下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

发布时间：2026-10-11

证券研究报告 / 宏观专题报告

台湾专题 2：投资率低迷？巨额财富无处安放？

报告摘要：

本文为《台湾专题》系列的第二篇，承接前篇对台湾消费低迷与出口依赖外需等结构性问题的探讨，本篇聚焦台湾投资率低迷的深层逻辑。**目前台湾省的总储蓄率高居首位，但岛内投资率却常年徘徊低位，储蓄率和投资率之间缺口的持续扩大。**这一现象意味着，台湾省虽然在 AI 与半导体浪潮中赚得盆满钵满，但却面临巨额财富“无处安放”的尴尬处境，进而导致资金只能以顺差和储蓄的形式被动沉淀。

而这种资本的空转，折射出的是更深层的结构性困境。一方面，半导体新增产能加速外溢，台积电赴美、赴日、赴德建厂，让岛内陷入“无处可投”与“投资在外”的双重尴尬；另一方面，外商直接投资规模长期低于对外直接投资规模，资金大量涌向美国，经济自主性在“双向依附”中被不断稀释。

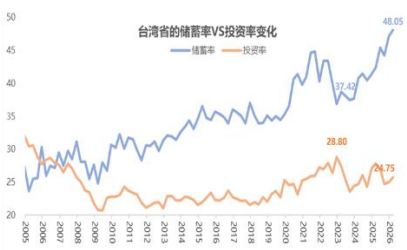
除此之外，台湾省的投资环境也被五重成本压制——1、工业用地价格相对较高，且科学园区的高昂租金更是将非半导体企业挤出局；2、工业用电被“政治冻涨”、维持在较低水平，看似是成本红利，但实则累积了巨额的隐性财政负债，这是未来的风险节点；3、低薪派遣工体制虽然压低了账面劳动力成本，然而也意味着劳动力队伍的技能积累与稳定性不足；4、物流成本结构性失衡，实则指向的是竞争力的退化；5、税率在政治选举压力下，易降难升，但其结果就是财政缺口只能依赖债务融资填补，这一模式在当前产业结构单一且脆弱的背景下，显然不具备长期可持续性。

财政风险方面，2016-2024 年台湾省的特别预算累计 26472 亿新台币，全部依赖举债，隐性赤字并入后，各级政府未偿债务约为 7.6 万亿新台币。并且财政呈显著顺周期特征，一旦半导体上行周期结束，财政收入与资产价格将出现同步收缩，但刚性支出难以压缩，导致赤字暴露风险显著加剧。**消费端同样承压，**半导体利润高度集中于少数企业与股东层面，普通民众的薪资增长缓慢；在高房价与高房租挤压可支配收入的背景下，预防性储蓄进一步上升。

总体来看，台湾经济在“产业结构单一、内需疲软、投资外流”三重叠加下面临巨大调整压力。其增长高度依赖外部需求与半导体周期，缺乏内需托底与岛内产能接力。一旦美国 AI 投资需求放缓或半导体周期见顶，台湾经济将面临增长动能断档与结构性失衡的双重冲击，政策腾挪空间极为有限。

风险提示：地缘局势超预期、产业转型超预期。

台湾省储蓄率和投资率变化



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. 如何理解台湾省的高储蓄率与低投资率？ 4
2. 台湾省投资环境面临何种约束？ 6
2.1. 钱从哪里来？民间投资为主，资金“双向附庸” 6
2.2. 土地成本偏高，科学园区的政策溢价明显 8
2.3. 非正规雇佣模式压低了台湾省平均时薪，但造成技能积累与稳定性不足等问题 11
2.4. 物流成本结构性失衡，竞争力退化 13
2.5. 水电价格被“政治冻涨”，但最终由纳税人承担 14
2.6. 政治选举压力下，税率易降难升 15
3. 风险提示 18

图表目录

图表 1：主要地区的总储蓄率（%） 4
图表 2：台湾省的储蓄率和投资率变化（%） 5
图表 3：台湾地区投资主体结构：民间投资 VS 公共投资 VS 外资（%） 6
图表 4：中国台湾 FDI 和 OFDI 流量对比（百万美元） 7
图表 5：中国台湾 FDI 和 OFDI 存量对比（百万美元） 7
图表 6：主要地区对中国台湾的 FDI 规模（百万美元） 7
图表 7：台湾省对外投资目的地结构（%） 7
图表 8：工业用地：折算年均成本对比 (美元/平方米/年) 8
图表 9：主要地区工业用地价格对比 (美元/平方米/年) 8
图表 10：台湾省各园区土地和厂房租金对比（新台币/平方米/年） 9
图表 11：台湾省各区域的产业集群情况 10
图表 12：台湾省产业园区主要产业集群的产值占比 (%) 10
图表 13：台湾省主要科学园区的年产值（万亿元新台币） 10
图表 14：可比地区的人均 GDP 走势（美元） 11
图表 15：制造业劳动力成本（美元/小时） 12
图表 16：信息技术相关制造业劳动力成本（美元/小时） 12
图表 17：部分地区劳动者报酬占 GDP 比重变化 (%) 12
图表 18：台湾省制造业月薪 VS 服务业月薪（新台币） 12
图表 19：主要地区柴油零售价格（美元/升） 13
图表 20：主要地区公路货运费率（美元/吨公里） 13
图表 21：主要地区集装箱港口处理费 THC（每 TEU，USD） 14
图表 22：世界银行物流绩效指数 LPI（1—5 分） 14
图表 23：工业用电美元换算（USD/kWh） 15
图表 24：工业用水美元换算（USD/m³） 15
图表 25：2025 年企业所得税率（%） 16
图表 26：2025 年增值税消费税率（%） 16
图表 27：2025 年个人所得税最高边际税率（%） 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28：综合宏观税负参考（%） 16
图表 29：台湾省一般预算 VS 特别预算（亿新台币） 17
图表 30：蔡英文任内，台湾省特别预算统计 17
图表 31：IMF 预测台湾省财政赤字/盈余占 GDP 比例（%） 18
图表 32：中国台湾省未偿还余额（亿新台币） 18

下载日志已记录，仅供内部参考

我们在《台湾专题 1：繁荣的悖论——出口高光下的内需坍塌》中，重点讨论了台湾省的经济发展情况，介绍了岛内消费低迷、工业生产高度依赖于外需、行业分化加剧等现象，然而在投资方面着墨较少，本篇报告将重点介绍这一问题。

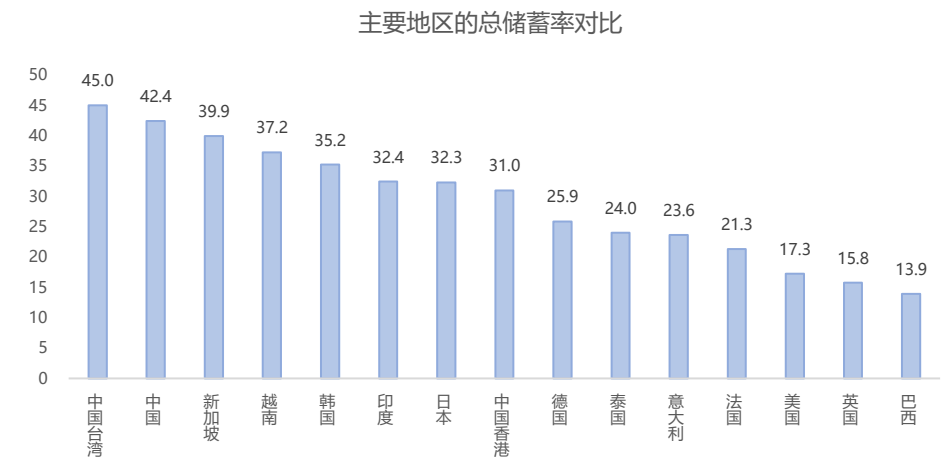
本文发现，目前台湾省的总储蓄率高居首位，但岛内投资率却常年徘徊低位，储蓄率和投资率之间缺口的持续扩大。这一现象意味着，**台湾省虽然在 AI 与半导体浪潮中赚得盆满钵满，但却面临巨额财富“无处安放”的尴尬处境，进而导致资金只能以顺差和储蓄的形式被动沉淀。**

而这种资本的空转，折射出的是更深层的结构性困境。一方面，半导体新增产能加速外溢，台积电赴美、赴日、赴德建厂，让岛内陷入“无处可投”与“投资在外”的双重尴尬；另一方面，外商直接投资规模长期低于对外直接投资规模，资金大量涌向美国，经济自主性在“双向依附”中被不断稀释。**除此之外，台湾省的投资环境也被五重成本压制**——1、工业用地价格相对较高，且科学园区的高昂租金更是将非半导体企业挤出局；2、工业用电被“政治冻涨”、维持在较低水平，看似是成本红利，但实则累积了巨额的隐性财政负债，这是未来的风险节点；3、低薪派遣工体制虽然压低了账面劳动力成本，然而也意味着劳动力队伍的技能积累与稳定性不足；4、物流成本结构性失衡，实则指向的是竞争力的退化；5、税率在政治选举压力下，易降难升，但其结果就是财政缺口只能依赖债务融资填补，这一模式在当前产业结构单一且脆弱的背景下，显然不具备长期可持续性。

1. 如何理解台湾省的高储蓄率与低投资率？

在全球主要经济体的国民总储蓄率排名中，台湾省以 45%的水平高居首位，高于同处于东亚的韩国、日本以及中国大陆（分别约为 35.2%、32.3%、42.4%），更是高于欧美发达经济体。

图表 1：主要地区的总储蓄率（%）

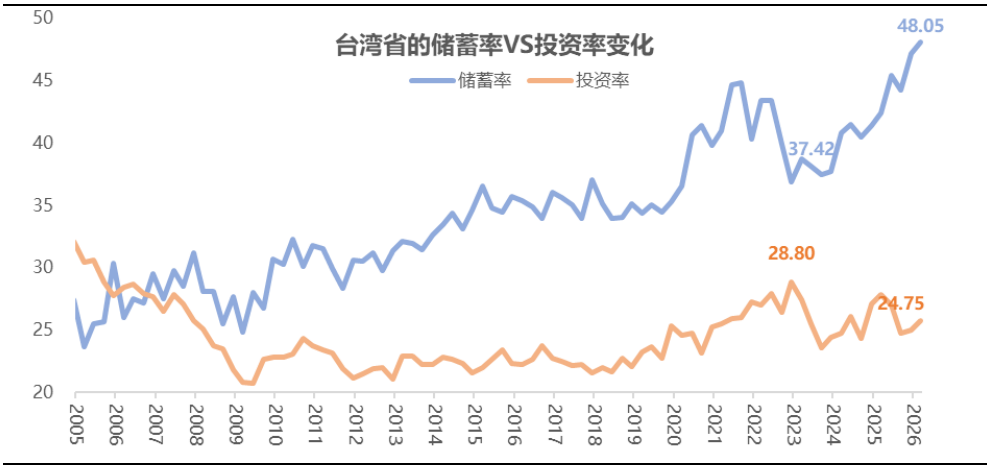


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

但与储蓄率一路攀升形成鲜明对照的，是投资率的持续低迷。目前岛内投资率不足 25%，储蓄与投资之间的缺口已经扩大到 23.3 个百分点，且从趋势上看仍在继续走阔。

图表 2：台湾省的储蓄率和投资率变化（%）



数据来源：Wind，东北证券

上述“储蓄与投资的缺口”在宏观层面上对应着巨额的贸易顺差，在经济含义上则指向了一个问题，即：**AI 与半导体出口带来的巨额收入，并没有充分转化为岛内的消费与投资，而是以储蓄和顺差的形式沉淀了下来。**虽然钱赚到了，但找不到留在岛内的去处——**这是比“赚不到钱”更值得深究的困境，因为它说明真实的问题不在创富能力，而在于经济的“循环能力”。**

本文想要探究，为什么岛内的投资率持续低迷？大致上有三个依次递进的原因。

1、其一也是最核心的原因，在于产业过度单一化。就当前台湾省产业发展而言，钢铁、石化、纺织、面板等传统产业已经全面边缘化，能够吸纳增量投资的产业门类持续收窄；**而唯一还在高增长的半导体产业，其新增产能却大量布局在海外**——台积电的美国亚利桑那厂、日本熊本厂相继落地，德国德累斯顿厂亦在推进过程中，先进制程的资本开支有相当比例发生在岛外。**因此，岛内产业一面是“无处可投”（传统产业），另一面是“投资在外”（半导体），由此资本形成自然不足。**这一点我们已经在《台湾专题 1》中已经详细阐述，因此本篇报告不做过多赘述。

2、其二是地缘政治的不确定性。2016 年蔡英文上台以来，两岸关系趋于紧张，导致岛内企业与居民的风险偏好显著下降——企业部门普遍采取保守的财务策略，倾向于持有现金而非扩大资本开支；居民部门则增加预防性储蓄，消费动能受到一定的抑制。**客观上说，地缘风险也成为了岛内外投资者必须计入折现率的“无形税负”，尽管这一因素不改变项目的当期成本，但足以使许多长周期项目在可行性测算阶段面临估值折价，进而影响投资决策。**

3、其三是岛内投资环境面临一定约束：土地、人力、物流等成本与东南亚新兴市场相比明显偏高，叠加内部市场规模有限，导致半导体产业之外的其他领域投资

下载日志已记录，仅供内部参考

吸引力不足。**这一部分，我们将在后文第二章中深入拆解，通过对比土地、劳动力、物流、水电、税制等五组数据进行逐一检验。**

事实上，除了投资率低迷之外，台湾省依赖晶圆代工等优势领域出口赚来的钱，也并没有充分转化为居民消费，原因同样有三。
1、其一是利润分配高度集中：半导体产业的巨额利润主要惠及少数企业与股东，普通民众薪资增长缓慢——这在《台湾专题 1》中已经详细解释过了，不做过多赘述。**2、其二是房价高企抑制了消费意愿：**高房价与高房租挤压了居民可支配收入，迫使年轻人增加储蓄、推迟消费。**3、其三是疫情之后的预防性储蓄：**台湾省社会老龄化问题本就严峻，疫情之后，在医疗养老等保障压力下，居民倾向于增加储蓄以备不时之需。

总体上看，在“产业结构单一、内需疲软、投资外流”三者叠加的背景下，台湾省面临的现实问题就是：**一旦美国 AI 投资需求放缓或半导体周期见顶，台湾省经济将面临巨大的调整压力，彼时既没有内需分项可以托底，也没有留存的产能投资可以接力。**

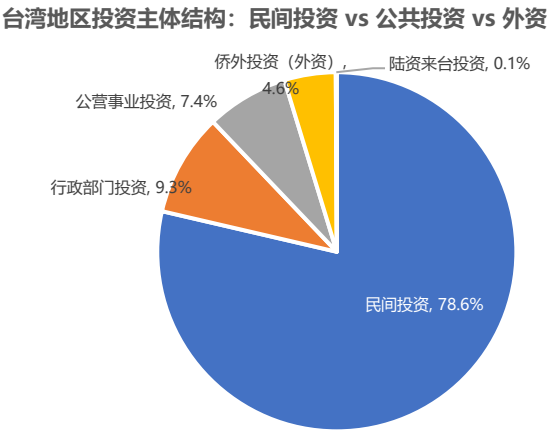
2. 台湾省投资环境面临何种约束？

2.1. 钱从哪里来？民间投资为主，资金“双向附庸”

在正式讨论台湾省各类要素成本之前，先来审视一下投资资金的来源结构、及其隐含的更深层次的资本流动逻辑。

台湾省投资以民间资金为绝对主体，民间投资占比 78.6%，行政部门投资占比 9.3%，公营事业投资占比 7.4%，侨外投资（外资）占比仅为 4.6%。从表面上看，民间主导的结构似乎是一种良性的投资格局，但若将外资的流入与流出两个方向并置考察，则呈现出截然不同的图景。

图表 3：台湾地区投资主体结构：民间投资 VS 公共投资 VS 外资（%）

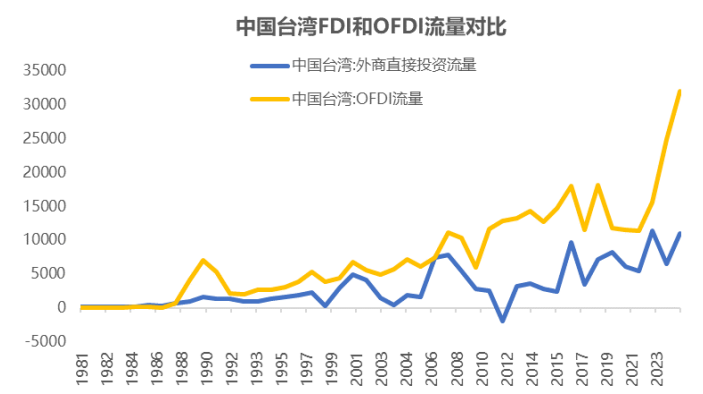


数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

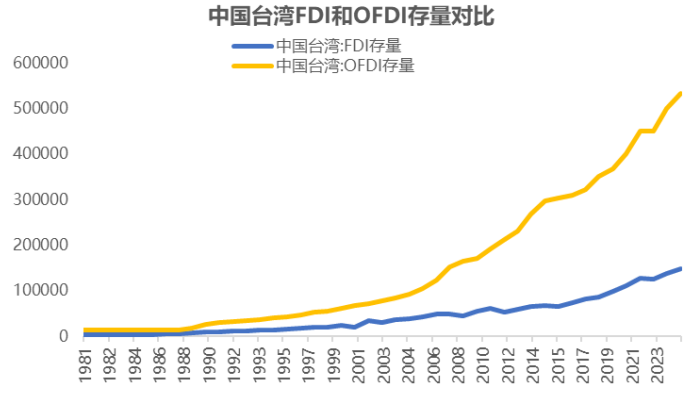
第一个事实是：台湾省的外商直接投资（FDI）长期低于对外直接投资（OFDI），且存量差距持续扩大，这意味着台湾省实际上是一个资本净输出地区。岛内企业尤其是电子业，赚取的利润大量流向海外，而非留存岛内用于扩大再生产。利润规模越大，资本输出越多，岛内资本形成反而越发薄弱。

图表 4：中国台湾 FDI 和 OFDI 流量对比（百万美元）



数据来源：Wind，东北证券

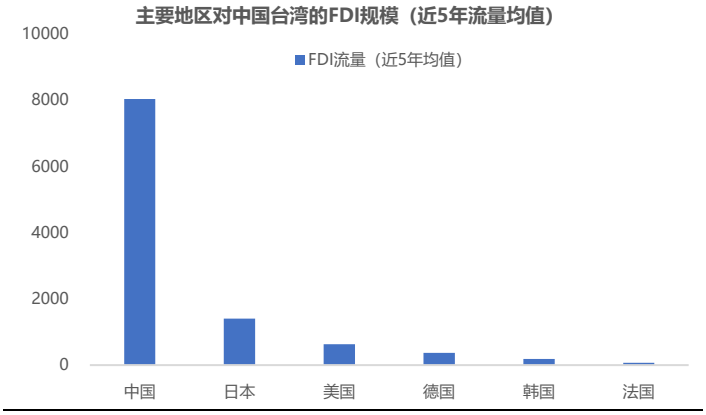
图表 5：中国台湾 FDI 和 OFDI 存量对比（百万美元）



数据来源：Wind，东北证券

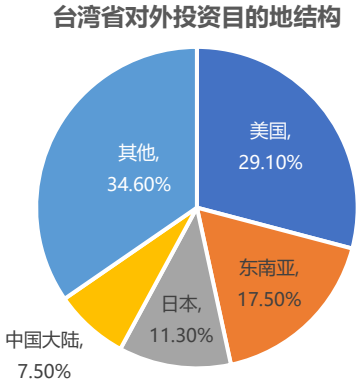
第二个事实是资金流向的“两头在外”。从 FDI 来源地结构来看，台湾省非常依赖大陆资金，若按近五年流量均值排序，大陆对台投资规模居各来源地之首。再从 OFDI 去向结构来看，资金大比例流向美国，对美 OFDI 占对外投资的 29.1%，其次为东南亚（17.5%）、日本（11.3%），中国大陆仅占 7.5%。一边是依赖大陆的资本输入，另一边是涌向美国的资本输出，台湾省的经济自主性在这种“双向依附”中被持续稀释。岛内企业利用大陆市场获取的利润，转而投向美国建厂、购买美债、并购海外资产，但却较少回流岛内形成有效投资。

图表 6：主要地区对中国台湾的 FDI 规模（百万美元）



数据来源：Wind，东北证券

图表 7：台湾省对外投资目的地结构（%）



数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

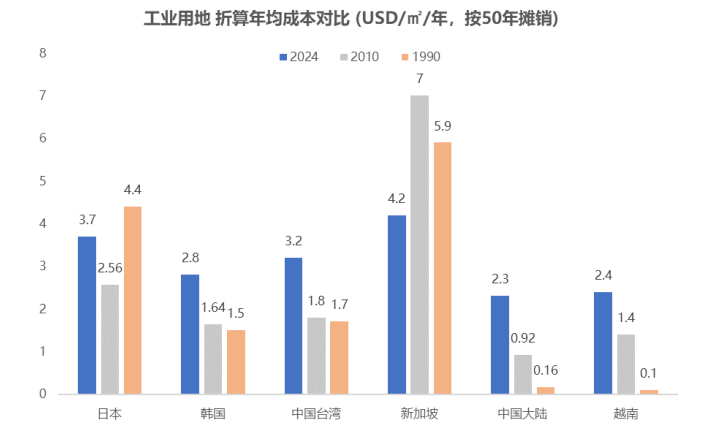
2.2. 土地成本偏高，科学园区的政策溢价明显

前文第一章提到，导致台湾省岛内投资率低迷的原因中，非常重要的一点就是投资环境面临一定约束。其中，第一项证据是土地。

横向对比来看，在东亚四小龙之中，台湾省的工业用地价格长期位居第三——低于日本和新加坡，高于韩国；而与大陆及东南亚新兴市场相比，台湾省的工业用地成本则显著偏高。以折算 50 年摊销后的工业用地年均成本计，2024 年台湾省约为 3.2 美元/平方米，中国大陆和越南仅约 2.3 至 2.4 美元/平方米。

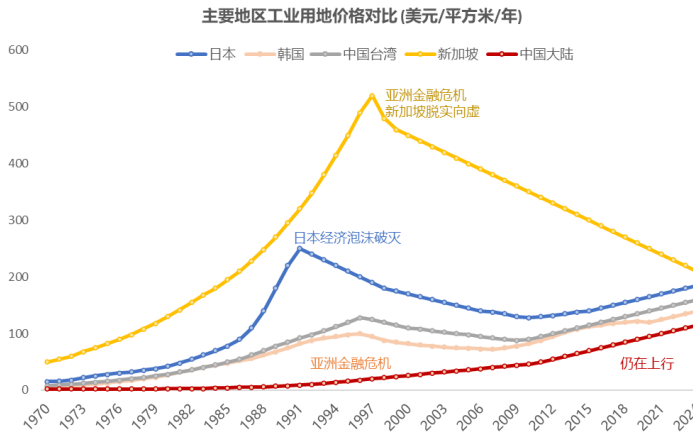
从纵向来看，台湾省工业用地价格在过去三十余年间虽有阶段性回调，但幅度远低于日本和新加坡。日本的土地价格在 1990 年代泡沫破灭后经历了漫长的下行周期，新加坡在“脱实向虚”过程中工业用地占比持续萎缩，价格也出现了明显回落，而台湾省的工业地价曲线则保持温和上行态势。

图表 8：工业用地：折算年均成本对比（美元/平方米/年）



数据来源：CEIC，台湾内政部，韩国鉴定院，日本国土交通省，新加坡 JTC，中国自然资源部，东北证券

图表 9：主要地区工业用地价格对比（美元/平方米/年）



数据来源：CEIC，台湾内政部，韩国鉴定院，日本国土交通省，新加坡 JTC，中国自然资源部，东北证券

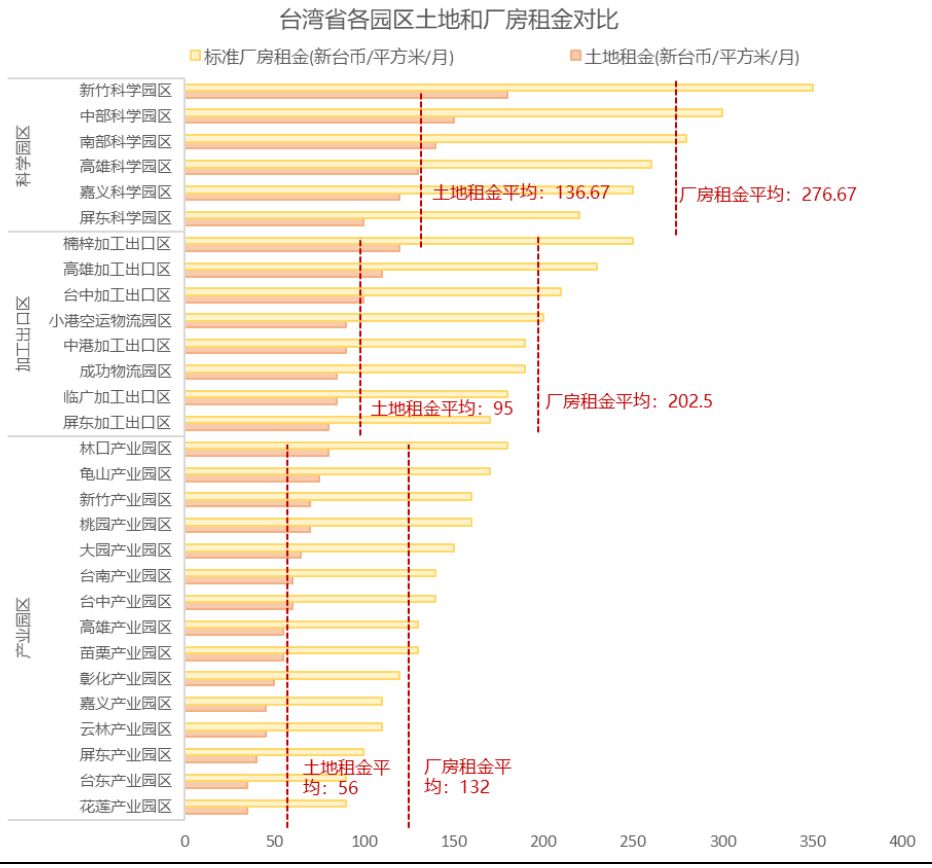
台湾省土地市场存在独特的三层结构：产业园区、加工出口区与科学园区，三类园区的租金水平分化显著。这种差异的根源，在于三者不同的历史脉络与政策定位。1、产业园区是台湾工业化进程中各地普遍设置的通用型工业区，承载着推动传统制造业发展的基础功能。2、加工出口区诞生于 1966 年（高雄楠梓，为全球首个同名出口导向特区），核心功能是通过免税与快速通关政策吸引劳动密集型出口产业聚集。3、科学园区则创设于 1980 年（新竹），自设立之初便承载“以科技升级带动产业转型”的战略使命，并且配套了五年免税、研发补助、住宅与学校等一揽子政策激励。

四十余年间，上述三类园区的政策红利逐步内化为土地溢价，租金差距持续扩大。企业若想分享科技产业生态，便需承担近三倍的土地租金，于是非半导体企业的入园门槛也因此被进一步抬高。具体来看，土地租金（新台币/平方米/月）方面，产业园区平均约 56 元、加工出口区约 95 元、科学园区高达 136.67 元；标准厂房租金也呈现类似梯度，分别为约 132 元、202.5 元和 276.67 元。可以说，科学

下载日志已记录，仅供内部参考

园区与传统园区之间接近 2.5 倍的租金溢价，并非源自土地本身，而是来自技术集聚、税收优惠、人才池与制度环境等综合优势。

图表 10：台湾省各园区土地和厂房租金对比（新台币/平方米/年）

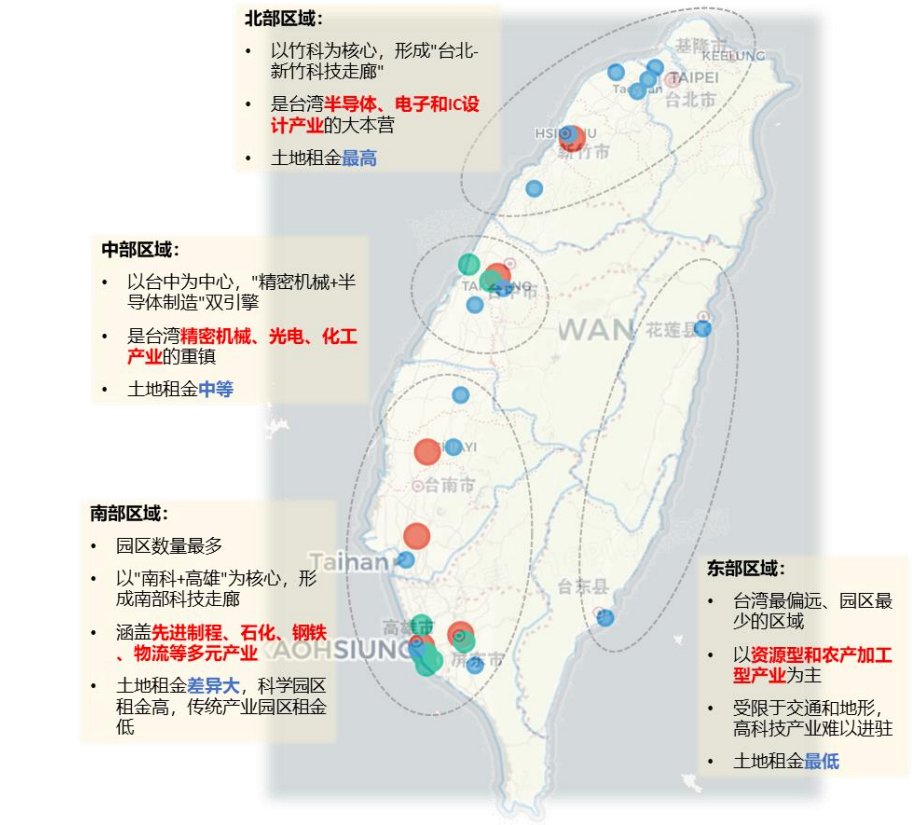


数据来源：台湾内政部，land.moi.gov.tw，东北证券

从区域分布来看，台湾省的产业园区版图呈明显的“北高南低、西密东疏”格局。其中，1、北部以新竹科学园区为核心，形成“台北-新竹科技走廊”，这里也是半导体、电子与 IC 设计产业的集聚区，土地租金居全台之首。**2、中部以台中为中心，形成“精密机械+半导体制造”双引擎格局，**是精密机械、光电与化工产业的重镇，租金水平居中。**3、南部园区数量最多，以南部科学园区与高雄为核心，**涵盖先进制程、石化、钢铁与物流等多元产业。**4、东部则是台湾省最偏远、园区最少的区域，以资源型与农产加工型产业为主，**受限于交通与地形条件，高科技产业难以进驻。

下载日志已记录，仅供内部参考

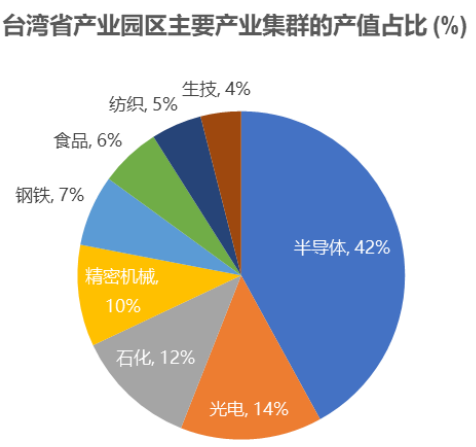
图表 11：台湾省各区域的产业集群情况



数据来源：东北证券绘制

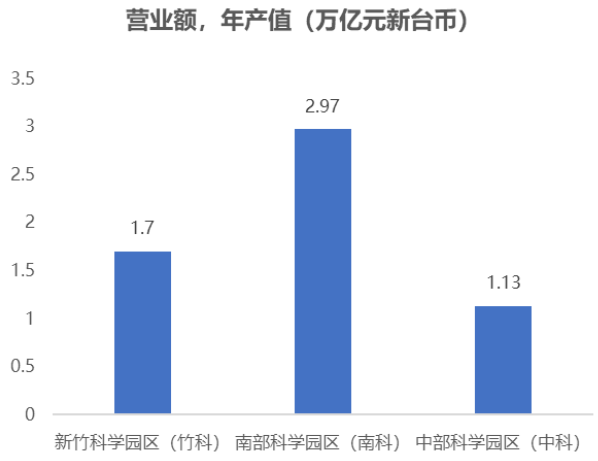
目前，三大科学园区（竹科、南科、中科）的年产值合计已经超过 5.5 万亿新台币。其中，南科以约 2.97 万亿新台币位居首位，竹科约 1.7 万亿新台币次之，中科约 1.13 万亿新台币。**南科能够后来居上、超越竹科，关键在于台积电将先进制程产能集中布局于南科。先进制程芯片的高附加值大幅推升了南科产值，使其逐渐拉开与传统园区竹科的距离。这一此消彼长，正是“台积电效应”重塑岛内产业地理格局的生动写照。**

图表 12：台湾省产业园区主要产业集群的产值占比 (%)



数据来源：台湾行政院主计处，台湾科学园区管理局，东北证券

图表 13：台湾省主要科学园区的年产值（万亿元新台币）



数据来源：台湾行政院主计处，台湾科学园区管理局，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

值得肯定的是，园区经济模式无疑是台湾省在经济转型期最成功的制度创新之一。**然而，这种成功本身也孕育新的结构性风险**。其一，园区经济的高度外向型特征使其深度嵌入全球供应链，内需根基薄弱——当外部需求收缩时，岛内经济缺乏缓冲空间。其二，园区产业过度集中于硬件制造环节（以芯片代工为代表），虽在制程技术上保持领先，但利润大头被上游 IP 授权与下游品牌端攫取，自身逐渐沦为全球芯片产能的“代工基地”，附加值提升遭遇瓶颈。其三，园区繁荣推高了周边房价与地价，土地供需失衡不仅加重了厂商的用地成本，也大幅抬升了技术人才的居住门槛。

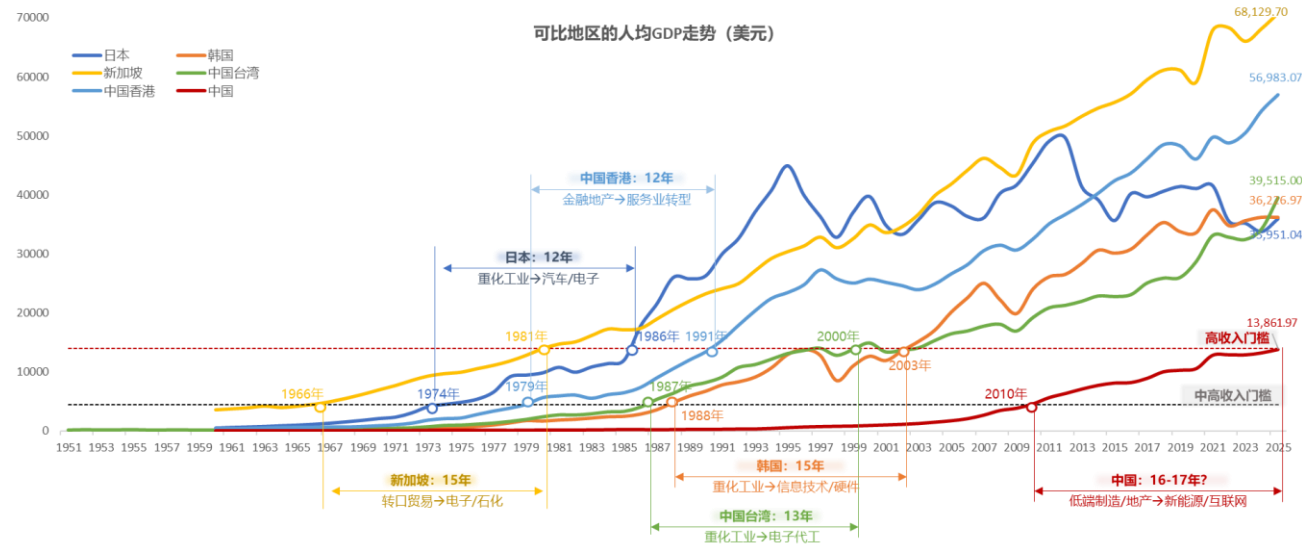
最终，土地要素的高成本，又回归至投资环境约束性的问题上。当最优质的土地资源仅服务于单一外向型产业时，其他产业的投资意愿便遭受双重挤出——一方面，高昂的土地与厂房租金直接抬高了实体投资的初始门槛；另一方面，人才与政策资源向半导体产业单向倾斜，非相关企业面临入园门槛高企与配套缺失的双重壁垒。这进一步加剧了岛内投资结构失衡，也是台湾省整体投资率长期低迷的重要微观机制之一。

2.3. 非正规雇佣模式压低了台湾省平均时薪，但造成技能积累与稳定性不足等问题

第二项要素是劳动力。本文发现，台湾省的劳动力成本数据存在一个耐人寻味的“矛盾”。首先看宏观面，台湾省的人均 GDP 从 2000 年起稳居高收入门槛之上，2025 年更是反超日本与韩国，这意味着以人均产出计，台湾省劳动力已跻身全球高成本梯队。

但从制造业时薪这一微观口径中观察，2024 年台湾省信息技术相关制造业劳动力时薪约为 23.5 美元，明显低于韩国（约 38.5 美元）与日本（约 33 美元），这一点似乎与其更高的人均 GDP 水平并不匹配。当然，台湾省信息技术制造业时薪仍然显著高于马来西亚（约 8 美元）、泰国与越南（均约 6.9 美元）等东南亚经济体。

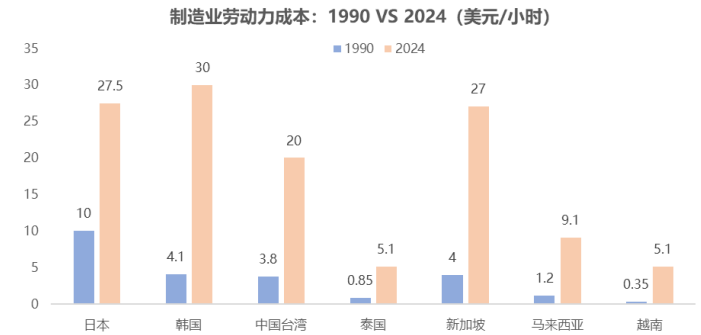
图表 14：可比地区的人均 GDP 走势（美元）



数据来源：Wind，东北证券绘制

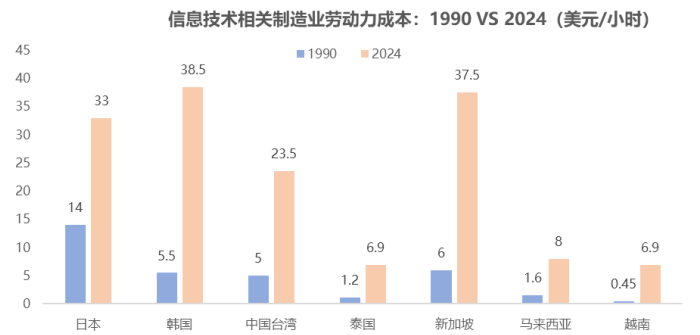
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：制造业劳动力成本（美元/小时）



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) International Labor Comparisons，The Conference Board ILC Program，东北证券

图表 16：信息技术相关制造业劳动力成本（美元/小时）



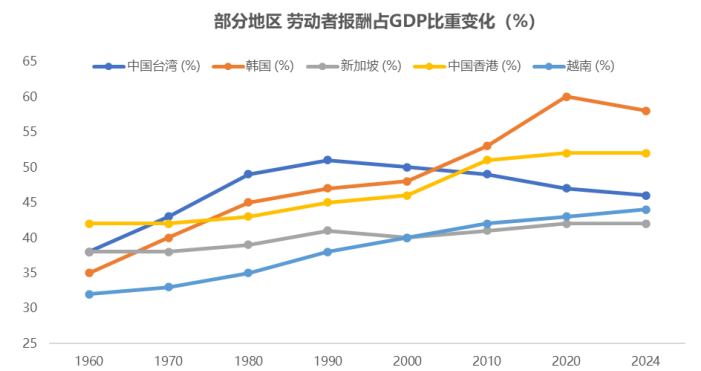
数据来源：各国统计局，OECD，ILO，东北证券

宏观层面更高的人均 GDP、与微观层面相对温和的时薪数据之间存在背离，其根源在于就业结构而非薪酬水平本身。台湾省制造业存在大量派遣工与约聘工，非正规就业的占比偏高，因此显著拉低了平均时薪；而日韩制造业岗位以正职为主，薪资福利体系更为完整。**更深一层，台湾省较高的人均 GDP 主要源于半导体出口与新台币汇率的支撑，但企业利润并未充分转化为劳动者报酬，而是以留存利润与股东分配为主，**这也进一步解释了相对低于日韩的制造业时薪水平，并且在一定程度上呼应了《台湾专题 1》中所讲的 K 型分配、以及本文第一章提到的高储蓄率等现象。

对企业投资者而言，这组数据传递出双重信号。**一方面，正规雇员的用工成本（社保、退休金）叠加土地与物流成本，使劳动密集型产业在岛内缺少足够大的生存空间**——这也正是纺织、制鞋业早在 1990 年代便迁移至大陆地区的微观逻辑。**另一方面，派遣工体制虽然压低了账面时薪，却也意味着劳动力队伍的技能积累与稳定性不足，**对需要长期人力资本沉淀的高端制造同样构成制约。

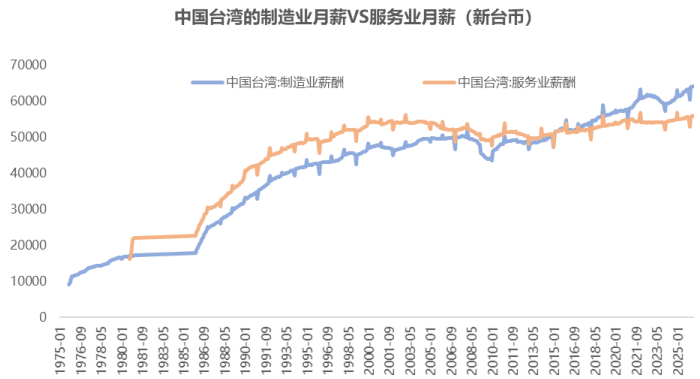
此外，台湾省劳动者报酬占 GDP 的比重在可比地区中并不算高，近年来还有持续下行的趋势，**说明分配向资本倾斜的格局仍在深化。“员工不贵、但好员工难养”同样也是岛内制造业的普遍处境。**

图表 17：部分地区劳动者报酬占 GDP 比重变化（%）



数据来源：韩国 SDG 报告，香港政府经济报告，东北证券

图表 18：台湾省制造业月薪 VS 服务业月薪（新台币）



数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

通过观察台湾省制造业与服务业的月薪走势，我们还能发现，这两条曲线自 1970 年代以来同步上行，但是在本轮半导体行情之前的很长一段时间里，制造业薪资中枢始终略低于服务业。事实上，制造业受全球订单周期与成本竞争压制更强，而服务业如金融、电信、医疗等，受特许经营保护更强。**这意味着在相当长的一段时间中，经济体系内部最庞大、最外向的制造业部门反而是议价能力较弱的部门——其收入端面对全球比价竞争，而成本端却由岛内制度环境决定。**因此投资意愿的低迷，某种意义上也是这种“两头受压”格局在资本形成层面的投射。

2.4. 物流成本结构性失衡，竞争力退化

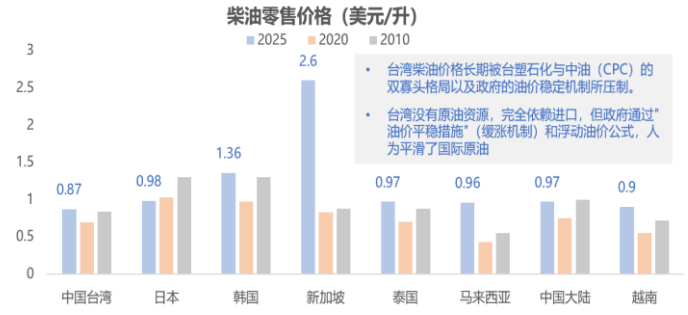
第三项要素是物流。在台湾省物流成本结构中，前端运输环节利润空间被极度压缩，中端港口环节收费偏高侵蚀竞争力，后端效率增长停滞、且正在被区域内竞争者追赶。前中后端的叠加，构成了一条被扭曲的物流价值链。

首先，前端运输环节的低成本，源于政策干预与市场结构的双重作用。在政策端，台湾省柴油零售价格长期受到台塑石化与中油（CPC）双寡头格局、政府油价稳定机制的双重压制：台湾省无原油资源、完全依赖进口，但当局通过“油价平稳措施”（缓涨机制）与浮动油价公式，人为平滑了国际油价波动，使柴油零售价维持在约 0.9—1.0 美元/升的水平，明显低于日韩。

在市场端，台湾省公路货运市场高度碎片化——以中小企业和个体司机为主，缺乏类似日本通运、雅玛多或韩国头部物流企业的市场整合者，使得运价在激烈的同质化价格竞争中持续走低，公路货运费率约为 0.14 美元/吨公里，处于可比区域内的偏低水平。

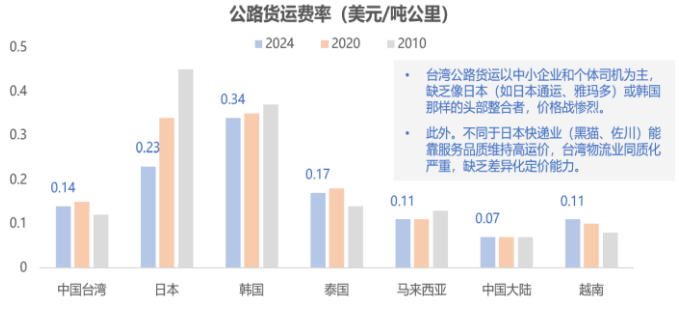
由此形成一种“低收入-低投入”循环。收入端被低运费长期锁定，成本端虽有柴油价格管控、但节省的空间相对有限，前端运输企业的毛利空间被极度压缩，进而无力投入服务质量提升与车队现代化升级，长期竞争力因此持续弱化。

图表 19：主要地区柴油零售价格（美元/升）



数据来源：GlobalPetrolPrices.com，IEA End-Use Prices Data Explorer，Tolls.eu，各国能源部门，东北证券

图表 20：主要地区公路货运费率（美元/吨公里）



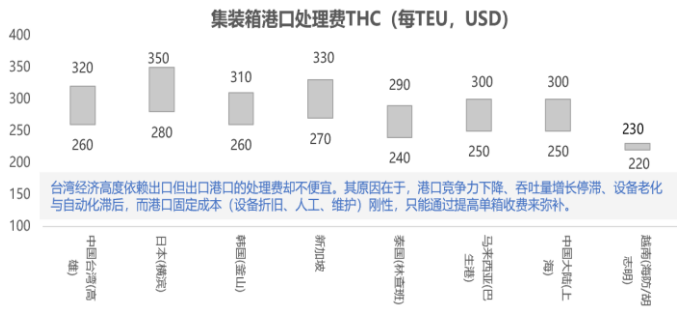
数据来源：各国交通部，ATO，CEIC，世界银行，东北证券

中端港口则恰恰相反。台湾省经济高度依赖于出口，但集装箱处理费（THC）却并没有呈现出规模效应带来的价格优势，反而高于区域内的多数竞争港口。

下载日志已记录，仅供内部参考

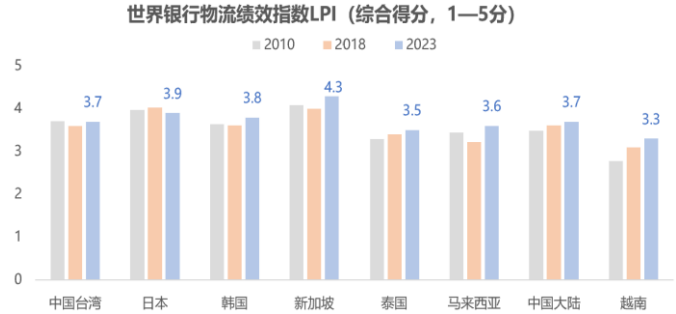
事实上，港口收费偏高的根源并非港方垄断定价，反而来自于竞争力的持续萎缩。近些年来高雄港吞吐量增长停滞、设备老化、自动化滞后，而港口的固定成本（设备折旧、人工、维护）是刚性的，因此港方只能通过提高单箱收费来弥补成本问题。**进而带来“越衰落越贵、越贵越衰落”的收缩性循环。**

图表 21：主要地区集装箱港口处理费（每 TEU，USD）



数据来源：YQN THC Comparison 2025，Drewry，UNCTAD，各港口管理局，东北证券

图表 22：世界银行物流绩效指数 LPI（1—5 分）



数据来源：https://lpi.worldbank.org/，东北证券

后端环节的核心问题在于效率增长停滞。以世界银行物流绩效指数（LPI）衡量，台湾省的综合得分在过去十余年间几乎原地踏步，而同期，泰国、马来西亚、越南等东南亚国家正加速追赶，LPI 得分持续提升，与台湾省的差距正在缩小；新加坡则始终以 4.3-4.4 稳居全球第一梯队。对于物流这类“效率型基础设施”而言，不进步本身就是退步，当区域竞争者以更低的成本、更快的通关效率与更深入的数字化重构供应链时，台湾省物流的相对优势正在被持续侵蚀。

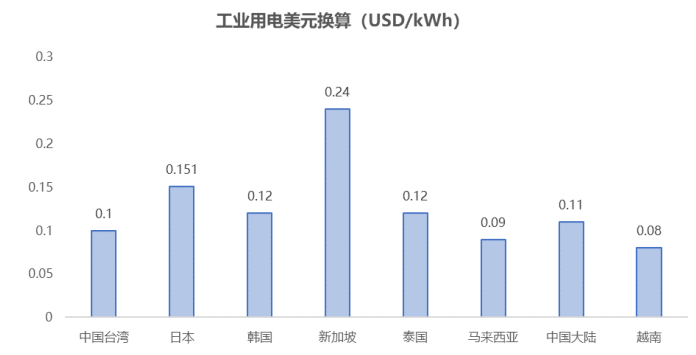
2.5. 水电价格被“政治冻涨”，但最终由纳税人承担

第四项要素是水电费，这也是台湾省要素价格体系中政治干预色彩最为显著的一环。从价格水平来看，台湾省的水电便宜得反常：工业用电价格仅约 0.10 美元/千瓦时，在可比经济体中仅略高于越南（0.08 美元）和马来西亚（0.09 美元），但低于中国大陆（0.11 美元）、韩国（0.12 美元）、日本（0.15 美元）与新加坡（0.24 美元）。台湾省的工业用水价格约为 0.43 美元/立方米，同样是区域最低档。我们在《台湾专题 1》中介绍过，台湾省能源自给率长期徘徊在 10%以下、发电燃料几乎完全依赖进口——**一个高度依赖进口能源的经济体却维持着全球最低档的电价，这显然并非市场机制运行的结果。**

原因在于制度安排。台湾电力公司（台电）是公营事业，作为国有垄断企业长期“低于成本售电”，自来水公司（台水）同为公营事业，水价虽然是由“自来水费率审议会”核定，但在政治压力下涨价几乎不可能。**过去八年，民进党当局出于选票与民意考量，长期“人为冻涨”电价**，2024 年虽有一次调涨，但幅度远远不足以覆盖燃料成本与台电的累计亏损，其间产生的亏空全部计入政府的资产负债表。水价的逻辑也如出一辙，长期低于成本运营带来的亏空最终由财政吸收。

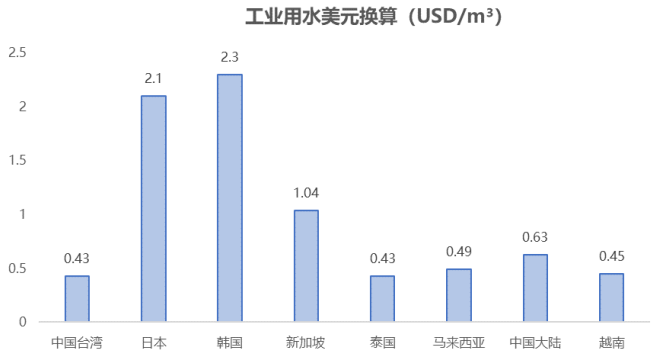
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：工业用电美元换算（USD/kWh）



数据来源：台电，KEPCO, EMA/SP Group, PEA/MEA, TNB,国家发改委, GlobalPetrolPrices.com，东北证券

图表 24：工业用水美元换算（USD/m³）



数据来源：台湾自来水公司，日本水道协会 JWWA, K-water, PUB 新加坡, MWA 泰国, SPAN 马来西亚，中国水网，东北证券

换言之，台湾省的低价水电实质上是一笔“隐性财政负债”，表面上企业端享受了廉价水电成本，但实质上是由国有电力与自来水公司的经营亏损承担，最终通过财政兜底向全民隐性摊派。因此，当前物价水平虽未出现显性上涨，但是政府隐性债务持续累积，最终有可能会形成未来的成本转嫁。

对投资者而言，这其实是一个不可忽视的尾部风险：一旦财政无力继续补贴（或电价被迫进行市场化重估），岛内制造业的要素成本将出现一次性跳升。尤其是对电力高度敏感的半导体产业，电价的重估将直接冲击其成本曲线。台电截至 2024 年底的累计亏损已达数千亿新台币量级，“低价政策”还能维持多久，是一个难以给出乐观答案的问题。

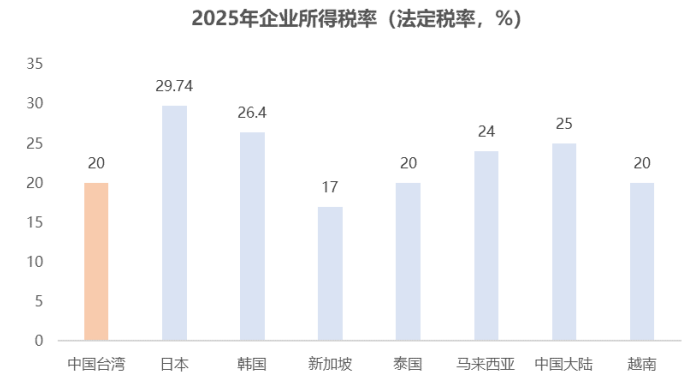
2.6. 政治选举压力下，税率易降难升

第五项要素是税制。台湾省的名义税率在全球范围内属于偏低水平，举例来看：1、企业所得税率为 20%，低于日本（29.74%）与韩国（26.4%）；2、增值税消费税率为 5%，该税率自 1986 年引入以来近四十年未作调整，也明显低于周边地区；3、个人所得税最高边际税率虽为 40%，但免税覆盖范围较宽（如单身者年收入 44.6 万新台币以下无需纳税，起征点为亚洲最高水平之一），且扣除项目繁多，经层层抵扣后多数中产阶级的实际税负极低。4、综合宏观税负仅约 13%左右，远低于日本（约 34%）、韩国（约 23%）与中国大陆（约 17%）。

然而，低税率并非制度竞争力的体现，同样也是政治均衡的产物——无论对哪一方来说，增税的政治成本都过高，减税的政治收益都过大。**在选举周期中，执政党长期以“不增税甚至减税”作为争取选票的核心策略，任何试图上调营业税或扩大税基的提议均会面临极高的政治阻力。**最终，其结果便是财政缺口只能依赖债务融资填补，这一模式在当前产业结构单一且脆弱的背景下，显然不具备长期可持续性。

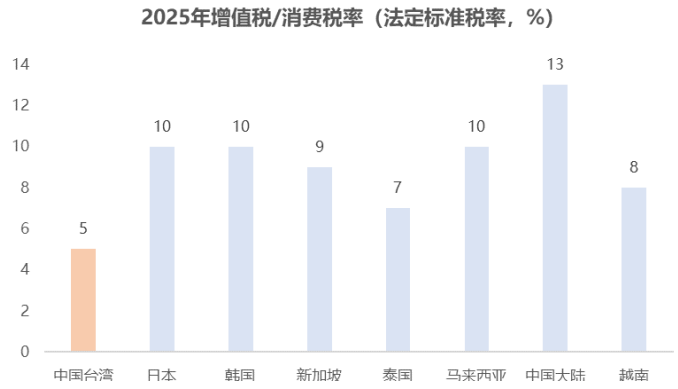
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25：2025 年企业所得税率（%）



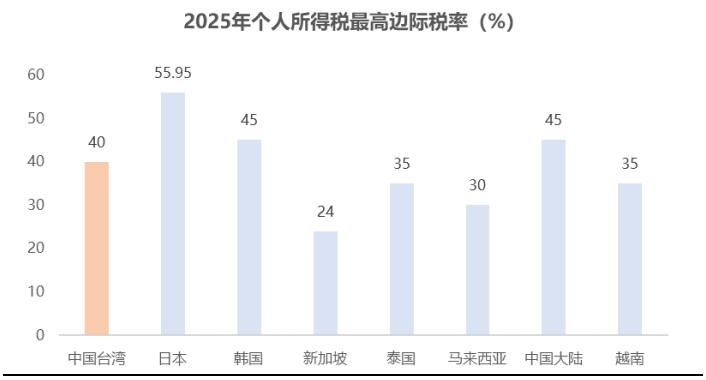
数据来源：Tax Foundation，东北证券

图表 26：2025 年增值税消费税率（%）



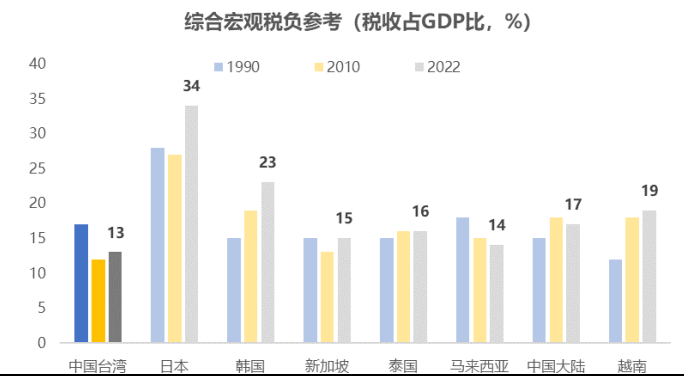
数据来源：PwC Worldwide Tax Summaries，各国税务局，东北证券

图表 27：2025 年个人所得税最高边际税率（%）



数据来源：PwC, Trading Economics，各国税务局，东北证券

图表 28：综合宏观税负参考（%）



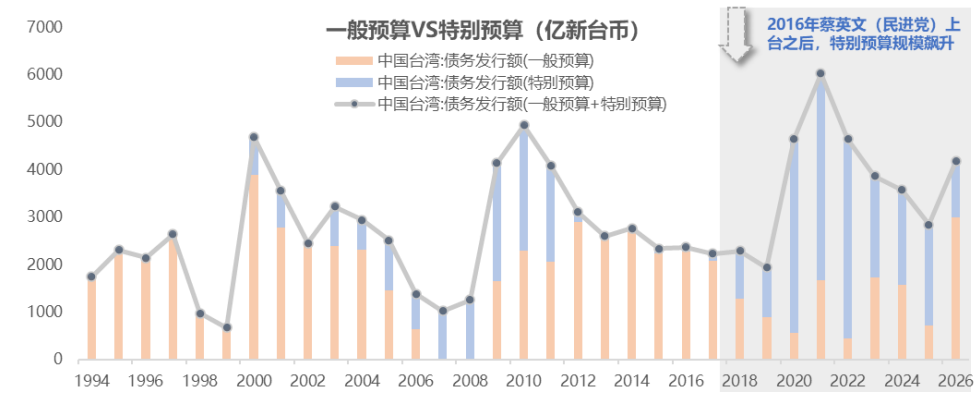
数据来源：OECD Revenue Statistics in Asia and the Pacific, IMF GFS, 各国财政部，东北证券

低税率与高支出之间的财政缺口，在台湾省主要通过预算会计技术进行弥合。表面上，台湾省每年的“总预算”大体维持收支平衡、甚至略有盈余；但真实的财政状况早已入不敷出，**而这其中的核心机制就在于特别预算的运用。**

按照台湾地区预算法理，特别预算不计入年度赤字统计。民进党当局将大量支出编列于特别预算之中，从而绕开《公共债务法》的举债上限约束，在账面上维持“年度平衡”的表象。**真正的问题在于特别预算的滥用**，例如一些非紧急项目（如前瞻基础建设等）也被包装为“重大政事”，这些项目往往支出规模较大、但执行率低、效益差，最终导致财政进入到“花钱—举债—低效—再花钱”的恶性循环之中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：台湾省一般预算 VS 特别预算（亿新台币）



数据来源：Wind，东北证券

从下表中可以看出，在 2016 年至 2024 年蔡英文任内，台湾省特别预算累计达到 26472 亿新台币，全部依赖举债融资。其中，前瞻基础建设计划分四期共 8400 亿，名义上投向轨道建设、绿能、水环境与数字建设；新冠肺炎防治及纾困振兴先后四次追加共 8400 亿；新式战机采购 2472 亿；海空战力提升计划 2400 亿；疫后强化经济与社会韧性条例 3800 亿；其他各类小型特别预算约 1000 亿。

图表 30：蔡英文任内，台湾省特别预算统计

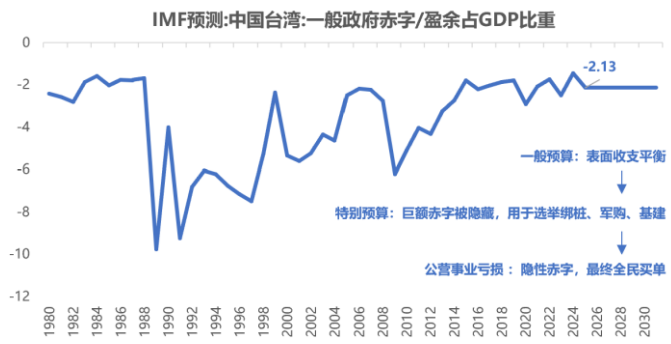
序号	特别预算名称	时间	金额(亿新台币)	性质/用途	资金来源
1	前瞻基础建设(第1期)	2017	4200	轨道建设、绿能、水环境、数字建设，分8年执行	举债
2	前瞻基础建设(第2期)	2019	2100	延续第1期项目	举债
3	前瞻基础建设(第3期)	2021	1400	延续执行	举债
4	前瞻基础建设(第4期)	2023	700	收尾阶段	举债
5	新冠肺炎防治及纾困振兴(第1次)	2020.02	600	防疫、纾困	举债
6	新冠肺炎防治及纾困振兴(第2次追加)	2020.04	1500	扩大纾困	举债
7	新冠肺炎防治及纾困振兴(第3次追加)	2021	2600	振兴券、产业补助	举债
8	新冠肺炎防治及纾困振兴(第4次追加)	2022	3700	后续振兴	举债
9	新式战机采购(F-16V)	2019.1	2472	对美军购66架F-16V	举债
10	海空战力提升计划	2021	2400	导弹、舰艇等	举债
11	疫后强化经济与社会韧性	2023	3800	产业补助、消费刺激（俗称疫后条例）	举债
12	其他特别预算	2016-2024	1000	各类小型特别预算	举债
合计	蔡英文任内特别预算总计	2016-2024	26472	基建+防疫+军购+纾困	全部举债

数据来源：台湾财政部、主计总处、媒体公开报道，东北证券

将这些隐性赤字并入统计后，台湾省各级政府未偿债务余额已攀升至约 7.6 万亿新台币，IMF 口径下台湾省一般政府赤字占 GDP 的比重约为-2.1%。对于一个增长引擎高度单一的经济体而言，其财政状况呈现显著的顺周期特征：景气上行时，税收随半导体出口扩张而增长，赤字压力可被暂时掩盖；一旦半导体周期回落，财政收入与资产价格将同步收缩，而防务、社会福利、债务利息等刚性支出却难以压缩——财政的结构性风险未必以债务违约的形式爆发，但会以持续挤占民生与基建投资的方式缓慢兑现，进一步压缩财政政策的逆周期调节空间。

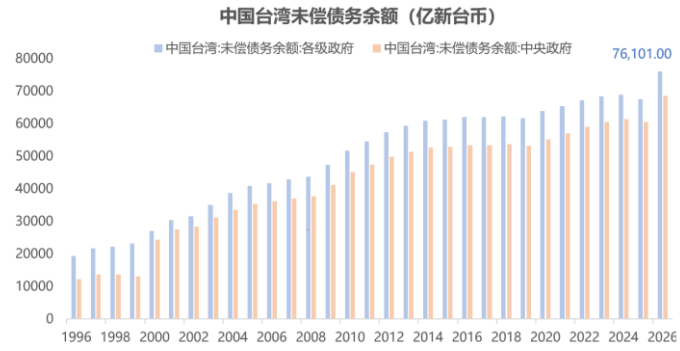
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31:IMF 预测台湾省财政赤字/盈余占 GDP 比例(%)



数据来源：Wind，东北证券

图表 32：中国台湾省未偿还余额（亿新台币）



数据来源：Wind，东北证券

3. 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

