

美股投資策略

第 3 季買防禦、第 4 季買 AI

焦點內容

1. 市場正輕忽關稅戰對經濟的衝擊，第 3 季應採防禦性配置。
2. AI 推動應用爆發，但投資需避開估值過熱，逢低布局才是上策。
3. 第 3 季主攻防禦性配置，第 4 季攻勢轉換並分批建立 AI 相關部位。

重要訊息

市場太過輕忽關稅風險，但投資人需要面對的現實是，關稅將繼續存在。

評論及分析

市場正輕忽關稅戰對經濟的衝擊，第 3 季應採防禦配置。儘管美股仍處於高位震，但市場尚未充分考量高關稅的經濟威脅。在第三季的投資策略中，應優先配置防禦型類股，以應對潛在的經濟波動。市場最近過於輕忽關稅風險，特別是低估了與中國、歐盟和日本等國進行貿易談判的複雜性。投資者需要面對的現實是，關稅將繼續存在。

根據耶魯大學預算實驗室 (Yale Budget Lab) 與彼得森國際經濟研究所 (PIIE) 的估，美國關稅有效稅率雖已從 4 月 2 日宣告的 25% 峰值降至 18%，但這樣的稅率仍是自 1934 年以來的新高，同時這也將對經濟造成近 1.5 個百分點的衝擊，即美國年度 GDP 將會從 1.8% 降至 0.3%。

此外，近期企業的前瞻指引已明顯轉弱，多家零售與製造業公司自第二季起下修全年財測，顯示企業對下半年經濟前景持保守態度。

第三，美國多家零售商普遍預告將在 5 月底至 6 月初調漲售價以應對關稅成本，這意味著 6 月開始的通膨數據才會開始反映關稅影響，這可能會逆轉核心通膨放緩趨勢，進一步壓抑實質消費。彼得森國際經濟研究所 (PIIE) 估計，15~20% 的關稅將使美國通膨率增加 1.6~2.2 個百分點，預告美國年度 CPI 將從 2.7% 躍升至 3~4.9%。

最後，目前美股恐慌指數徘徊在低位，意味著市場過於輕忽關稅風險。VIX 恐慌指數 5 月以來平均值僅為 20，低於歷史平均的 25。

AI 推動應用爆發，但投資需避開估值過熱，逢低布局才是上策。全球 AI 應用正進入爆發期，企業和消費者加速採用 AI 技術，AI 相關產業將持續迎來強勁增長動力。AI 軍備競賽日益激烈，不僅 Google、Microsoft 等科技巨頭在 AI 領域的投資額持續上調，現在更進一步進入國家層級的競爭。各國均將 AI 視為戰略性產業，並展現出前所未有的政策支持力度。

我們綜合了美國四家大型雲端服務提供商 (CSP) 的數據，他們在 2025 和 2026 年的整體資本支出預測分別較前一季上調了 4% 和 8%；最終金額達到 3,150 億美元和 3,430 億美元，年增率分別為 38% 和 9%。同時，隨著 AI 軍備競賽推動下游應用逐漸成熟，我們看到企業和消費者正在加速採用 AI 技術。

根據企業財務管理平台 Ramp 統計，美國企業導入 AI 的比例已從 2023 年底和 2024 年底的 16% 和 25%，大幅躍升至今年 5 月的 42%；一般消費者今年在生成式 AI 網站的瀏覽量也較去年同期增長了 30% 至 50%，相對地，傳統搜尋引擎的瀏覽次數有所下降。

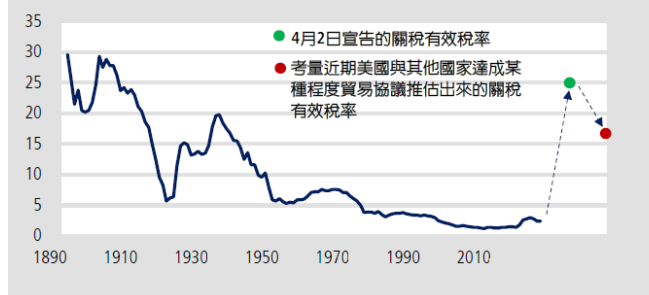
儘管 AI 是长期的主旋律，但部分權重股如 Nvidia 和 Microsoft 等短期內漲幅已高且估值並不便宜，投資者應採取「第四季分批回補、聚焦應用與供應鏈次產業」的策略，以兼顧風險與成長。

投資建議

市場低估關稅戰風險，第 3 季將面臨盈餘與估值下修的雙重壓力，建議以防禦性配置為主。全球 AI 應用進入爆發期，企業和消費者均加速採用 AI 技術，這為 AI 晶片、AI 雲端基礎設施、AI 軟體應用等業者帶來強勁的營運前景。然而，投資者第 3 季需避開估值過熱和系統性風險，建議在第 4 季逢低布局才是上策。我們看好的防禦性個股包括 Cisco、Visa、Walmart 和 Disney。AI 相關個股則看好 Microsoft、NVIDIA、Broadcom、Marvell、Micron 和 Dell。

圖 1: 美國關稅有效稅率雖已從 4 月 2 日宣告的 25% 峰值降至 18%，但這樣的稅率仍是自 1934 年以來的新高

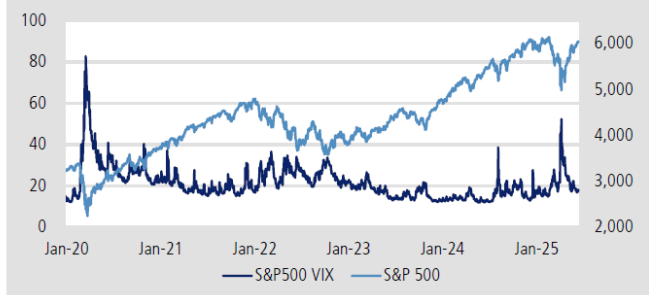
美國關稅有效稅率，百分比



資料來源：耶魯大學預算實驗室 (Yale Budget Lab)；凱基整理

圖 2: VIX 恐慌指數維持在低位，5 月以來平均值僅為 20，低於歷史平均的 25，意味著市場過於輕忽關稅風險

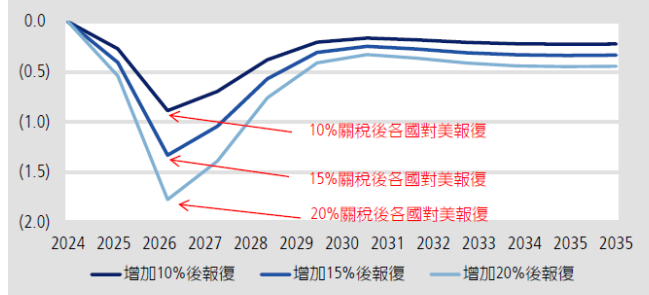
S&P500 VIX，點(左軸)；S&P500 指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3: 川普對全球普徵 10~20% 關稅，美國 GDP 最大衝擊將達 0.9~1.8 個百分點

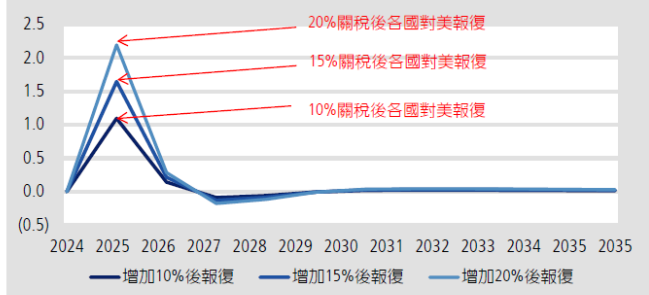
川普對全球普徵 10~20% 關稅下對美國 GDP 的影響幅度，百分比



資料來源：彼得森國際經濟研究所(PIIE)；凱基整理

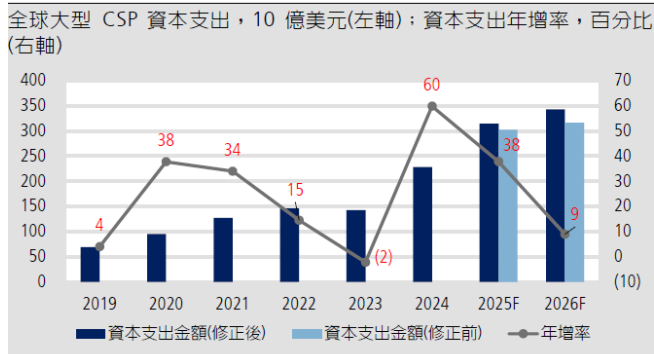
圖 4: 川普對全球普徵 10~20% 關稅，美國通膨將增加 1.1~2.2 個百分點

川普對全球普徵 10~20% 關稅下對美國 CPI 的影響幅度，百分比



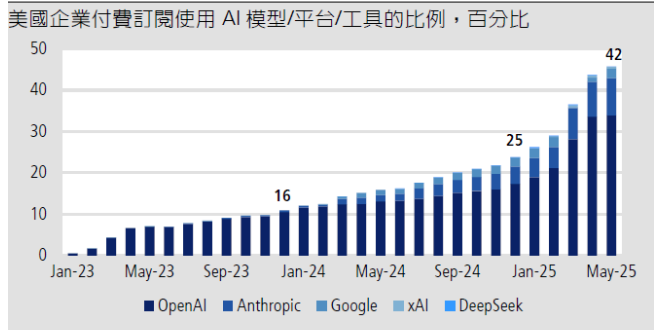
資料來源：彼得森國際經濟研究所(PIIE)；凱基整理

圖 5: 全球大型 CSP 在 2025 和 2026 年的整體資本支出預測分別較前一季上調了 4% 和 8%



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7: 美國企業導入 AI 的比例已從 2023 年底和 2024 年底的 16% 和 25%，大幅躍升至今年 5 月的 42%



資料來源：Ramp；凱基整理

圖 9: 美股評價與獲利預估

P/E (x)	2022	2023	2024	2025F	2026F
S&P500	18.3	22.9	26.5	23.1	20.3
S&P500 IT	22.5	36.0	41.6	30.6	25.5
S&P500 ex IT	26.7	24.6	22.7	19.6	17.9
SOX	16.7	40.3	42.6	26.6	20.3
NASDAQ	27.5	40.0	40.3	29.8	24.7
Dow Jones	18.6	22.2	23.2	21.1	18.4
EPS growth (%)					
S&P500	13.0	(1.1)	7.1	9.0	13.7
S&P500 IT	15.7	0.2	17.1	22.0	20.1
S&P500 ex IT	11.5	(1.7)	1.9	2.2	10.3
SOX	9.9	(21.0)	11.9	21.1	31.0
NASDAQ	0.2	(1.4)	23.2	22.1	20.9
Dow Jones	0.0	(1.5)	10.1	2.6	14.3

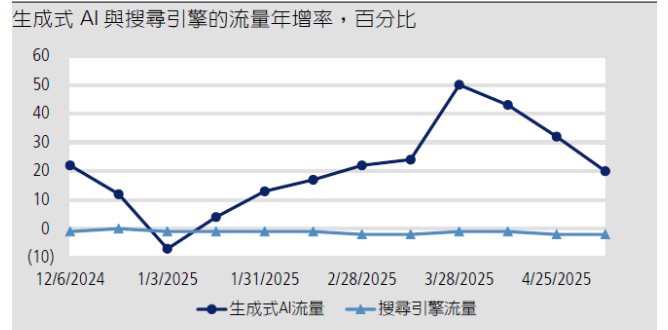
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6: 全球大型 CSP 在 2025 和 2026 年的整體資本支出年增率分別達 38% 和 9%

全球大型 CSP 資本支出, Capex (US\$mn)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Meta (Facebook)	18,567	31,431	27,266	37,256	66,598	77,844
Amazon	55,396	58,321	48,133	82,999	104,174	108,592
Microsoft	23,216	24,768	35,202	55,552	70,636	79,039
Google	24,640	31,485	32,251	52,535	73,301	77,396
合計	121,819	146,005	142,852	228,342	314,708	342,871
YoY (%)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Meta (Facebook)	22.8	69.3	(13.3)	36.6	78.8	16.9
Amazon	58.1	5.3	(17.5)	72.4	25.5	4.2
Microsoft	32.0	6.7	42.1	57.8	27.2	11.9
Google	10.6	27.8	2.4	62.9	39.5	5.6
合計	35.3	19.9	(2.2)	59.8	37.8	8.9

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 8: 一般民衆今年在生成式 AI 網站的瀏覽量也較去年同期增長了 30~50%，相對地，傳統搜尋引擎的瀏覽次數有所下降



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10: 美國科技七雄評價與獲利預估

P/E (x)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Amazon	N.A.	74.0	38.0	29.6	24.9
Apple	29.4	30.3	31.3	27.3	26.3
Facebook	74.0	43.9	27.5	26.4	23.5
Google	35.5	28.8	21.2	18.1	17.2
Microsoft	48.5	48.8	40.1	35.3	31.1
Nvidia	355.2	793.1	116.4	47.3	32.6
Tesla	83.5	69.9	147.8	162.0	104.2
EPS growth (%)					
Amazon	N.A.	N.A.	94.7	28.5	18.8
Apple	5.4	(2.8)	(3.4)	14.5	3.8
Facebook	(41.1)	68.5	59.5	4.4	12.2
Google	(21.1)	23.0	35.7	17.5	5.1
Microsoft	18.7	(0.5)	21.8	13.5	13.3
Nvidia	125.1	(55.2)	581.3	145.9	45.1
Tesla	127.5	19.4	(52.7)	(8.8)	55.5

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 11：推薦個股

族群/概念	公司	英文名	代號	市值 (US\$bn)	股價 (US\$)	評等	12個月目標價 (US\$)	上漲空間 (%)	EPS (US\$)		PE (x)	
									2025F	2026F	2025F	2026F
穩健防禦	思科	Cisco Systems Inc	CSCO US	254	64	OP	80.0	24.8	16.5	15.4	3.9	4.2
	威士卡	Visa Inc	V US	684	353	OP	405.0	14.8	30.2	26.9	11.7	13.1
	沃爾瑪	Walmart Inc	WMT US	754	94	OP	115.0	21.8	36.4	32.8	2.6	2.9
	華特迪士尼	Walt Disney Co	DIS US	212	118	OP	130.0	10.2	20.0	18.2	5.9	6.5
AI供應鏈	微軟	Microsoft Corp	MSFT US	3,530	475	OP	540.0	13.7	33.9	29.3	14.0	16.2
	輝達	NVIDIA Corp	NVDA US	3,464	142	OP	186.0	31.0	33.9	25.2	4.2	5.6
	博通	Broadcom Inc	AVGO US	1,170	249	OP	275.0	10.6	36.1	29.8	6.9	8.3
	邁威爾科技	Marvell Technology Inc	MRVL US	58	67	OP	95.0	41.4	24.9	19.2	2.7	3.5
	美光科技	Micron Technology Inc	MU US	129	116	OP	120.0	3.8	13.9	10.4	8.3	11.1
	戴爾科技	Dell Technologies Inc	DELL US	74	110	OP	149.0	36.0	11.9	10.4	9.2	10.5

資料來源: Bloomberg；凱基整理

圖 12：推薦個股營運展望

公司	代碼	最新營運分析
Visa	V US	JPM財測顯示2025信用卡壞帳率維持3.6%水平與上季持平，雖然美國整體信用卡壞帳率攀升，但大行仍表現相對較佳，Visa管理層於財報會議指出仍假設美國消費支出於2025年保持健康，另外在GenAI趨勢方面，V推出Intelligent Commerce與OpenAI, Anthropic, Perplexity等AI公司合作，在用用戶授權及規劃的預算下搜尋商品並自動完成交易，在AI Agent/Agentic Commerce興起下亦佔據極佳產業地位，我們樂觀看待Visa盈餘維持低雙位數成長，在不確定性下具有防禦性。
Walmart	WMT US	儘管美國關稅造成成本壓力，我們認為沃爾瑪具備多元供應商彈性與調整產品原料組合能力，將能持續維持價格競爭優勢，吸引消費者上門，並透過規模經濟維繫穩定的利潤率。另外公司電商業務快速成長，其中高毛利的廣告收入成長顯著，也能舒緩成本壓力。沃爾瑪維持全年營收年增3-4%目標，預期獲利增速將高於營收，每股盈餘2.5-2.6美元。面對總經環境不確定性及潛在通膨壓力，我們相信消費者對營收占比達六成的食品及必需品支出將維持穩健，支撐沃爾瑪營運。
Walt Disney	DIS US	DTC串流服務之訂閱用戶及ARPU成長穩健成長穩定，隨著營運槓桿顯現，貢獻獲利也自4Q24起由負轉正並逐季成長至2Q25之3.36億美元，對整體營業利益貢獻達9.6%。郵輪業務2024年預估貢獻獲利11.1%，公司規劃2025-2031年將有6艘新船下水，總船隊數翻倍至12艘，且未來若如樂園引入分時分級，貢獻獲利成長將更為顯著。DTC及郵輪為迪士尼未來三年主要成長動能。
Cisco	CSCO US	我們持續看好Cisco受惠於AI發展趨勢，公司持續發展其自有的Silicon one解決方案已逐漸取得客戶認可，而除了超大型資料中心客戶之外，包括公部門、企業需求與中東客戶潛在機會等也將成為未來發展機會，而公司在企業及路由器與無線網路產品等也為市場領先，將受惠於Wi-Fi 7升級週期，而近期我們亦留意到Ethernet技術相對於Infiniband技術優勢逐漸顯現，公司也與過往投資人會議上提及其產品已成為NVIDIA (美)參考架構供應鍊之一，並表示2025年不會是AI高峰年，認為仍需多年建置。
Microsoft	MSFT US	Ramp數據顯示美國企業採用AI模型比例於5月滲透率達42%，其中OpenAI滲透率達34%，對比2月底的21%大幅成長，我們看好開源模型基於推理能力及聯網能力領先，將在2H25持續優於開源模型(vs. DeepSeek 推出R1後市場認為開源模型將成為主流有所不同)，將帶動Azure成長需求維持強勁(C1Q25加速成長、C2Q25財測年增季持平)，在客製化功能改善下，Copilot滲透率及變現亦將持續正向發展，帶動M365商用營收成長維持13-14%(vs. 席次成長僅5-10%)，E5升級及Copilot加購為驅動ARPU的主要動力。
NVIDIA	NVDA US	Blackwell已佔輝達資料中心70%的營收，公司認為從Hopper的轉換期大致結束。公司表示目前Hyperscaler每周部署接近1,000個GB200 NVL72 (換算為72,000顆Blackwell GPU)，並預期產出將持續提升。GB300已送樣CSP，將於本季稍晚進入生產出貨。受限於GB200出貨進度低於預期，第二季營收增幅創下過去幾季新低。不過由於供應鍊高度透明且受到關注，第二季的狀況應是在預期之內。我們預期短期利空除了關稅懸而未決以外，供應鍊利空大致已反應在財報和展望之上。而需求部分，輝達以及主要的CSP起碼針對今年的需求已打了強心針。在加速運算領域，我們仍未見到輝達有明顯的競爭對手，評價仍具吸引力。
Broadcom	AVGO US	儘管短期ASIC受到亞系競爭者的削價競爭，我們仍舊認為Broadcom是AI ASIC的首選，原因在於其與Google合作歷時已久，在TPU設計中深度參與，累積穩定信任與技術協同，但我們預計其在P系列(訓練用)仍將持續主導設計，且下一代價格近乎翻倍，從CoWoS預訂量來看，Meta也將在明年大幅增加營收貢獻，公司亦有其他多項專案（如Apple、OpenAI等）專案可以持續提供營收成長性。此外公司具備多元業務如網通產品的迭代升級以及穩定成長的軟體業務，可抵禦ASIC產業的供應鍊變動。
Marvell	MRVL US	儘管AWS Trainium雜音頻傳，我們預估公司將在2026年量產Trainium 2改款(3nm)，並與AWS Annapurna主導前段、世芯-KY參與後段設計的Trainium 3並行推出，Marvell在Trainium 3僅參與部分IP設計。與Microsoft合作的Maia 200，根據我們的供應鍊確認是計畫如期，預估在2H26開始貢獻營收，依據其CoWoS投片量預估，Maia 200由於參與部分前段與後段設計，價格更高，因此營收貢獻較為顯著，我們上調2025-26年ASIC營收至US\$35/45億，以反映Maia 200的貢獻。
Micron	MU US	Micron近期HBM3e12H良率大幅提升至70%以上，作為Nvidia AI Server HBM Second source，該業務具備進一步擴張潛力，我們預期將有助於提升Micron在HBM市佔率與優化其獲利結構，惟須留意2H25消費性電子旺季不旺可能影響DDR5價格的潛在風險。
Dell	DELL US	Dell FY2026 (2025年2月至2026年1月) 營收成長性主要來自AI伺服器，考量近期B200/GB200供應明顯轉順，依Dell供貨市佔約20%評估，預期Dell FY2026 AI伺服器營收貢獻將達172億美元，優於公司給予展望之150億美元。FY2027則考量GB300產品將逐步放量，產品價格將由GB200 NVL72約300-350萬美元之水準成長至350-400萬美元，有助AI營收年增率維持在不低於產業平均約20%之水準。

資料來源: 凱基整理與預估

上述為證監會持牌人，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 部份凱基證券亞洲有限公司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證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、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，本行并不另行通知。本行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，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。