家统计局，东北证券

图表 7：台湾省半导体产业就业人口占比（万人，%）



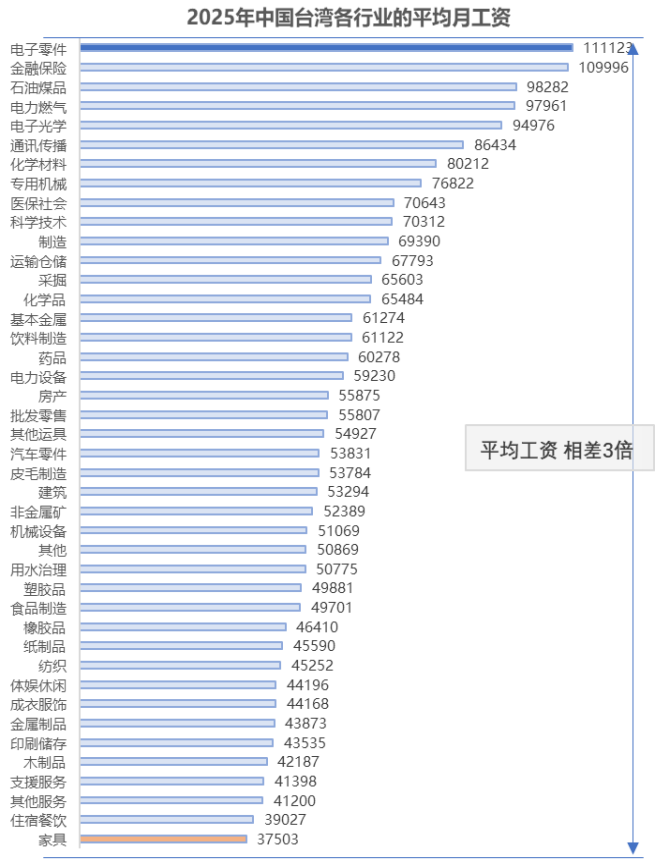
数据来源：TSIA（台湾半导体产业协会）、工研院产科国际所、台湾主计总处、各公司年报，东北证券

薪资数据也体现出巨大的温差。从 2025 年台湾省各行业平均月薪排序来看，电子零件业以 111123 元（新台币，下同）高居榜首，金融保险 109996 元、石油煤品 98282 元、电力燃气 97961 元、电子光学 94976 元、通讯传播 86434 元紧随其后。而在最下方，家具、住宿餐饮、其他服务等行业仅为 44000 元上下。**最高月薪行业与最低月薪行业的平均工资差距大约 3 倍，且部分行业的薪资增速甚至长期跑输通胀。**

同处于一个地区，身处半导体集群的从业者经历的是高景气、加薪与分红的循环，是时代的宠儿；而传统服务业与制造业从业者感受到的则是原地踏步的收入水平、不断上涨的物价、以及巨大的被剥削感。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：2025 年台湾省各行业的平均月薪（新台币）



数据来源：Wind，东北证券

回溯过去四十余年的高薪行业排序变化：1980 年代位居前列的是电力燃气、房地产、金融保险；1990 年代是石油煤品、金融保险、通讯传播；2000 年代电子零件开始跻身前列；到了 2020 年与 2025 年，电子零件、电子光学已稳居前五。**总体来看，高薪行业逐渐从特许行业过渡至高科技制造业，然而后者的高薪所覆盖的就业人口极为有限，远不足以撑起整体消费。**

图表 9：台湾省月薪水平靠前的行业变迁（新台币）

中国台湾月薪水平靠前的行业变迁												
时间	2025		2020		2010		2000		1990		1980	
1	电子零件	111123	电力燃气	94761	电力燃气	96523	电力燃气	91805	电力燃气	47466	房地产	17961
2	金融保险	109996	金融保险	94557	石油煤品	90855	石油煤品	84635	石油煤品	47088	电力燃气	14944
3	石油煤品	98282	石油煤品	89133	金融保险	74219	通讯传播	62759	金融保险	39061	金融保险	14103
4	电力燃气	97961	电子零件	83481	化学材料	66277	金融保险	60872	通讯传播	36866	通讯传播	13708
5	电子光学	94976	电子光学	81296	通讯传播	64266	化学材料	55610	房地产	33984	石油煤品	12852
6	通讯传播	86434	化学材料	76525	医保社会	57897	医保社会	53397	化学材料	33013	医保社会	12724

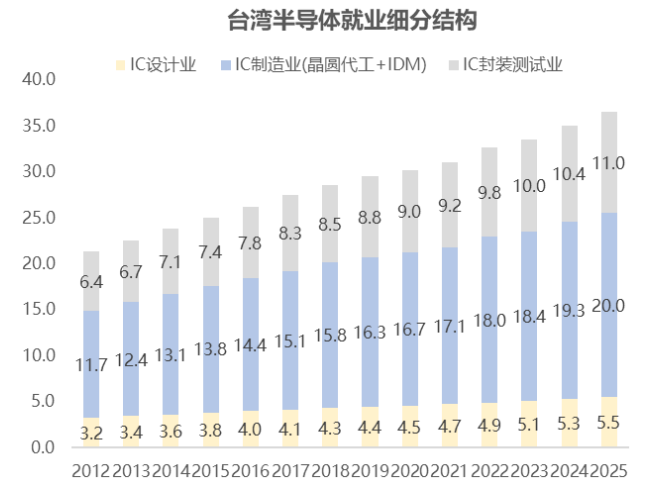
数据来源：Wind，东北证券

我们进一步看目前薪资水平名列前茅的电子信息产业，其就业占比约为整体制造业的 30%-32%，反映出台湾省制造业的重心实质上已经电子化。**然而，电子产业内部的收入分层同样剧烈——晶圆厂的设备工程师与封测厂的产线工人、IC 设计公司的资深工程师与下游组装厂的派遣工，其收入差距不亚于行业之间的差距。**

下载日志已记录，仅供内部参考

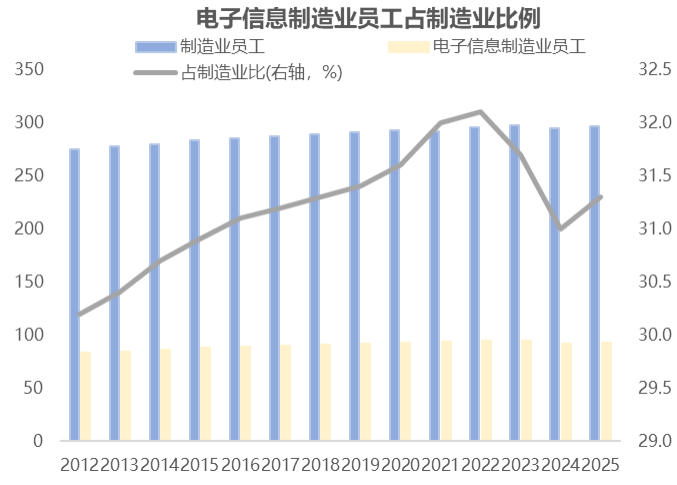
此外，台湾制造业还存在大量派遣工与约聘工，非正规就业拉低了平均薪资水平，这一点在本系列报告的第二篇中还会展开。

图表 10：台湾省半导体就业细分结构（万人）



数据来源：TSIA（台湾半导体产业协会）、工研院产科国际所、台湾主计总处，东北证券

图表 11：台湾省电子信息制造业员工占比（万人，%）



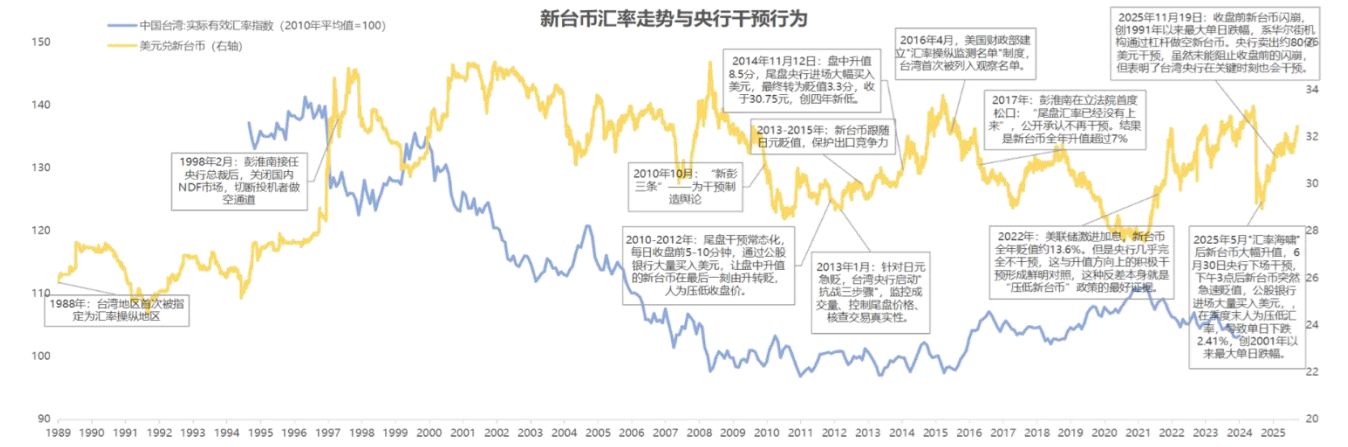
数据来源：台湾经济部统计处、台湾主计总处受雇员工调查，东北证券

总的来看，当不同行业之间的体感存在巨大的裂痕时，当增长红利只被 7.1%的就业人口享受时，当边际消费倾向最高的中低收入群体收入增长迟缓时...全社会的消费能力自然无法随 GDP 同步扩张，这在宏观数据上表现为消费率的持续走低。

2.3. 汇率低估，实则是对消费征收“隐形税”

第三个制约消费潜力的因素是汇率，即新台币汇率被系统性低估。根据《经济学人》的大麦克指数，新台币被低估约 55%，是全球最被低估的货币之一。尽管这一测算未必精准，但其方向性结论获得了广泛的认可——长期以来，为了维持出口竞争力，台湾地区的货币与汇率政策在客观上为出口部门提供了持续补贴。

图表 12：新台币汇率走势与央行干预行为（2010 年均值=100）



数据来源：Wind，东北证券

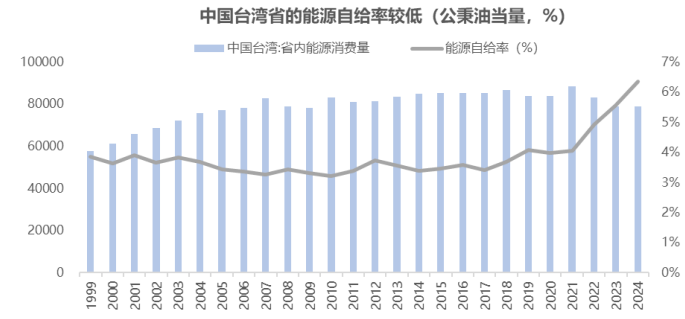
下载日志已记录，仅供内部参考

事实上，“汇率被低估”本质上是一种“隐形税”：即从全体消费者的购买力中抽走一部分，补贴给出口企业。普通民众以更高的本币价格购买进口商品，出口厂商则以更有竞争力的价格抢占海外市场。

而这笔“隐形税”的杀伤力，在一定程度上取决于经济体对于进口的依赖程度。但问题是，台湾省恰恰是一个能源与粮食都高度依赖外部供给的地区，这就导致其汇率低估的代价被明显放大。

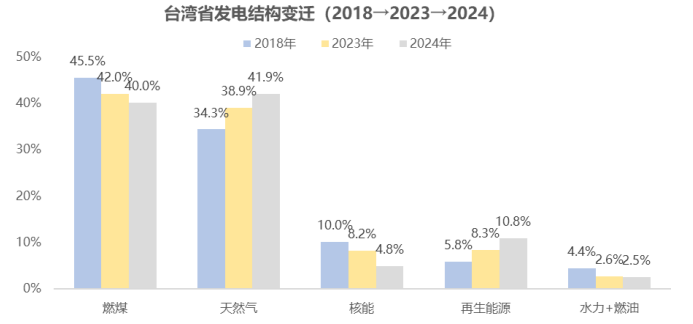
首先是能源。台湾省几乎不产油气，煤炭产量亦可忽略不计，能源自给率长期徘徊在10%以下的极低水平，岛内能源价格极易受国际市场与本币汇率波动的干扰。从2024年的发电结构来看，其中天然气发电占比为41.9%、燃煤发电占比为40.0%，两者合计超过八成，但是这些燃料几乎全部依赖于进口；再生能源发电占比仅为10.8%，核能在“非核家园”政策下萎缩至4.8%。

图表 13：中国台湾省的能源自给率较低（公秉油当量，%）



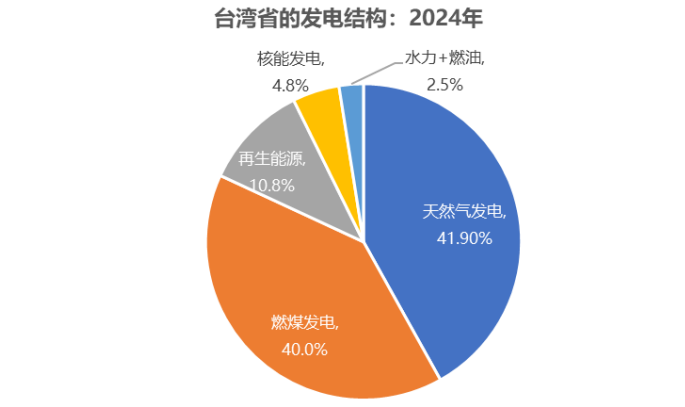
数据来源：Wind，东北证券

图表 14：台湾省发电结构变迁（%）



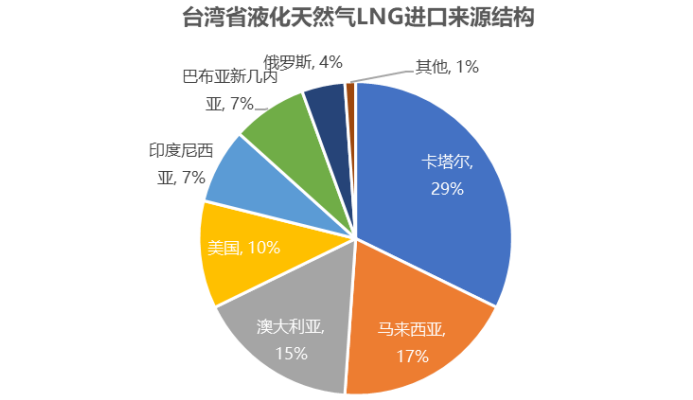
数据来源：Wind，东北证券

图表 15：台湾省发电结构（%）



数据来源：Wind，东北证券

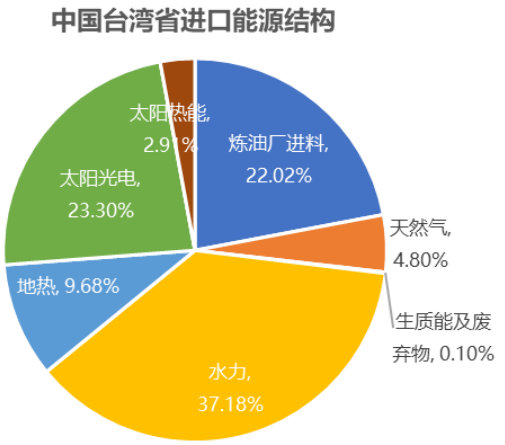
图表 16：台湾省液化天然气LNG进口来源结构（%）



数据来源：Wind，东北证券

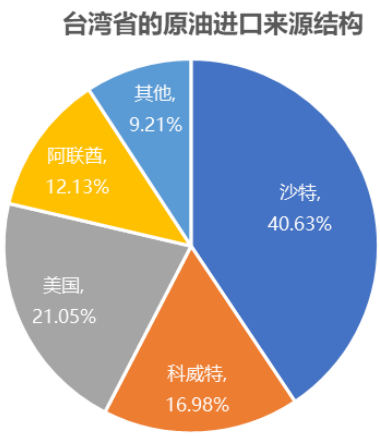
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17：台湾省进口能源结构（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 18：台湾省原油进口来源结构（%）

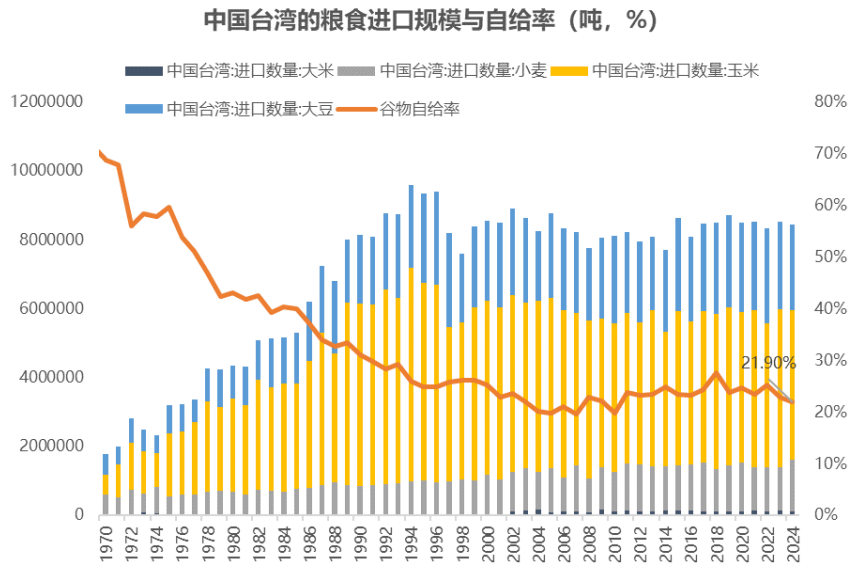


数据来源：Wind，东北证券

其次是粮食，除了大米能够基本自给自足之外，台湾省的主粮与饲料粮均严重依赖进口——最新数据显示，整体谷物自给率仅 21.9%，其中小麦自给率不足 3%、玉米不足 1%、大豆几乎为零。从进口来源地区上看，玉米进口高度依赖于美国、巴西和阿根廷，小麦进口高度依赖于美国、澳大利亚和加拿大，大豆则是重点依赖美国和巴西。

由此可见，作为一个能源与食品供给都建立在进口依赖基础上的经济体，其汇率的贬值最终会传导为电价、油价的上涨与食品价格的抬升，侵害广大的普通民众。

图表 19：中国台湾省的粮食进口规模与自给率（吨，%）



数据来源：Wind，东北证券

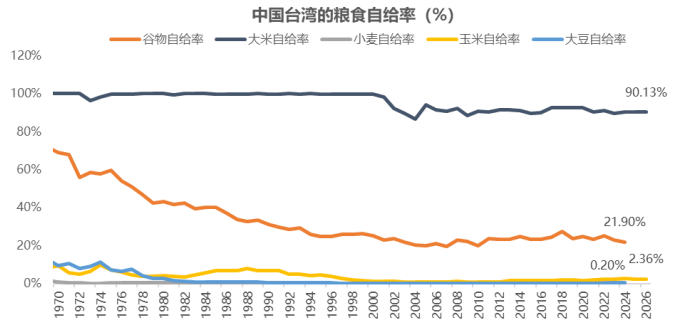
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20：中国台湾省主要粮食进口来源

中国台湾地区主要粮食进口来源			
粮食品种	进口依赖度	主要来源国	备注
玉米	约97%-98%	美国、巴西、阿根廷	饲料用
小麦	99%以上	美国、澳大利亚、加拿大	食用加工
大豆	99%以上	美国、巴西	饲料+榨油
大米	约9%-10%	美国、泰国	主食补充
合计	约70%	美国为主	年进口总量近900万吨

数据来源：台湾财政部门进出口贸易统计、USDA GAIN 报告，台湾农业部门《粮食供需年报》，东北证券

图表 21：中国台湾省的粮食自给率 （%）



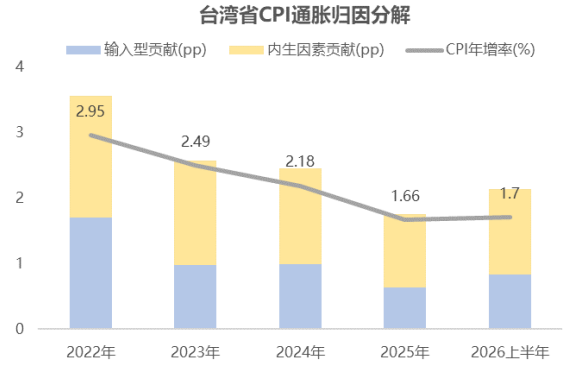
数据来源：Wind，东北证券

下图拆解了台湾省 CPI 数据的归因结构，2022-2026 年的数据表明，台湾省的物价上涨中大约一半乃至六成是由输入性因素所导致的；而输入性通胀的内部构成中，进口能源贡献最大，进口食物与进口原材料次之。

更发人深省的是通胀的分配效应，2025 年不同家庭群体的 CPI 负担对比显示：高龄家庭（65 岁以上）面临的物价指数为 110.41、承受的通胀压力最大，低收入家庭为 110.22，而高收入家庭仅为 109.2，整体平均为 109.6。**其原因不难理解，低收入与老年家庭的消费篮子中，食物与能源等必需品占比更高，而这些恰恰是输入性通胀的重灾区；高收入家庭的消费篮子中服务与耐用品占比更高，受进口价格波动的影响相对温和。**

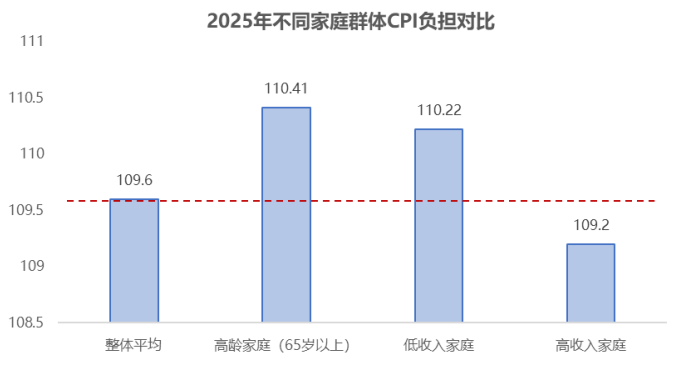
因此我们把上述逻辑链条串联起来就会发现：汇率低估→补贴出口企业→进口能源与食品涨价→输入性通胀→低收入与高龄家庭购买力受损→消费进一步收缩。

图表 22：台湾省 CPI 通胀归因分解（%）



数据来源：Wind，东北证券

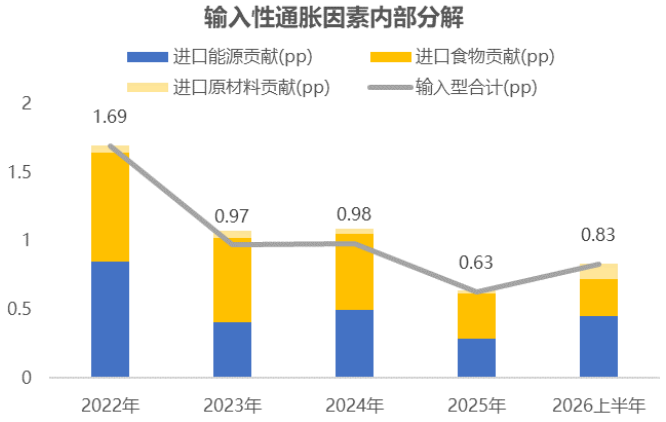
图表 23：2025 年不同家庭群体 CPI 负担对比



数据来源：Wind，东北证券

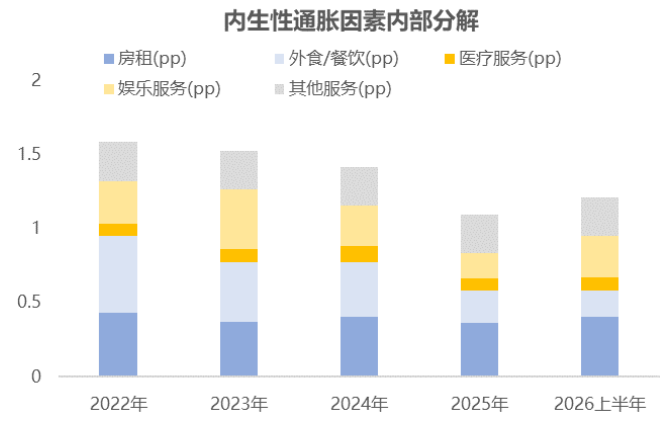
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：输入性通胀因素内部分解（%）



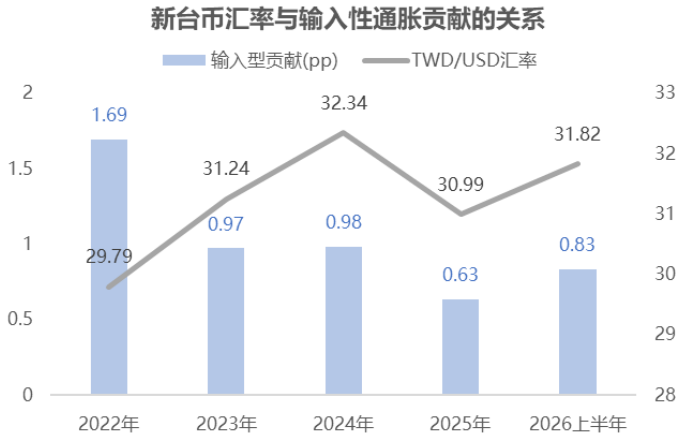
数据来源：Wind，东北证券

图表 25：内生性通胀因素内部分解（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 26：新台币汇率与输入性通胀贡献的关系（%）



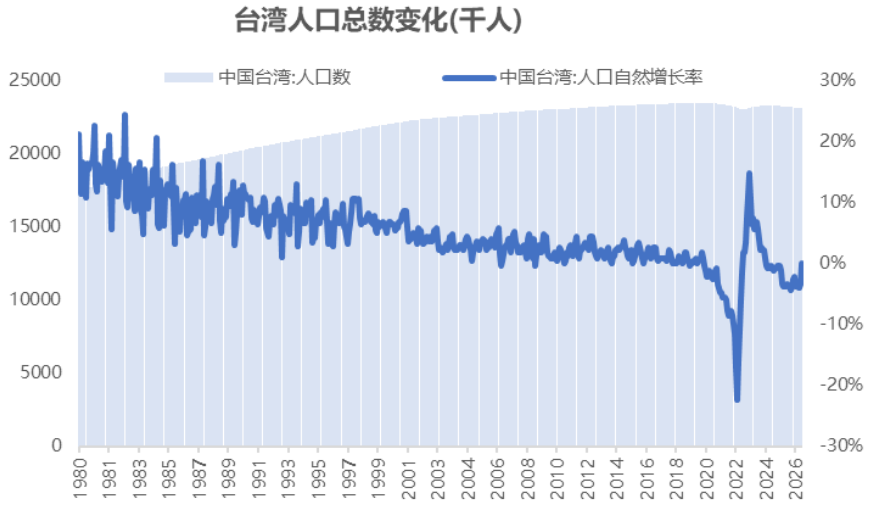
数据来源：Wind，东北证券

2.4. 少子化老龄化，侵蚀长期消费能力

最后，从台湾省的人口结构来看，岛内长期消费的存量基础也较为薄弱。2024 年之后，台湾省的人口自然增长率就已经转负，目前总人口约为 2300 万。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27：台湾省人口总数变化（千人，%）

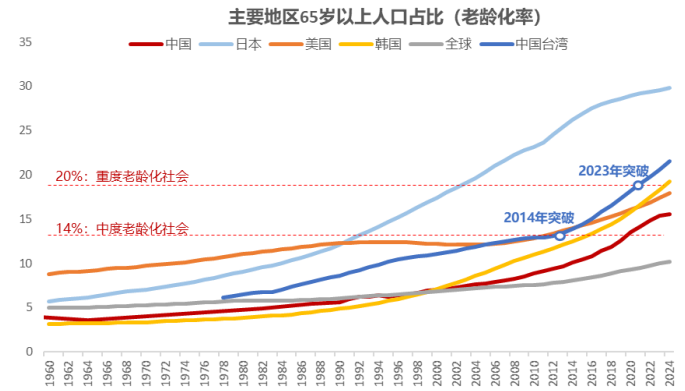


数据来源：Wind，东北证券

从人口年龄结构来看，老龄化进程不断加深——2014 年台湾省 65 岁以上人口占比正式突破 14%阈值，进入中度老龄化社会；2023 年该比例进一步突破 20%，进入重度老龄化社会，仅次于日本。从全球主要地区年龄中位数的对比来看，台湾以 44.7 岁位居前列，仅次于日本（48.4）、意大利（47.3）、德国（45.7）、西班牙（44.9）与中国香港（44.8）。**然而，台湾省的“人口年龄”虽然已经与最老牌的发达经济体相当，但其社会保障体系与财富积累的厚度却远不及后者。**

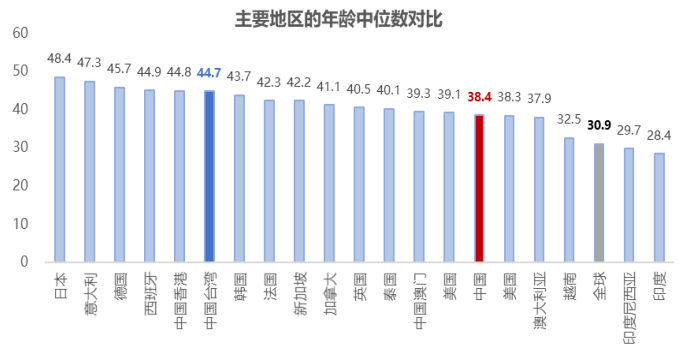
老龄化社会的消费率天然偏低，这背后有三层原因：其一，老年人的消费倾向较低，消费高度集中于必需品，对耐用品与服务的增量贡献有限。其二，年轻人口的萎缩直接抑制了购房、婚育与育儿需求，而这些反而是内需中最具乘数效应的部分。其三，劳动人口萎缩导致税基缩小、财政收支承压，政府消费（公共支出）的能力同样受限。因此这意味着，即便前文提到的收入分配问题找到了有效的解决方案，但人口结构本身也在限制消费天花板。

图表 28：主要地区 65 岁以上人口占比（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 29：主要地区的人口中位数 （岁）



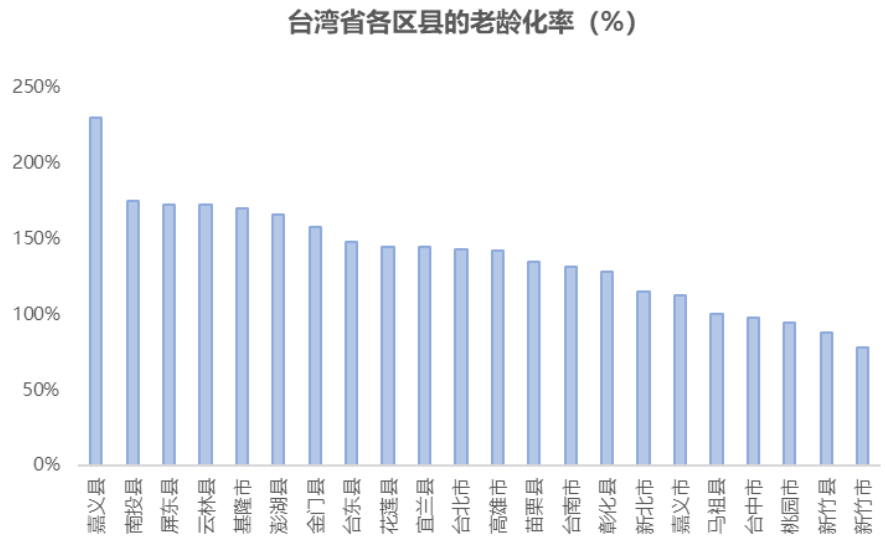
数据来源：Wind，东北证券

区域层面的数据也揭示了这种“年龄结构分布失衡”的纵深，台湾省各县市的老龄化率差异极大，其中嘉义县、南投县、屏东县、云林县等农业县的老龄化程度

下载日志已记录，仅供内部参考

最深；相反，吸纳了较多科技产业集群的新竹市、新竹县、桃园市，其人口整体相对年轻。**近年来，台湾省人口与产业持续向北部科技走廊集中，南部与东部加速“老龄化”和“空心化”，岛内区域间也呈现出明显的 K 型分化。**

图表 30：台湾省各区县的老龄化率（%）



数据来源：Wind，东北证券

此外值得注意的是，本节提到的人口因素，与前文三大因素（产业转型、资源分配、汇率贬值）之间存在某种正反馈：半导体产业的就业高度集中于高学历、高收入的窄口径人群之中，这部分群体的婚育意愿与生育率本身就偏低；而承担更多生育成本的中产与中下收入群体，又恰恰是 K 型分配中的被剥削者。于是，低薪、高房价与少子化互为因果，形成了一个自我强化的低生育陷阱——这也是东亚经济体的共同困境，但台湾省正处在其中最陡峭的一段下坡路上。

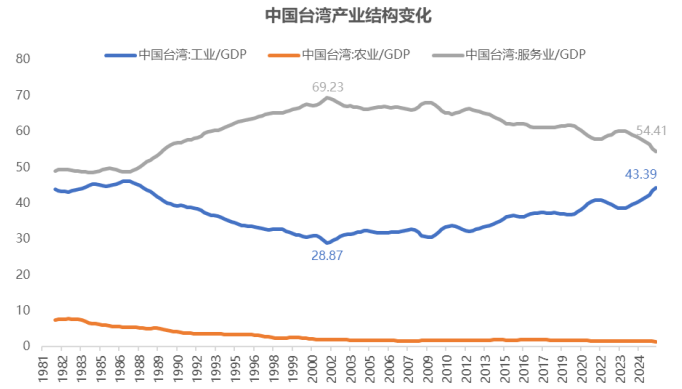
3. 工业占比“反常”不降反升？

3.1. 并非全面繁荣，而是由半导体单一领域支撑

讨论完“导致消费低迷的四个因素”之后，**再来审视台湾省产业结构中的另一个较为异常的现象，即工业占 GDP 比重的走势不降反升。**按照经济发展的一般规律，一个经济体越发达，服务业占比越高，工业占比应当趋势性回落，比如日本与新加坡在进入 21 世纪后均经历了工业比重的持续回落，韩国近年大体持平，唯有台湾省的工业占比在 2002 年触底（28%附近）之后持续反弹，目前已回升至 35%上下。这在发达经济体中几乎是孤例。

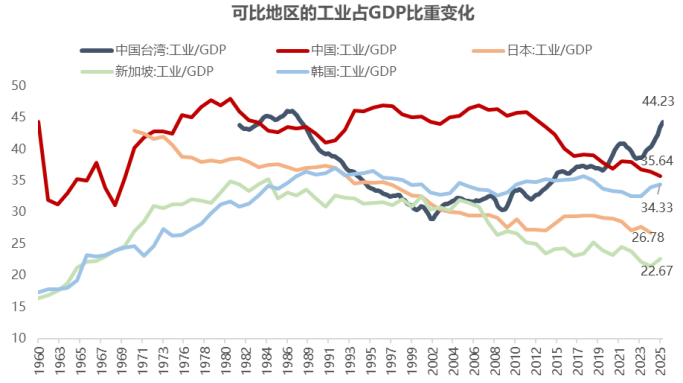
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31：中国台湾省产业结构变化（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 32：可比地区的工业占 GDP 比重变化（%）



数据来源：Wind，东北证券

但这种工业占比的反常回升，并不意味着制造业的全面繁荣，而是几乎完全由半导体这一单一领域支撑。半导体并非孤立行业，而是一条能拉动上下游的产业链——从 IC 设计（联发科、联咏、瑞昱）、晶圆代工（台积电、联电、力积电）、封测（日月光、力成、京元电子）、设备与材料通路（汉民、崇越），到周边的 PCB（印刷电路板）、被动元件、散热模组与精密机械，构成了一个庞大的产业集群。于是，在台湾省“台积电领跑、群雁跟随”的集群效应下，单由半导体一个产业的扩张就能拉高整个工业占比。而在剔除了半导体行业之后，其余工业部门的表现乏善可陈，部分传统行业甚至是萎缩的。

图表 33：中国台湾省半导体产业链全景图



数据来源：东北证券绘制

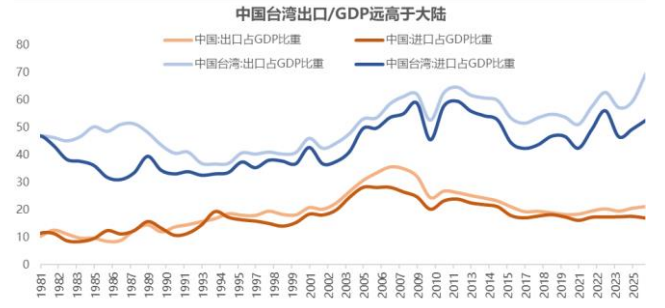
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 台湾省内需求薄弱，工业生产最终还是依赖于外需市场

台湾省工业占比高的同时，工业生产高度依赖于出口。作为一个人口仅约 2300 万的地区，台湾省的内需市场较为有限，工业产能高度依赖于海外市场的消化能力，于是久而久之形成了现如今的代工模式——产能建在本地、需求全部在海外、本地消费市场几乎无法参与工业产出的分配。

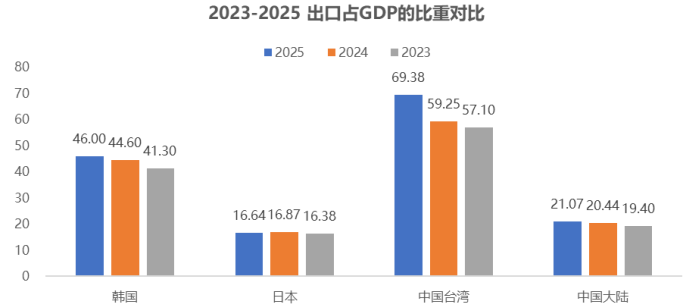
数据上看，台湾省出口占 GDP 的比重已攀升至接近七成，同期中国大陆仅为 21%左右；即便是与同样属于“外向型经济体”的韩国（约 46%）相比，台湾省也高出二十多个百分点，与日本（约 17%）更不在一个量级。因此，**这种极致的外向型特征也指向了，台湾省经济增长对外需波动的敏感度较高。**

图表 34：台湾省出口/GDP 比例远高于大陆（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 35：2023-2025 主要地区出口/GDP 比重对比（%）



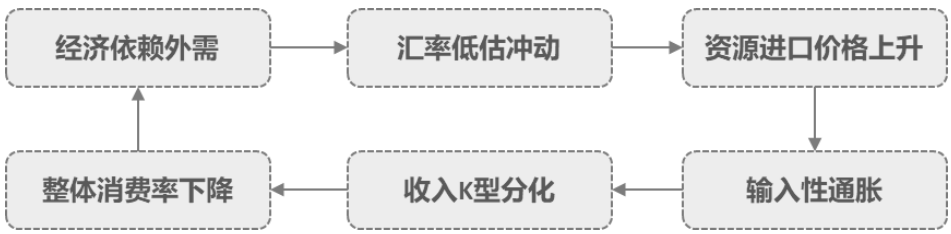
数据来源：Wind，东北证券

但这会进一步带来三类系统性风险。其一，经济增长几乎完全由外需驱动，缺少强大的内需作为缓冲垫，一旦外部需求波动，经济总量的波动会被直接放大，例如 2022 年下半年全球消费电子需求塌陷时，台湾出口急跌，就是一次预警。

其二，为了维系出口竞争力，新台币汇率天然存在贬值冲动，而如前文所述，这会通过输入性通胀加剧贫富分化，进一步压制内需，形成“内需越弱→越依赖出口→越压汇率→内需更弱”的负循环。

其三也是最重要的一条，即台湾省对外需市场的高度依赖，会放大其在地缘政治上的自主性的缺失。经济上不具有独立性的地区，政策与安全上的自主性同样无从谈起；而当出口产品具有战略意义时，贸易问题会自动升级为安全与政治问题。

图表 36：台湾省经济依赖于外需循环图



数据来源：东北证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

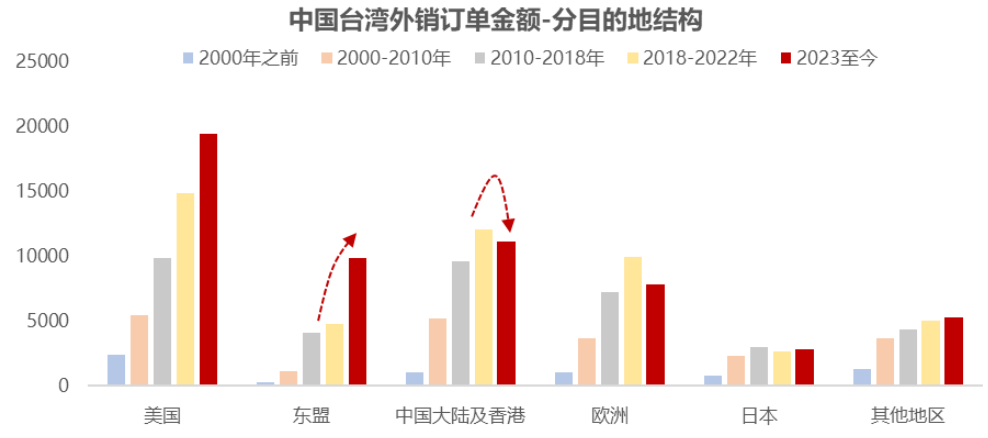
4. 贸易顺差是内外需失衡的真实写照

4.1. 外需支柱是中美，但因贸易战与 AI 重构等，美国占比反超大陆

既然台湾省的经济增长高度依赖于外需分项，那么本章我们便拆解一下外需的结构性特征。**首先一个问题是，外需从哪里来？**

从最近十几年的外贸结构变化中可以发现，外需支柱已经从中国大陆转向了美国。长期以来，美国、中国大陆与中国香港都是台湾省最重要的外贸目的地。但在趋势上，台湾省对中国大陆及香港的出口规模自 2022 年高点回落，部分订单与产能转移至东盟，这与中国大陆部分制造业产业链外迁东南亚直接相关；与此同时，台湾省对美出口持续攀升，并在本轮周期中彻底反超大陆，即美国重新成为台湾省最大的出口目的地。

图表 37：中国台湾省外销订单金额-分目的地结构（百万美元）



数据来源：Wind，东北证券

图表 38：中国台湾省出口地区结构（%）



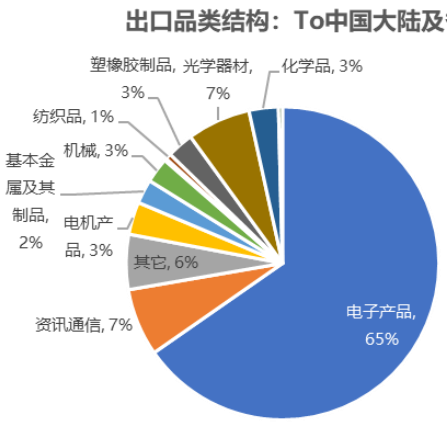
数据来源：Wind，东北证券

其次，再从商品结构来看，台湾省对各主要地区出口中的最主要品类就是芯片，或者芯片相关产品。例如，其对美出口中，电子产品和资讯通信分别占比 44%、40%；对大陆及香港出口中，上述两者占比分别为 65%、7%；对日本出口中，资

下载日志已记录，仅供内部参考

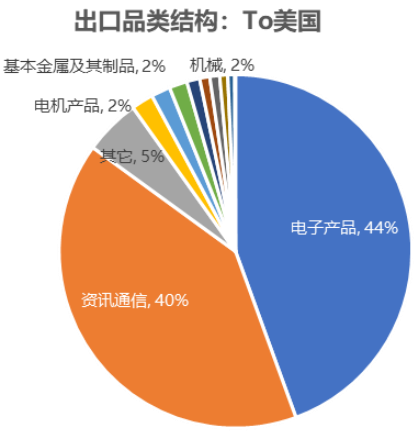
讯通信与电子各占三分之一左右；对东盟出口中，电子产品占 43%、资讯通信占 38%。

图表 39：出口品类结构：面向中国大陆和香港（%）



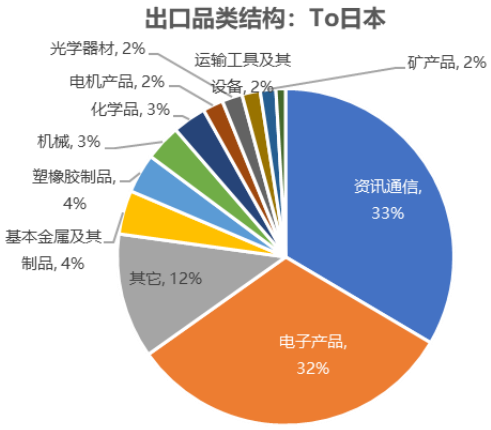
数据来源：Wind，东北证券

图表 40：出口品类结构：面向美国（%）



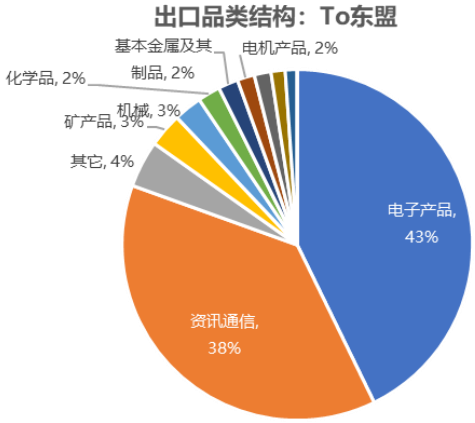
数据来源：Wind，东北证券

图表 41：出口品类结构：面向日本（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 42：出口品类结构：面向东盟（%）



数据来源：Wind，东北证券

事实上，这种目的地结构切换的背后，有两个关键驱动节点。**第一是 2018 年中美贸易战之后，转单效应叠加台商回流的产能重组，使美国在台湾省出口结构中的占比快速反弹，同期大陆与香港占比明显回落。第二是 2023 年 AI 叙事出现、半导体产业景气度逐渐升温之后，美国科技公司大规模采购台湾生产的显卡、芯片与服务器用于数据中心建设，**并且英伟达的 GPU 直接从台湾出口美国，不再经由大陆组装。

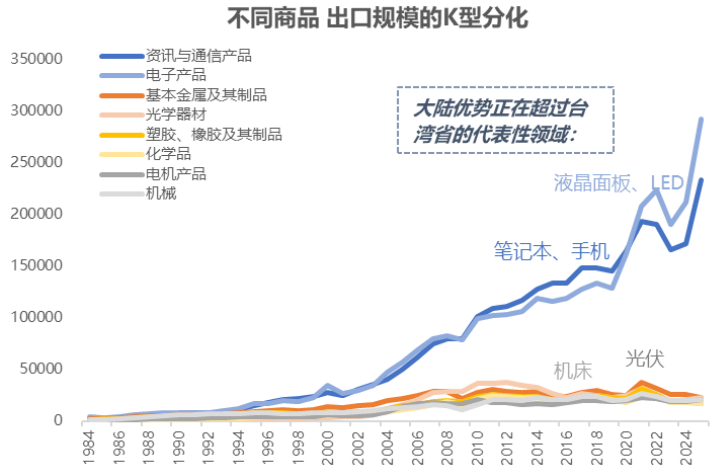
4.2. 传统产业面临大陆竞争威胁，半导体是最后高地

另一方面，台湾省对大陆出口收缩的背后还有一层原因，即竞争。从过去二十年的发展历程来看，台湾省的传统优势产业，凡是中国大陆实现技术突破的领域——如 LED、液晶面板、机床、钢铁、石化、纺织品、被动元件等——台湾省对应产业随即走向衰退。比如，大陆的液晶面板产业在 2010 年代后期完成对台湾双虎

下载日志已记录，仅供内部参考

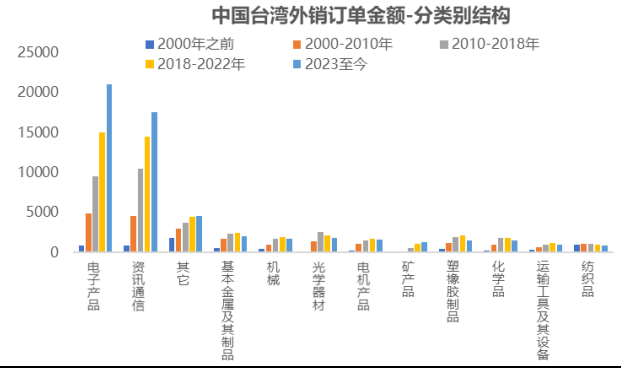
（友达、群创）的反超，机床、被动元件等领域的国产替代亦在推进。**因此，半导体成为了台湾省仅存的、大陆尚未形成全面竞争的“最后高地”。**

图表 43：中国台湾省不同商品出口规模的 K 型分化（百万美元）



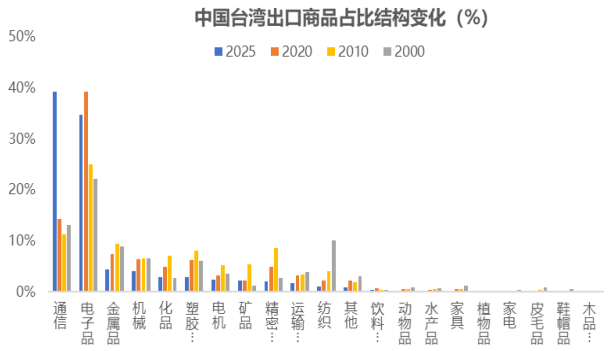
数据来源：Wind，东北证券

图表 44：台湾省外销订单金额-分类别结构（百万美元）



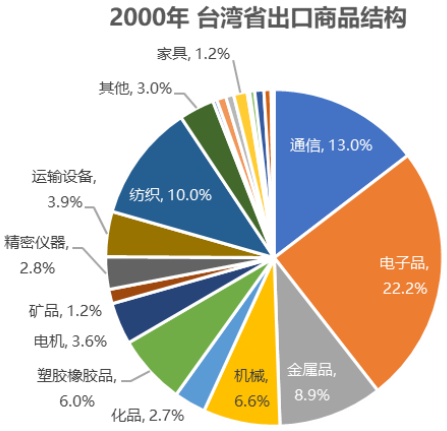
数据来源：Wind，东北证券

图表 45：台湾省出口商品占比结构变化（%）



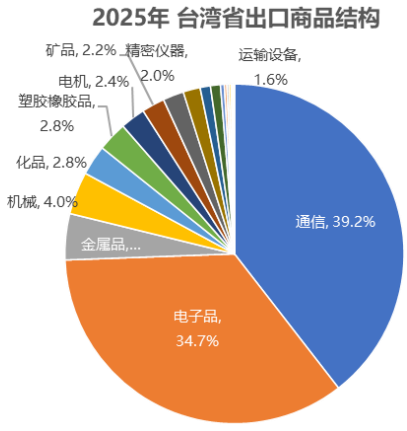
数据来源：Wind，东北证券

图表 46：2000 年台湾省出口商品占比结构（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 47：2025 年台湾省出口商品占比结构（%）



数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

也正因如此，围绕这一高地的资源虹吸愈发极端。为了维持仅存的竞争力，资本、人才、政策全方位向半导体集中，传统产业加速空心化，形成了一定意义上的“荷兰病”。

然而从长期来看，这一仅存的高地也未必高枕无忧。随着大陆半导体产业的加速发展，以及国产设备与材料的加速替代，两岸在成熟制程领域的差距正在缩小。

4.3. 贸易顺差是内外需失衡的真实写照

长期的贸易顺差也是台湾省经济发展失衡的体现，指向了内需乏力、进口疲软、产出依赖外需出清的特征。

从台湾省对不同地区的贸易差额变化来看：（1）对日本，台湾省是长期稳定的贸易逆差，这是因为台湾省需要从日本进口光刻胶、硅晶圆、高端化学材料与精密设备等半导体生产的重要投入品。这也反映出了台湾省出口竞争力的脆弱基础是建立在日系材料与设备的进口依赖之上的，如果地缘冲突导致日本对台实施出口管制，那么台湾省的出口能力将受到明显损伤。

（2）对中国大陆，台湾省是贸易顺差，但顺差规模先升后降。在 2001 年底两岸先后加入 WTO、关税壁垒下降之后，贸易顺差开始明显增加，这段时间两岸形成了“大陆设厂→半成品与零组件返台→成品出口大陆”的三角贸易模式。但在 2010 年《海峡两岸经济合作框架协议》（ECFA）签署后，大陆对台湾实施单方面关税减让，而台湾对大陆产品却长期维持 2500 多项准入禁令，这种“单边让利”的格局导致贸易顺差进一步膨胀，一直持续至 2022 年。随着 2022 年下半年以来，全球消费电子需求崩塌，大陆厂商进入去库存周期，因此对台湾半导体、面板与存储的采购大幅收缩，贸易顺差开始回落。
实际上，如果没有大陆市场的长期支撑，台湾省将失去可观的成长动能，换言之，长期以来，台湾省经济的发展离不开大陆市场的兜底。

（3）对中国香港，台湾省稳步提高其贸易顺差规模。但这背后很大比例是大陆需求经香港转口的体现，本质上仍是对大陆顺差的另一种呈现方式。

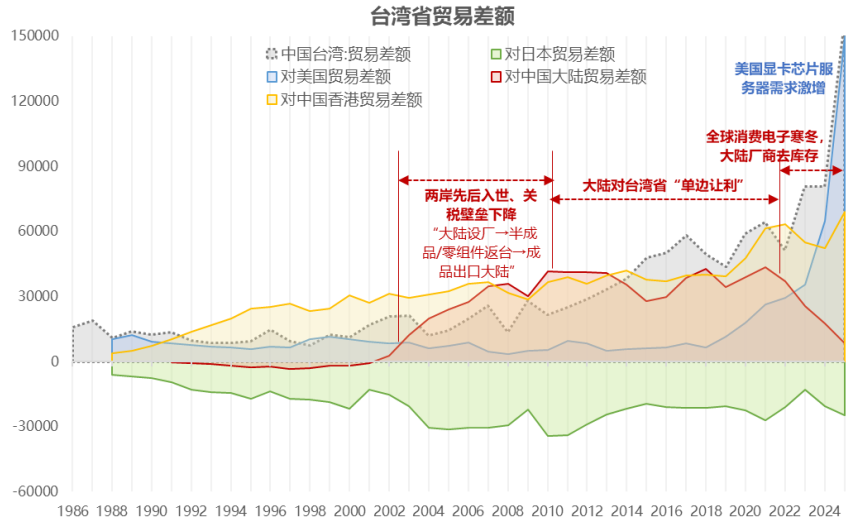
（4）对美国，台湾省的贸易顺差在 2018 年之后加速增长。背后原因与前文提到的出口结构切换的逻辑一致，即先是由中美贸易战带来的转单需求，后来是 AI 爆发带来的显卡、芯片与服务器采购潮。

总体来看，下图中的四条曲线勾勒了台湾省贸易顺差的大致轮廓，一极系于大陆市场曾经的承接，但这一极正在退潮；另一极系于美国 AI 资本开支的兴起，这一极仍然较强，但持续性有待观察。**一旦半导体领域出现景气拐点、外需动力下滑，或产业供应链面临断裂风险，台湾省的整体经济将承受巨大冲击。现如今顺差越大，这种结构性的脆弱反而越深。**



下载日志已记录，仅供内部参考

图表 48：中国台湾省贸易差额变化（百万美元）

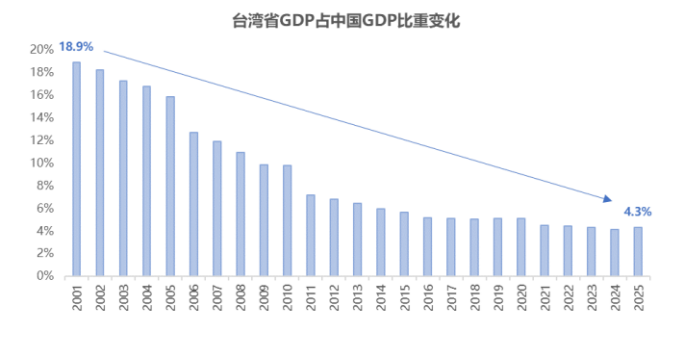


数据来源：Wind，东北证券

5. 台湾省也经历了“失去的三十年”

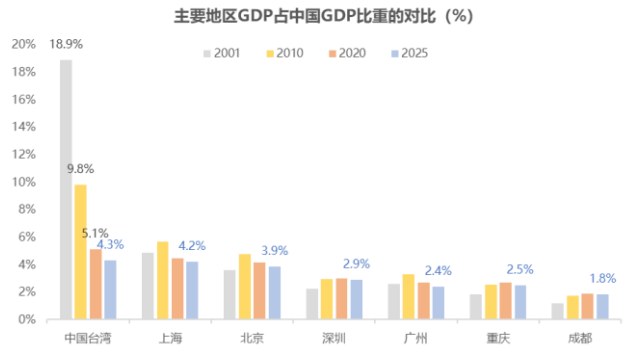
过去的三十年之于台湾省而言，也是“失去的三十年”。2001 年，台湾省 GDP 占全国 GDP 比重约 18.9%，仅台湾一省就相当于大陆的近五分之一的经济体量；而到了 2025 年，该比例下降至 4.3%，与上海大体持平，二十余年间“占比缩水”接近八成。

图表 49：台湾省 GDP 占中国 GDP 比重变化（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 50：主要地区 GDP 占中国 GDP 比重的对比（%）



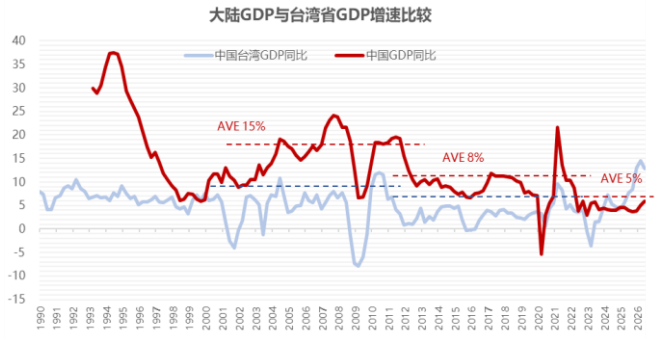
数据来源：Wind，东北证券

从人均 GDP 来看，2025 年台湾省人均 GDP 仍约为大陆平均水平的 2.5 倍，但与大陆一线城市的差距已明显收窄。更关键的是，如前文反复论证的，台湾省的高人均 GDP 并未均等地转化为民生福祉：居民可支配收入的中位数增长迟缓，薪资增长集中于狭隘的科技集群，相当一部分“人均繁荣”被沉淀为企业利润与资本所得，而非劳动者报酬。

下载日志已记录，仅供内部参考

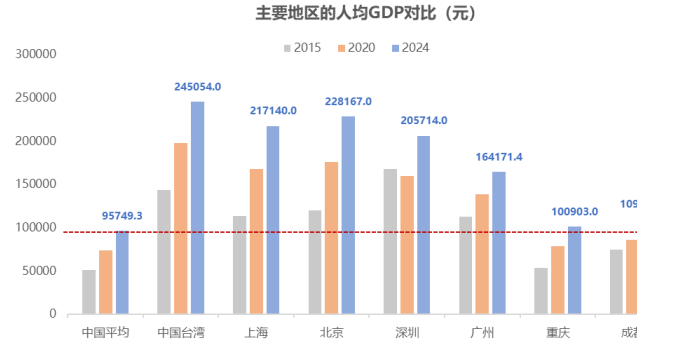
换言之，分子即 GDP 里，体现的主要是台积电的利润表，而分母即总人口，则是大约 2300 万的普通居民，因此用平均数衡量的富裕，严重掩盖了分配结构的贫瘠。

图表 51：大陆 GDP 与台湾省 GDP 增速对比（%）



数据来源：Wind，东北证券

图表 52：主要地区的人均 GDP 对比（元）

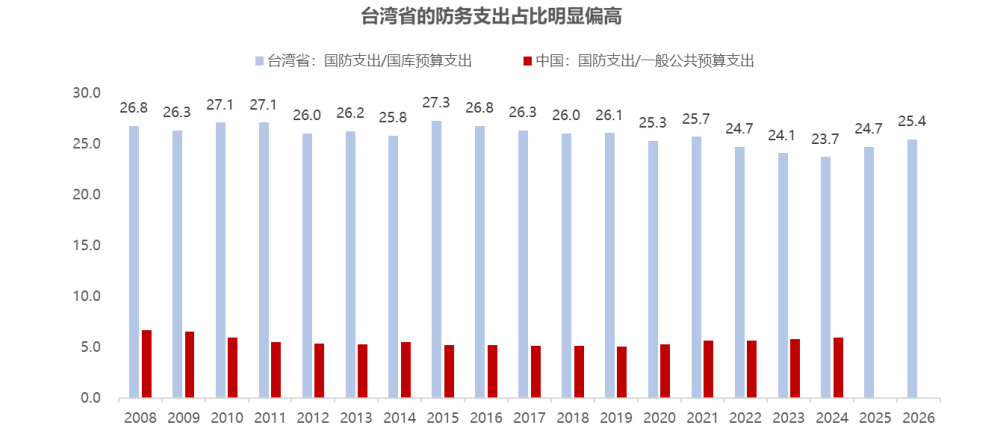


数据来源：Wind，东北证券

此外，阻碍经济发展另一重原因在于过多的防务支出。2026 年台湾省的防务支出占总支出的比重达到 25.4%，长期高于中国大陆（约 6%），意味着大量资源持续投入军事安全与政治对抗之中、而非经济建设之中。

这背后主要有两层原因：（1）内因层面，民进党当局顽固坚持错误立场，将防务预算的大幅增长作为核心手段，对内塑造强硬政治叙事，对外寻求所谓的国际支持——在施政满意度走低、朝野对立、经济民生困顿的多重压力下，操弄地缘议题转移岛内民众注意力，掩盖治理无能的困境。（2）外因层面，美国持续施压，特朗普及其幕僚多次要求台湾提升防务支出，将台湾塑造成“豪猪战略”的前沿棋子，而美国军工复合体也从对台军售中获取巨额商业利益，本质上讲，这是在向美国缴纳保护费。**长此以往，导致本应投向经济建设、教育与基础设施的资源被系统性挤占，这也是台湾省增长逐渐落后于时代的重要缘由之一。**

图表 53：台湾省的防务支出占比明显偏高（%）



数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

地缘局势超预期、产业转型超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介：

杨旭：东北海外经济组首席分析师，南开大学金融硕士，东南大学经济学学士。主要覆盖海内外宏观经济与利率、地缘局势、中国港澳台及其他区域国别研究等领域。6 年卖方研究经验，擅长从宏观基本面、政策导向与国际比较的视角，对资产走势进行分析，研判宏观经济周期。

郭思源：东北海外经济组研究助理，复旦大学金融硕士，复旦大学日本政治思想史学士。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

