

2024/06/01

Team

第二組

Mentor

余浩毓、王禹歲

Members

許雅筑、徐政揚

高崇軒、黃靖婷

林庭妤、張瓊文

基金配置

台美 AI 焦點龍頭 復甦平衡型基金

Contents

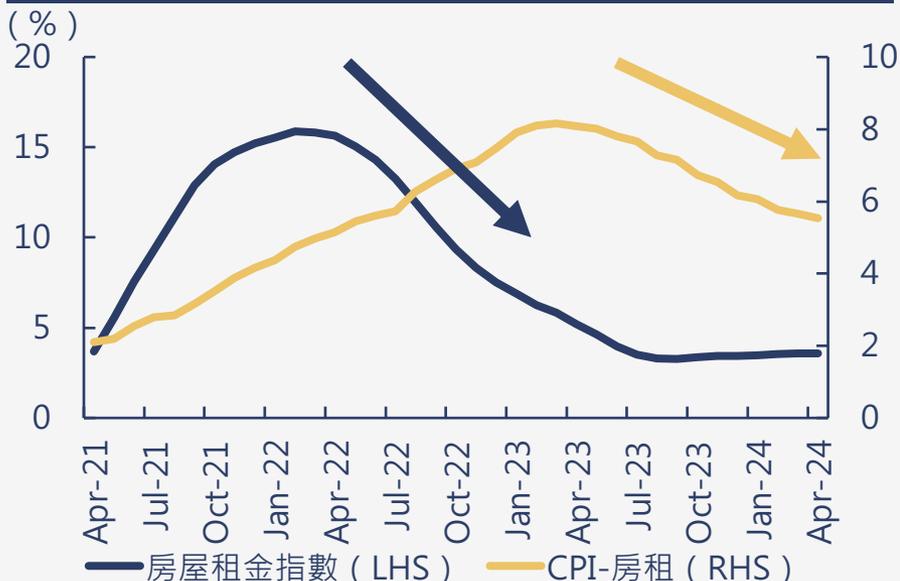
1	總經	p.4
2	基金簡介	p.7
3	產業研究	p.11
4	個股介紹	p.14
5	債券及大宗商品介紹	p.35
6	結論	p.42

總經

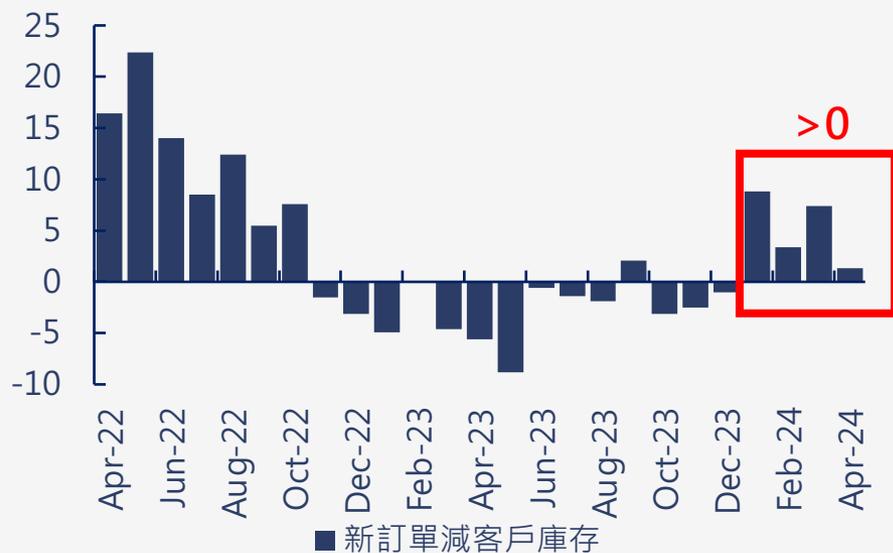
房租上升趨緩支撐經濟放緩，製造業回溫保持樂觀

- 四月核心 CPI YoY 下降至 3.6%，雖然通膨仍受服務強力牽制，正在下降的趨勢仍迎來大眾對 Fed 降息的希望。影響 CPI 最大的房屋項目方面，Zillow 租金指數 YoY 自去年二月持續下降，延滯期的到來有利帶動房租通膨下降，放緩經濟的增速
- 製造業方面，新訂單減庫存四月指數為 1.3、存貨指數低於 50 暗示未來幾季客戶可能會為了補庫存增加需求；加上 S&P 公布五月 PMI 指數顯示製造業高於預期，對製造業回溫保持樂觀，但也擔憂因成本增加而上升的指數，使通膨存在上升風險

租金增長放緩待延滯後有利通膨下降



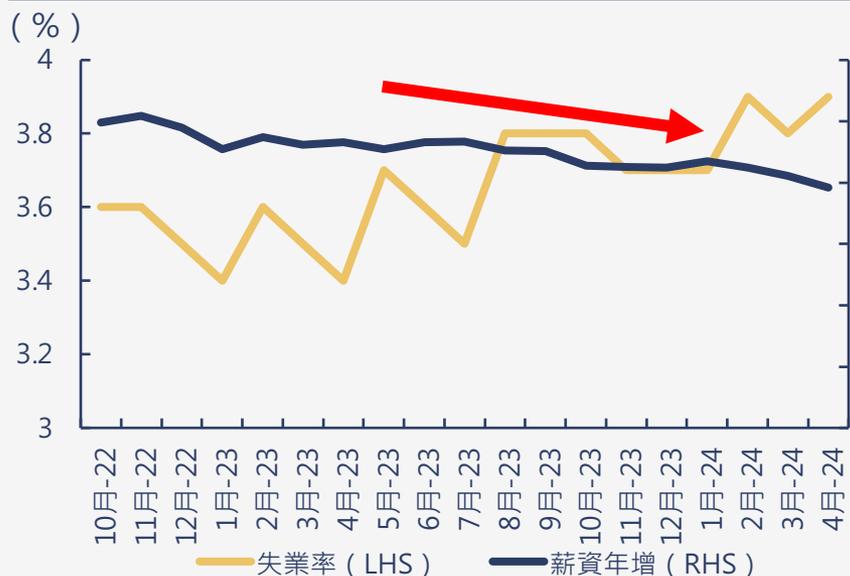
新訂單減庫存指數自年初轉負為正



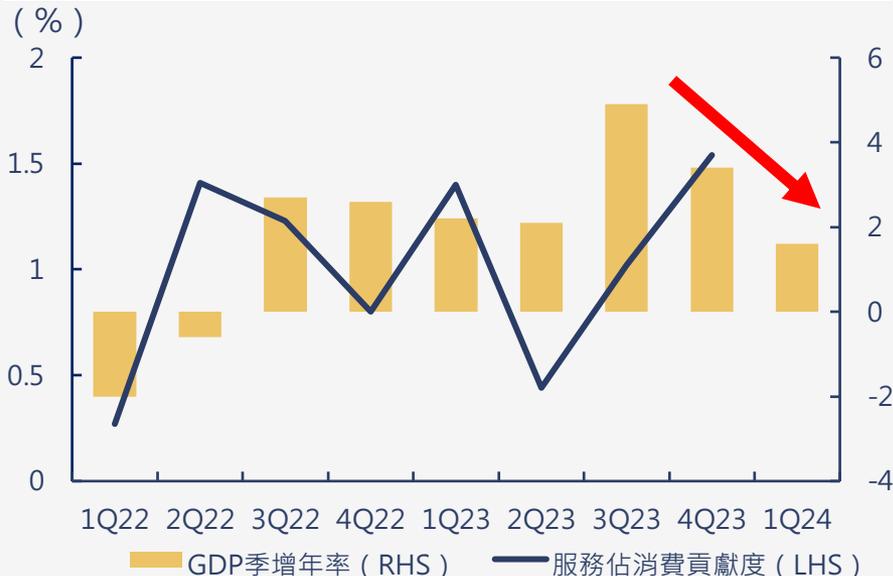
就業市場緩慢降溫，服務類持續支撐經濟，但出現放緩跡象

- 勞動供需方面，薪資成長率、工作時長、JOLTS 空缺崗位的持續下降，都顯示經濟體內部的用人需求持續下降。推測等待降息期間，大企業也在避免裁員等待降息，傾向讓人員自然流失而非主動裁員，因此失業率上升緩慢，但勞動市場仍在持續放緩
- 目前仍為服務類別在支撐經濟，但隨 4 月 ISM 服務業指數進入收縮區間，以及消費者信心指數持續下降，而製造業則出現回溫跡象。我們預期服務以及商品佔 GDP 的比例將逐漸回復平衡，並維持在正值區間，降息則需等待通膨趨緩

雖失業率僵固，但勞動市場仍在降溫



預估服務佔 GDP 的比例將趨向平衡



基金簡介

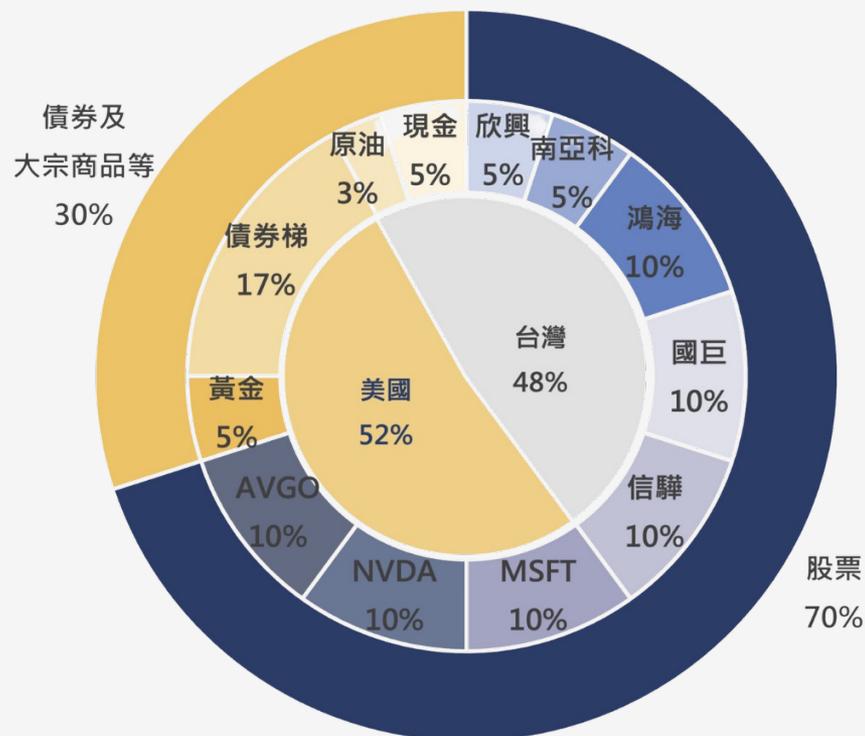
- 1 基金簡介
- 2 投資邏輯

台美 AI 焦點龍頭復甦平衡型基金

投資邏輯

本基金主要投資 AI 供應鏈之龍頭類股，搭配低基期循環打底復甦題材，並以債券梯和大宗商品達到避險以及賺取降息資本利得的效果

基金配置比例圖



成分股比例

公司或商品名稱	比例
鴻海 (2317)	10%
國巨 (2327)	10%
信驊 (5274)	10%
欣興 (3037)	5%
南亞科 (2408)	5%
Microsoft (MSFT)	10%
Nvidia (NVDA)	10%
Broadcom (AVGO)	10%
債券梯 (美國公債)	17%
現金	5%
SPDR 黃金 MiniShares ETF	5%
元大標普高盛原油 ER 指數股票型期貨信託基金	3%

在勞動市場放緩以及商品端經濟下滑之下，升息的可能極低

債券

用債券梯達到不預測降息時點獲取資本利得的效果，並隨降息的進行降低長天期債券部位
降息受到通膨的不確定因素仍在，使用債券梯固定住整體存續期間，確保降息時的利率曝險。隨降息售出，將長天期的部位售出並購入短天期公債降低整體利率曝險，以達到不預測降息終點的效果

個股

個股投資 AI 科技龍頭並搭配低檔循環股

由於各大 CSP 對於 AI 相關之 CAPEX 皆大幅增加，我們看好未來 AI SERVER 和 AI PC 的高成長性，選擇相關 AI 供應鏈之龍頭股，如輝達、博通、鴻海，並搭配低基期之循環打底復甦題材，如南亞科、欣興

大宗商品

透過持有黃金對沖股市風險，看好原油供需缺口擴大油價上漲

黃金：黃金具對沖股市風險的避險功能。市場因降息不確定性及中東地緣風險上升，波動明顯放大，可透過持有黃金打造更平衡且具防禦性的投資組合
原油：低水位庫存、逐漸擴大的供需缺口及美元指數走軟有利油價表現，中美需求回溫為價格一大支撐

基金五年年化報酬率達 43.3%，對標超額報酬達 25.6%

基金對標同類型指標之績效



基金各期間數據比較

績效指標	半年		一年		五年	
	投組	基準	投組	基準	投組	基準
夏普值	0.48		0.78		0.34	
年化報酬 (%)	62.2	51.4	61.8	37.7	43.3	17.7
標準差	0.224		0.311		0.758	
超額報酬 (%)	10.7		24.1		25.6	

總經情況

基金操作

利率維持、甚至升息
(情況一)

通膨超乎預期，聯準會決定暫緩降息或甚至升息：由於債券梯固定住利率曝險，持續等待降息再售出長天期債券

通膨回落，聯準會決定降息
(情況二)

隨降息售出長天期債券，獲取資本利得並降低利率風險

根據不同總經情況調整債券的操作

期間	情況一	情況二
零~三個月	20%	30%
一~三年	25%	25%
七~十年	25%	25%
二十年以上	30%	20%

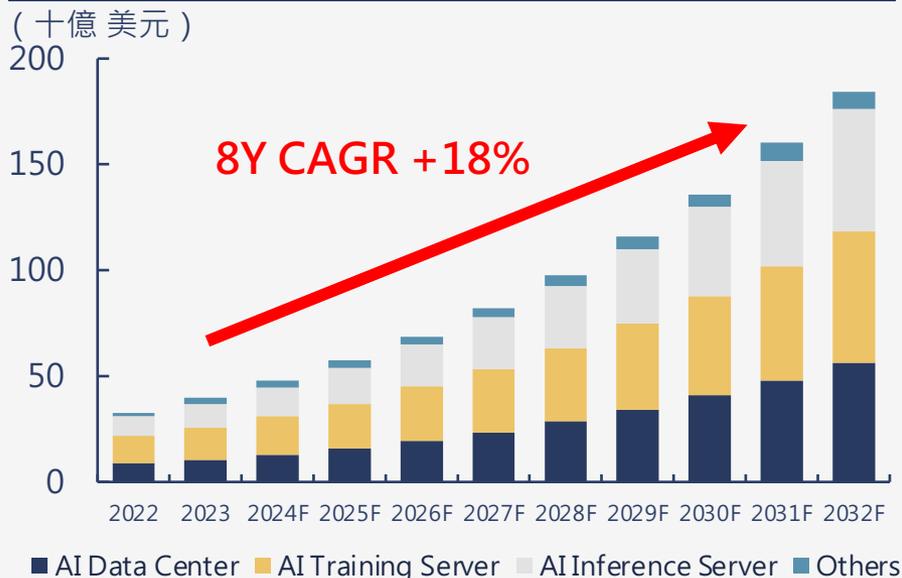
產業研究

- 1 AI Server
- 2 AI PC

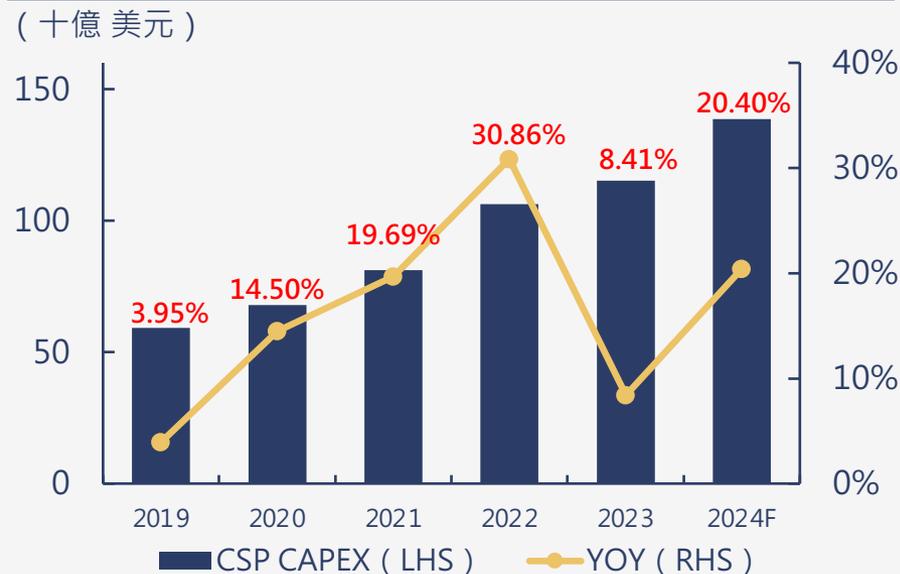
半導體重啟上升週期，CSP 擴大 AI 相關資本支出

- 過去受高利率、庫存調整與終端需求疲弱影響，半導體產業於 1Q23 落底，雖現已見回溫，但仍受總經相對疲軟影響僅溫和復甦，AI、HPC、先進製程/封裝為主要趨勢
- 隨著 AI 訓練、推論需求增加，CSP 業者擴大資本支出，主要應用於 AI 相關及擴建雲端伺服器等基礎建設，顯示 AI 伺服器的需求持續強勁
- 雖普及 AI 應用尚需時間，但長線趨勢不變。根據 GMI 預估，AI 伺服器出貨量 8Y CAGR 達 18%

AI 伺服器出貨量 8Y CAGR 18%



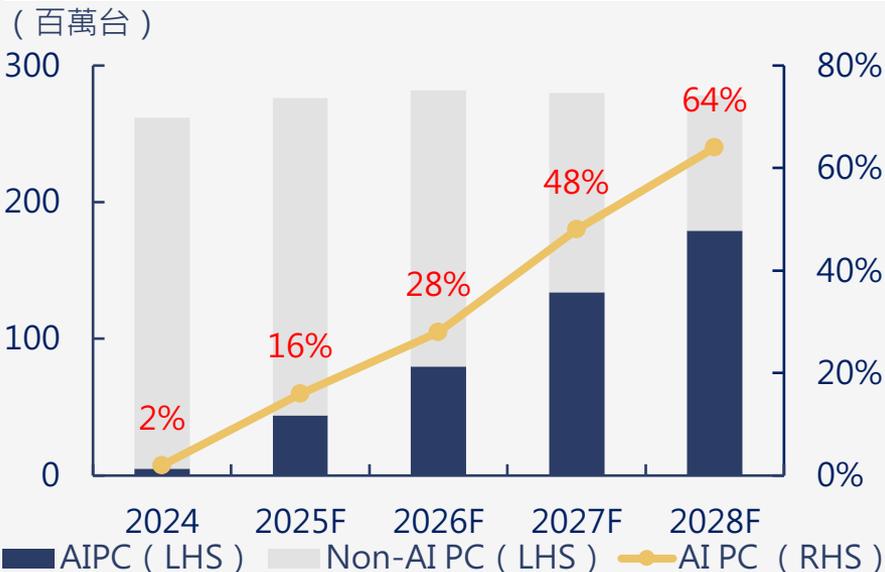
雲端業者持續擴大 AI 資本支出



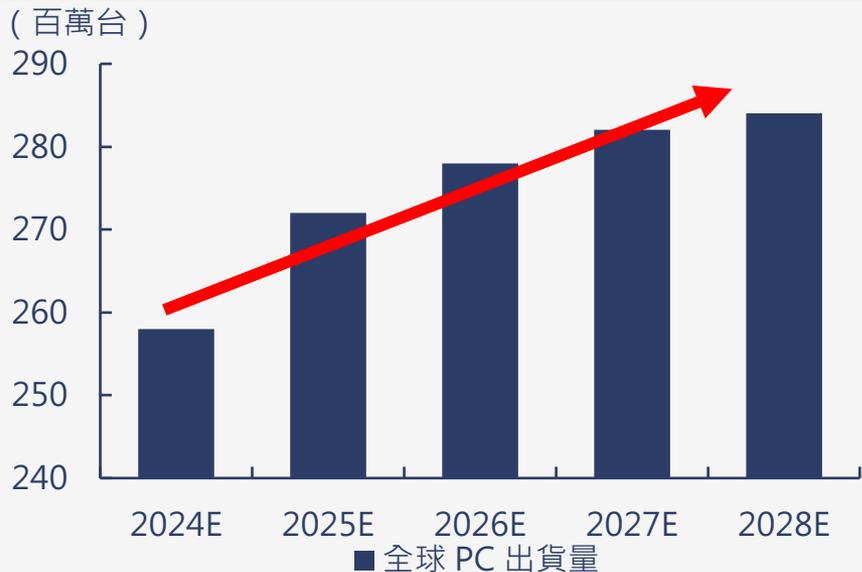
預期 AI PC 市佔將高速提升，28 年可佔據 PC / NB 市場主流

- 隨各大 PC/NB 品牌業者在 24 年推出新機種，AI PC 正式打入市場。根據預估，AI PC 今年預估出貨 500 萬台，並在近五年高速成長提升市占，AI PC 佔所有 PC 出貨量的採用率將從 2024 年的 2% 增長到 2028 年 65%，並將在 28 年成為主要機種
- 目前 AI PC 尚未有單位給出明確定義，目前市面上產品多主打 AI PC 是由 NPU 整合 AI 運算功能之 PC / NB 產品，僅有微軟定義 AI PC 之 NPU 效能須達 40 TOPS 以上

AI PC 出貨預估在 28 年成為主流



預估全球 PC 出貨量將持續增加



個股介紹

- 1 Nvidia
- 2 鴻海
- 3 信驊
- 4 Broadcom
- 5 國巨
- 6 Microsoft
- 7 南亞科
- 8 欣興

Nvidia (NVDA) : 發布新一代 Blackwell 推動 AI 高速增長

個股資訊

主要業務	設計與研發 GPU、CPU 和 DPU 等軟硬體配套措施
營收 (FY1Q25)	260.44 億美元
收盤 (5/27)	1,139.01 美元
在外流通股數	24.7 億股

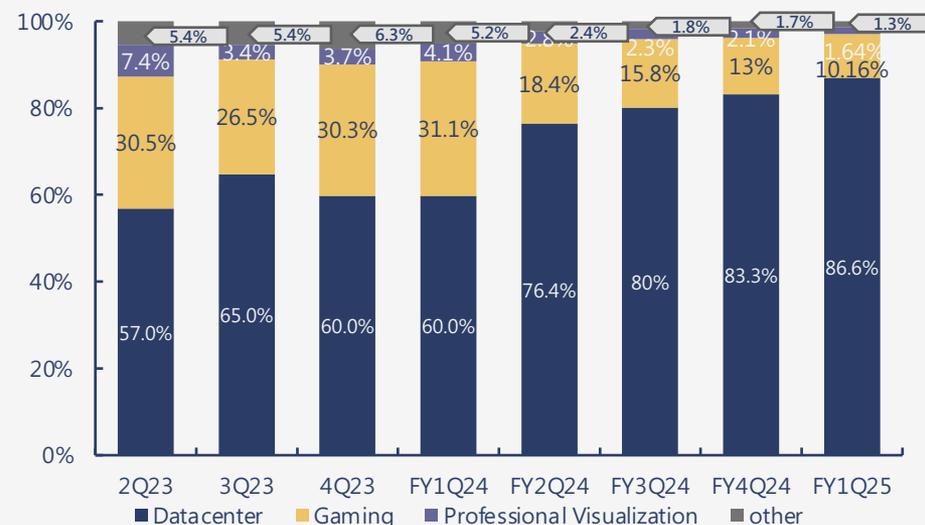
成長動能

- ✓ 輝達晶片規格快速成長，將受益 CoWoS 產能擴大提升出貨量
- ✓ AI PC 發展與 Switch 換代將貢獻輝達遊戲業務營收
- ✓ BYD、Li 等中系車商將採用 Thor 晶片作為車載電腦

簡明損益表 (百萬美元)

	FY2023	FY2024	FY1Q25
營收	26,974	60,922	26,044
銷貨成本	11,618	16,104	5,520
毛利	15,356	44,818	20,524
稅後淨利	4,368	30,010	14,881
EPS (美元)	1.74	12.03	6.04

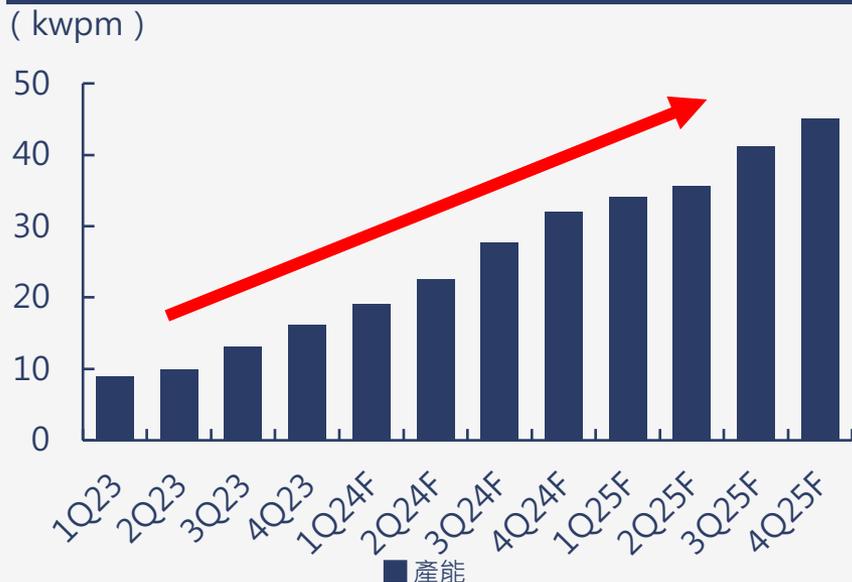
營收占比



輝達晶片規格快速成長，將受益 CoWoS 產能擴大提升出貨量

- AI 伺服器近 7 成採用輝達的 GPU，Blackwell GPU 與 GB200，記憶體和 AI 效能提升，MSFT、Google 和 AWS 等 CSP 強勁需求帶動出貨，將於 2H24 開始供應至客戶端
- TSMC 23 年 CoWoS 總產能約 12 萬片，24 年積極擴充產能應對供不應求，預計年底可達 3 萬片/月。輝達 24 年 CoWoS 產能規劃約 15 萬片佔 TSMC 產能約 50%，產能提升將縮短 H100 的交貨時程，H200、B200 也有望受惠。預期客戶 FY2Q25 後開始迭代至新產品

CoWoS產能持續提升



輝達晶片規格提升將持續貢獻營收

晶片	產能狀況	封裝方式
H100	交貨時程縮短至 3~4 個月	CoWoS-S
H200	預計 FY2Q25 小幅量產	CoWoS-S
B200	3Q24 開始出貨	Chiplet+CoWoS-L
GB200	預計 4Q24 出貨	Chiplet+CoWoS-L
X100	FY2Q26 發布	SoIC+CoWoS-L

鴻海 (2317) : 全球最大 GB200 相關 ODM 廠

個股資訊

主要業務	消費性電子.雲端網路.元件等代工服務
營收 (1Q24)	1.32 兆新台幣
收盤價 (5/29)	180.5 元
在外流通股數	13.8 億股

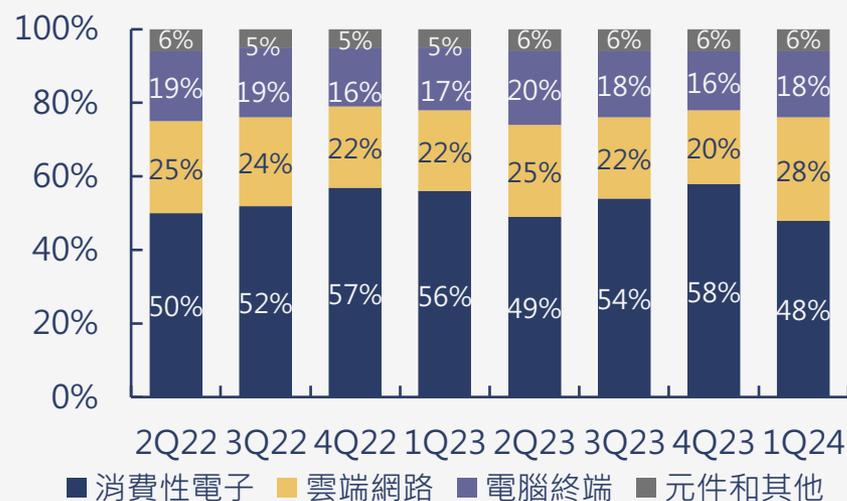
成長動能

- ✓ GB200 將於明年量產，可望帶來兆元營收
- ✓ 雲端業務營收比重提升，毛利率增加

簡明損益表 (十億台幣)

	2022	2023	1Q24
營收	6,627.0	6,162.2	1,324.0
營業毛利	400.0	387.0	83.7
銷貨成本	6,227.0	5,775.0	1,240.3
稅後淨利	157.1	154.8	32.5
EPS (元)	10.21	10.25	1.59

營收占比



鴻海成 GB200 主要 ODM，AI 業務營收毛利將雙雙上漲

- 鴻海提供 GB200-NVL72 的解決方案，將搶佔超過 40% 的 GB200 機櫃訂單，擁有一站式解決方案，優於其他 ODM 廠商，預估代工毛利率為 18%，將可提升鴻海整體毛利率水平
- GB200-NVL72 相比同數量 GPU 的 H100 機台，算力提升 30 倍，能耗降低 25 倍。目前單台價格預估為 300 萬美元，且單台機架內容價值為 NVL36 的 2 倍，預估 NVL72 能在 25 年為鴻海帶來 1 兆之營收，屆時公司 AI 營收佔比將達 24%

GB200 主要 ODM 之比較

	鴻海	廣達	英業達
代工產品	GB200-NVL72	GB200-NVL36	GB200-NVL36
代工毛利率	18%	大於 8%	大於 6%
出貨時間	4Q24	3Q24	1H25
備註	擁有一站式解決方案、交換器供應商	液冷技術通過認證	無自研能力 零件皆與下游採購

GB200 明年之產值預估

FY25	NVL72	NVL36
預估臺數	1 萬台	3 萬台
GPU (片)	72 萬	108 萬
售價	300 萬美元	180 萬美元
產值	300 億美元	540 億美元
ODM	鴻海集團	緯創、廣達、英業達

信驊 (5274) : 全球 BMC 龍頭廠

個股資訊

主要業務	多媒體、電腦週邊、高階消費性電子積體電路
營收 (1Q24)	10.13 億元
收盤價 (5/29)	3,815 元
在外流通股數	3.78 億股

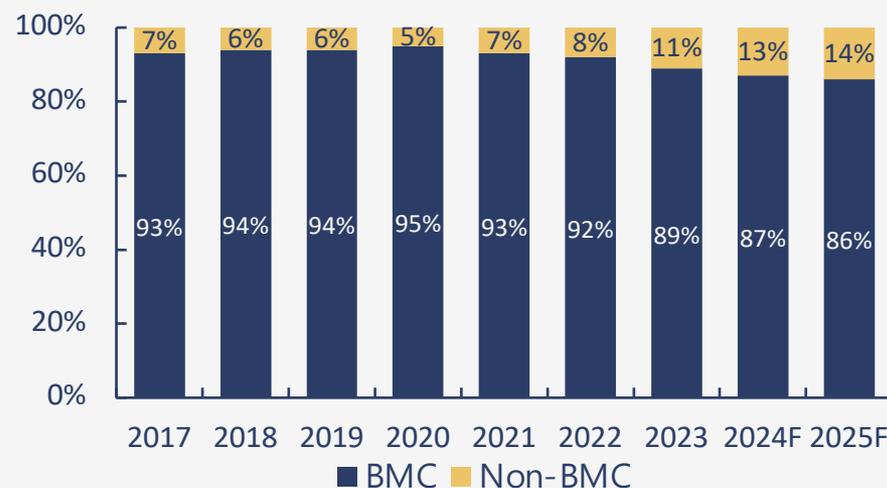
成長動能

- ✓ 伺服器整體需求提升、新平台推出提高 TAM 並帶動 BMC 出貨，量價皆升有利營收成長
- ✓ 受惠 Cupola 360 需求穩定，Smart AV 產品營收有望雙位數成長，提高整體占比

簡明損益表 (百萬台幣)

	2022	2023	1Q24
營收	5,210.13	3,130.4	1,013
營業毛利	1,818.98	1,122.48	372.38
銷貨成本	3,391.15	2,007.92	640.62
稅後淨利	2,105.61	1,006.81	391
EPS (元)	55.72	26.66	10.36

營收占比



受惠伺服器需求成長及平台更新，BMC 出貨量持續成長

- AI 伺服器所需 BMC 數量增加。一台傳統伺服器主板需要一顆，而一台 AI 伺服器平均約需 3 顆，若為 GB200-NVL36 機架則需 46 顆 BMC。隨著 AI 伺服器逐漸放量，將帶動 BMC 出貨量持續成長，並提高信驊 TAM
- 隨著一般伺服器受排擠現象趨緩、AI 需求大幅增加，預期 2Q24 營收將季增中高十位數
- 市場預期 Eagle Stream、Genoa 等平台年底滲透率將達 30~40%，新平台的推出也有望提高 AST 2600 出貨量，且因製程升級，ASP 提升 20%，量價皆升有利未來成長

BMC 出貨量回溫



新平台及應用產品



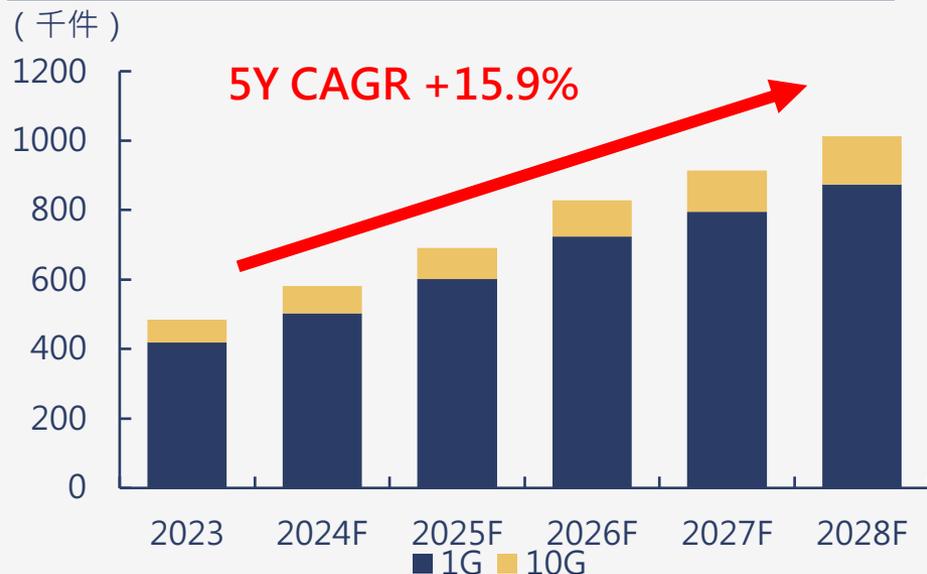
Smart AV 受惠 Cupola 360 而有望呈雙位數成長

- 雖去年非 BMC 業務佔比僅約 11%，但 Cupola 360 持續打入智慧工廠，透過 Industry360 解決方案協助企業無人巡檢，也導入智慧城市應用，且已獲中東/印度/東南亞的標案，近期也開始導入資料中心，預計 2H24 將開始大量出貨，提升營收占比
- 信驊於 1G AVoIP 全球市占約六成，且可搭配 Cupola 360 系列晶片及全景攝影機，提供智慧巡檢工廠等多元應用，也積極擴展 2.5G / 10G 市場，預估整體出貨量 5Y CAGR 達 15.9%

Smart AV 產品線及應用



AVoIP 出貨量 5Y CAGR 15.9%



Broadcom (AVGO) : 全球通訊晶片巨頭，行業話語權高

個股資訊

主要業務	提供有線及無線通訊半導體解決方案、基礎建設軟體
營收 (FY1Q24)	119.6 億美元
收盤價 (5/28)	1,412.45 美元
在外流通股數	3,098 百萬股

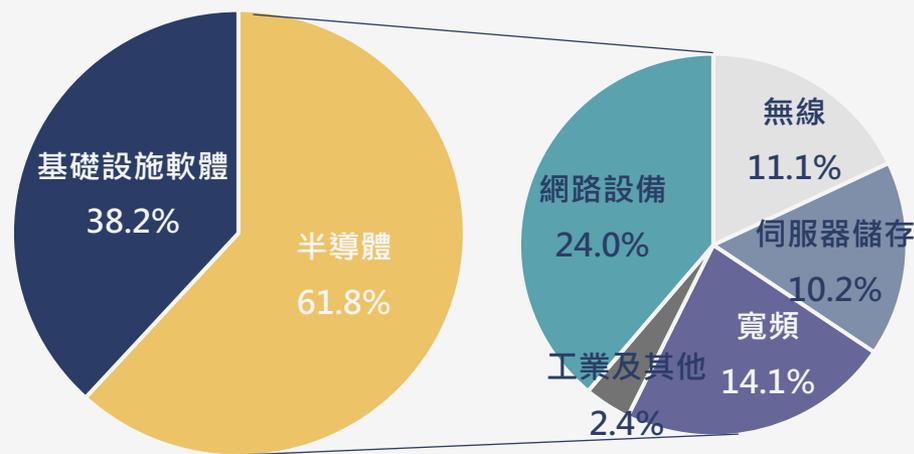
成長動能

- ✓ Google、Meta 貢獻 ASIC 營收 XPU 平台獲得第三家消費型 AI 的資料中心採用
- ✓ 51.2 Tbps CPO Baily 於本季出貨，將成為 2H24 主要產品
- ✓ PCIe 交換器產品迭代快速，PCIe 6.0 已送樣認證
- ✓ VMware 2H24 轉為訂閱制，計量收費模式推升獲利成長

簡明損益表 (億美元)

	FY2022	FY2023	FY1Q24
營收	332	358	119.6
營業毛利	206	247	73.8
銷貨成本	126	111	45.8
稅後淨利	141	115	13.25
EPS (美元)	26.66	33.95	2.93

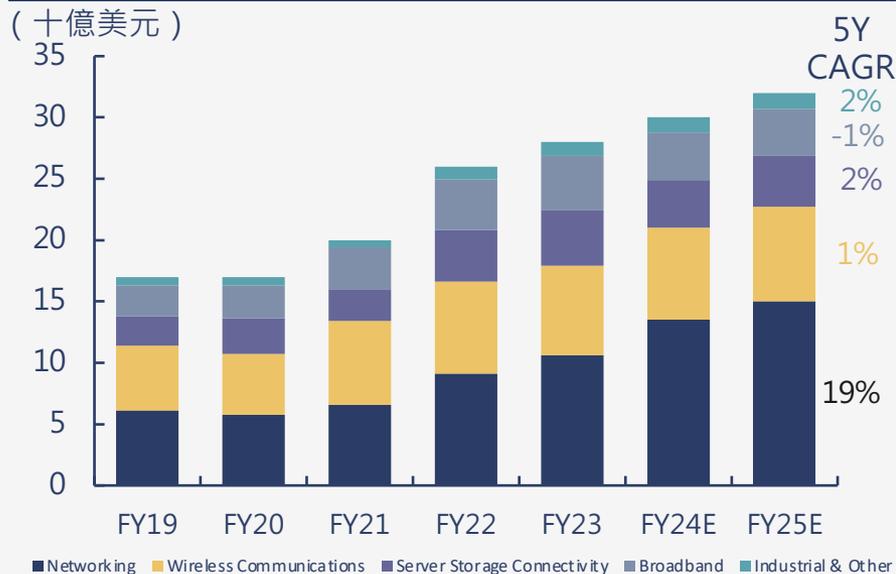
營收占比



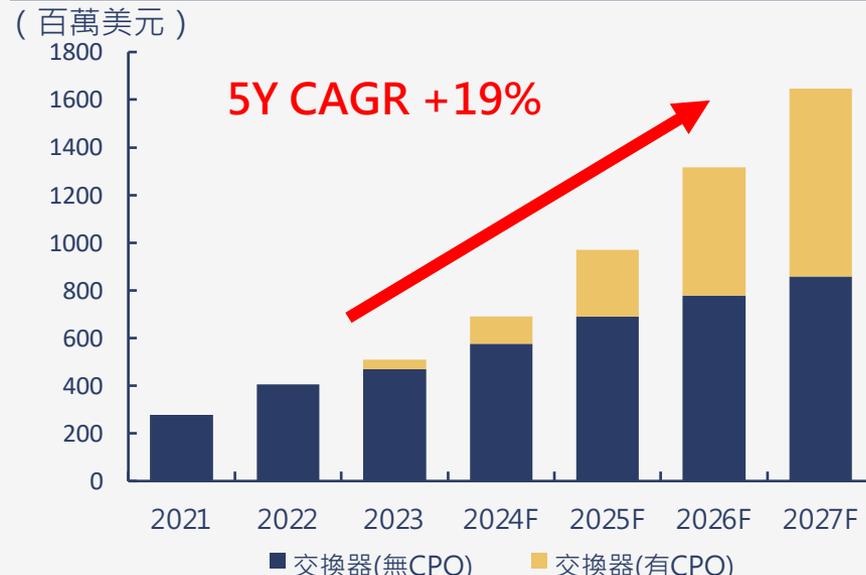
網通業務5Y CAGR+19%，寬頻等業務有望於 2H25 復甦

- 1Q24 AI 相關的營收約 23 億 (約佔半導體解決方案 31%)，網通業務將有望受惠大型資料中心對 ASIC 需求和 AI 持續發展，5Y CAGR+19%，抵消寬頻、伺服器儲存等週期性谷底的影响，預計 2H25 可見復甦
- 長期受惠 Google、Meta 貢獻 ASIC 營收，本季 XPU 平台獲得第三家消費型 AI 的資料中心採用，預期推升 FY25 年營收成長
- 51.2 Tbps CPO Baily 於本季出貨，與可插拔收發器解決方案相比，Baily CPO 使光學互連的功耗降低 70%，面積效率提高 8 倍，將是 2H24 的主力產品，貢獻營收

AI相關營收持續增長抵銷週期性低谷業務



CPO 技術將大幅成長 27 年成資料中心主流



國巨 (2327) : 全球供應元件領導供應商

個股資訊

主要業務	被動元件、電阻原料半成品
營收 (1Q24)	285.05 億元
收盤價 (5/29)	668 元
在外流通股數	4.24 億股

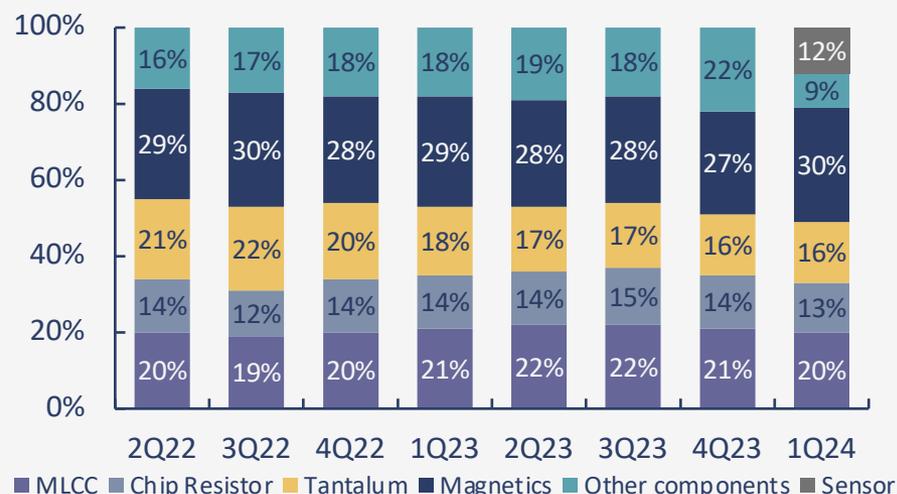
成長動能

- ✓ AI 伺服器高速運算需求下，MLCC、電感用量翻倍

簡明損益表 (十億元)

	2022	2023	1Q24
營收	121.1	107.6	28.5
營業毛利	75.1	71.6	18.9
銷貨成本	46.0	36.0	9.6
稅後淨利	22.8	17.6	4.6
EPS (元)	44.2	41.8	11.02

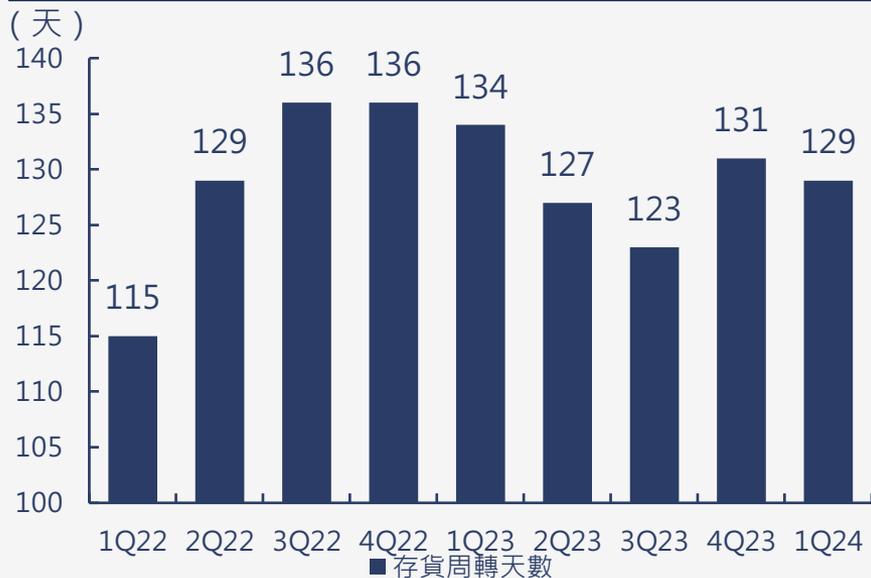
營收占比



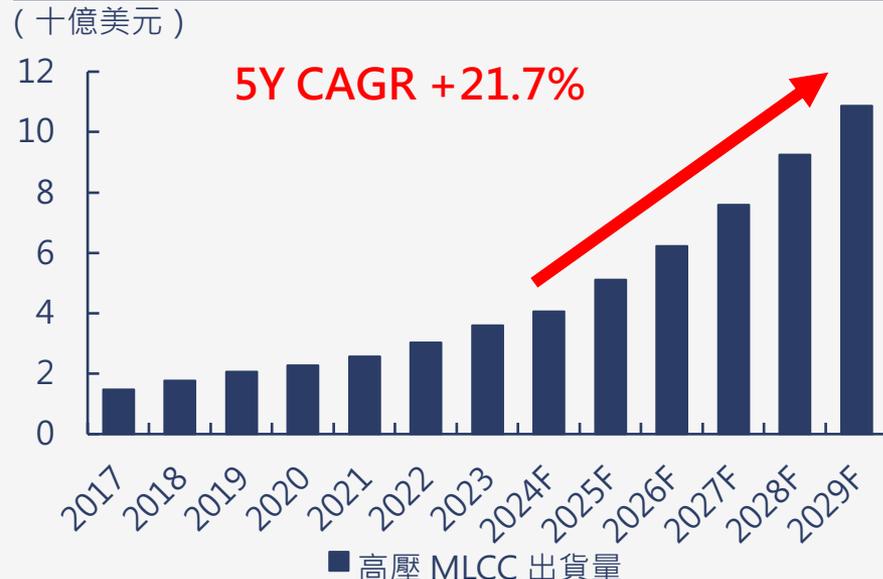
AI 伺服器推升元件需求，MLCC、電感用量翻倍

- 韓廠預估 AI 伺服器的 MLCC、電感用量皆相較傳統伺服器增長一倍。在 AI 高速運算盛行的環境下，會進一步激勵高容、高壓的 MLCC 需求，以及更高規格的電感。在併購奇力新後，國巨也提升其電感市占至全球第三
- 輝達、伺服器代工廠皆為終端客戶，受惠於 CSP 對 GB200 的強勁需求，國巨也順勢切入供應鏈
- 估 2Q24 隨著客戶端完成庫存去化，供應鏈庫存水位可望趨於健康 (110-120 天)

估 2Q24 庫存降至健康水位



高壓 MLCC 出貨量 5Y CAGR 21.7%



Microsoft (MSFT) : 全球最大電腦軟體供應商

個股資訊

主要業務	研發、製造、授權及提供廣泛的電腦軟體服務
營收 (FY3Q24)	618.58 億美元
收盤價 (5/28)	430.3 美元
在外流通股數	74.30 億股

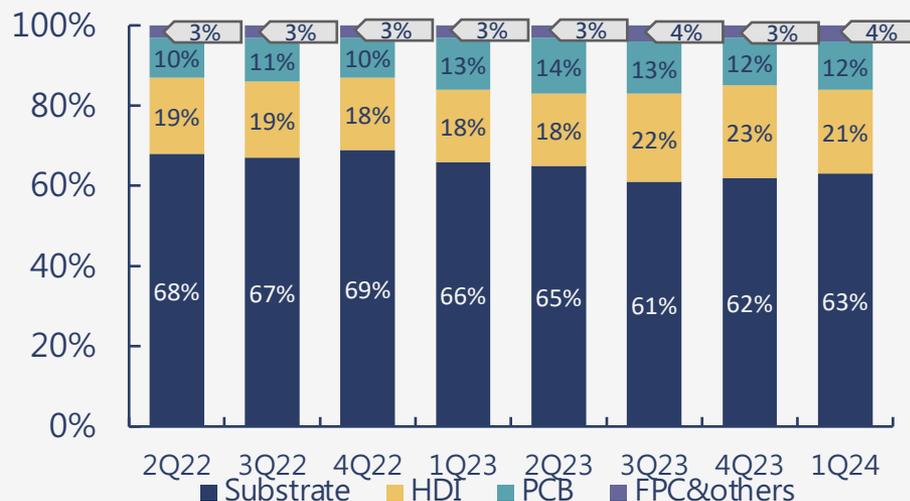
成長動能

- ✓ Azure 雲端服務使用量續強，資本支出持續增加，預計人工智能的營收佔比將擴大
- ✓ Copilot 生態系的擴大，預期將帶動 Windows 11 市占率，並提升客戶黏著度

簡明損益表 (百萬美元)

	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24
營收	56,517	62,020	61,858
營業毛利	16,302	19,623	18,505
銷貨成本	40,215	42,397	43,353
稅後淨利	22,291	21,870	21,939
EPS (美元)	2.99	2.95	2.94

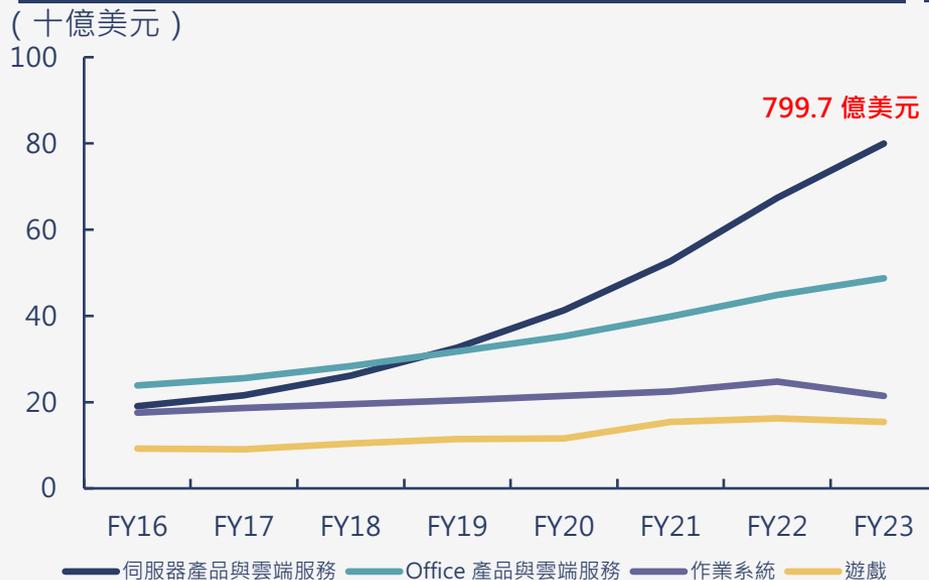
營收占比



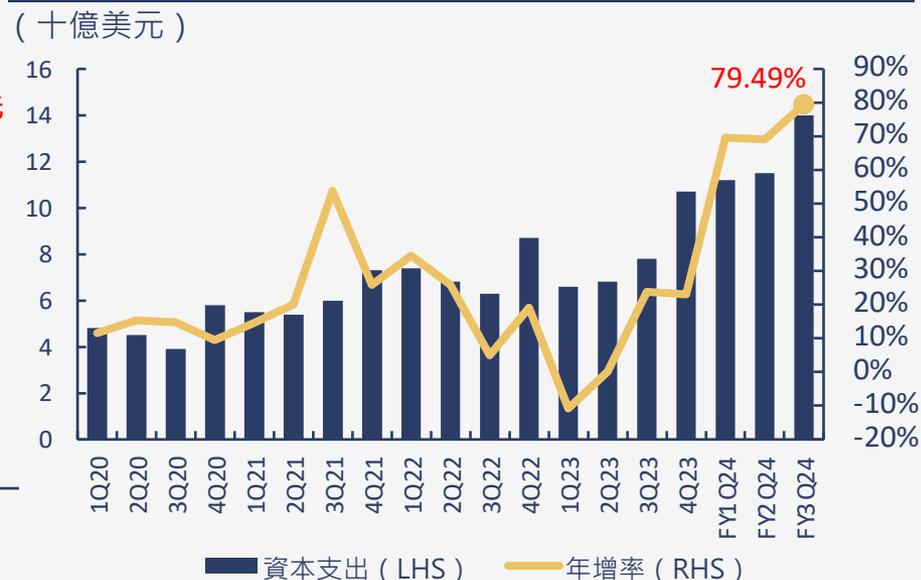
Azure 雲端服務使用量續強，人工智能佔比持續擴大

- 「智慧雲端業務」部門在 FY3Q24 的財報中，營收年增 21% 至 267.1 億美元，AI 的強勁需求也帶動 Azure 訂單年增 29%，使得 Azure 和其他雲服務的收入增長了 31%，而人工智能增長了其中的 7%
- 近年來微軟的資本支出持續增加，主要來自雲端和 AI 設備需求，此外，微軟宣布未來將可透過 API 採用第三方的 LLM，為生成式 AI 提供更多客製化可能，預期在雲端和 AI 服務需求強勁下，Azure 下一季營收增長可達 30~31%，AI 佔比也將持續擴大

Azure 營收持續增長 為目前主要營收來源



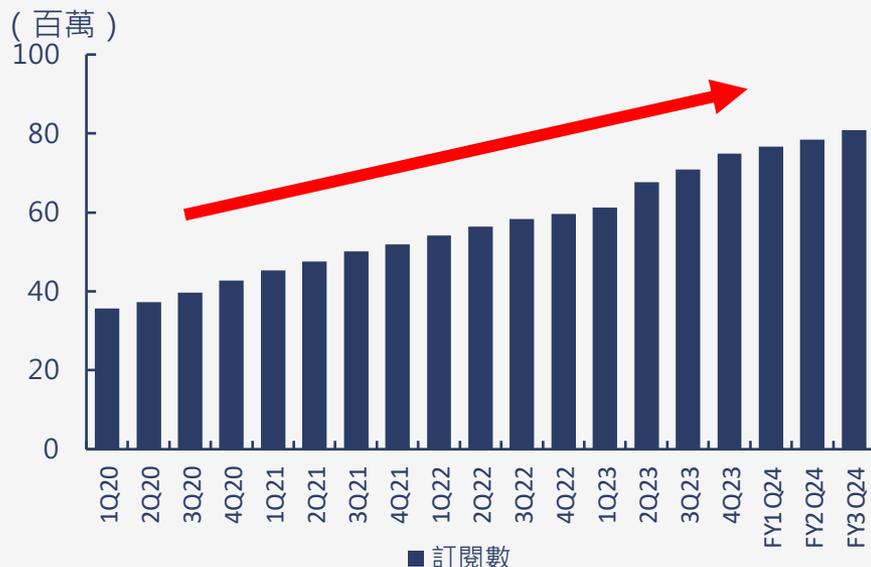
今年第三季資本支出年增長率高達 79.49%



Copilot 生態系擴大預期將帶動 Windows 11 市占率

- Copilot 生態系形成，除了 Microsoft 365 Copilot，也推出針對 Sales、Service、Finance、Security 的版本，預計下一季 Office 365 商業版營收將增長 14%
- Windows 11 企業版於 23 年銷售強勁，YoY 200%，而 Windows 11 的整體市占率為 26%，預計在明年 Windows 10 停止更新後將帶動 Windows 11 的市占率
- Copilot 目前已在 2.25 億台 Windows 設備上使用，比前期增長 2 倍，預期在微軟整合更多功能後，提升 Windows 的客戶黏著度，並為汰換老舊 PC 帶來誘因

Office 365 客戶版訂閱數持續增長



Windows 各代與 AI 之間的關聯

	AI 相關功能	23 年底市占率	備註
windows 7	不支援	3.35%	已停止支援
windows 8	不支援	1.68%	已停止支援
windows 10	可使用 copilot	67.42%	將於 2H25 停止更新
windows 11	將內掛 copilot. 支援 ai explorer	26.54%	

南亞科 (2408) : 全球第四大 DRAM 製造廠

個股資訊

主要業務	DRAM 晶片設計以及製造
營收 (1Q24)	9,502 百萬元
收盤價 (5/29)	66 元
在外流通股數	30.98 億股

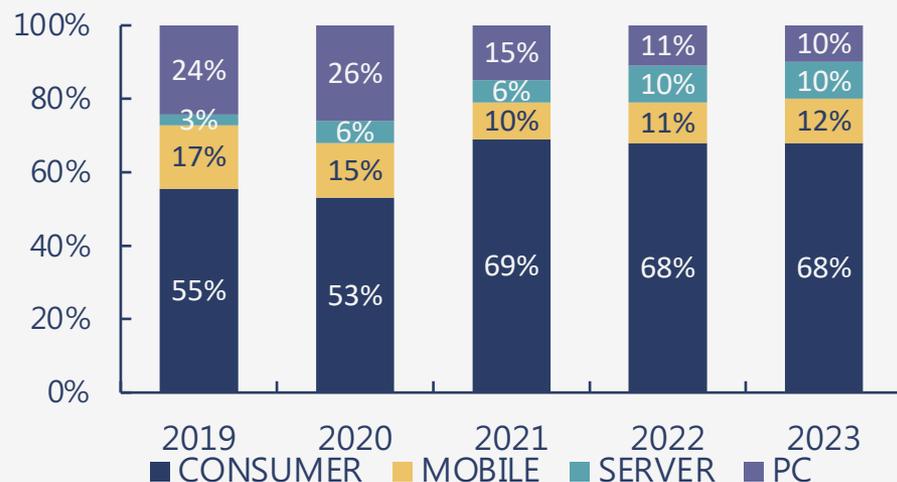
簡明損益表 (百萬元)

	2021	2022	2023
營收	85,481	56,254	29,892
營業毛利	48,598	35,320	34,336
銷貨成本	36,882	20,934	-4,483
稅後淨利	22,849	14,619	-7,439
EPS (元)	7.4	4.72	-2.4

成長動能

- ✓ 大廠產能轉移使低毛利的 DDR4、DDR3 產能被排擠而形成缺貨，報價止跌向上，可助公司獲利改善
- ✓ 公司產品以及製程持續升級，24 年預計 DDR5 貢獻 10% 營收，帶動公司全年營運轉虧為盈

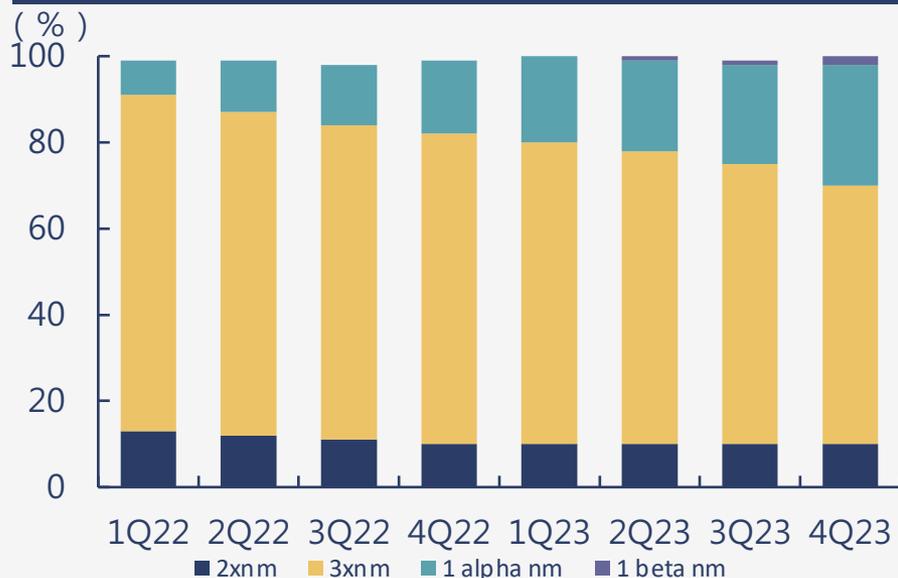
Server和Consumer營收占比提升



大廠產能轉高階 DRAM，DDR3、DDR4 將出現需求缺口

- 研調機構預估 24 年記憶半導體市場尤為強勁，從谷底反彈。其中主要為記憶體大廠投資重點在 HBM、DDR5 等新進製程節點產能，此部分產能 2024 年已全被預訂。研調機構給出 HBM 的出貨量 5Y CAGR (2024-2029) 達 22.68%
- 由於 DRAM 大廠專注生產高階 DRAM，代表整體 DDR4、DDR3 的產出位元率將會減少。在供給減少、市場需求持續回溫效應下，利基型 DRAM 將出現需求缺口，價格雙位數上漲而公司在 DDR3+DDR4 佔公司營收比重 85%，可望提升低毛利 DRAM 市佔

HBM 產能排擠低階 DRAM 產能



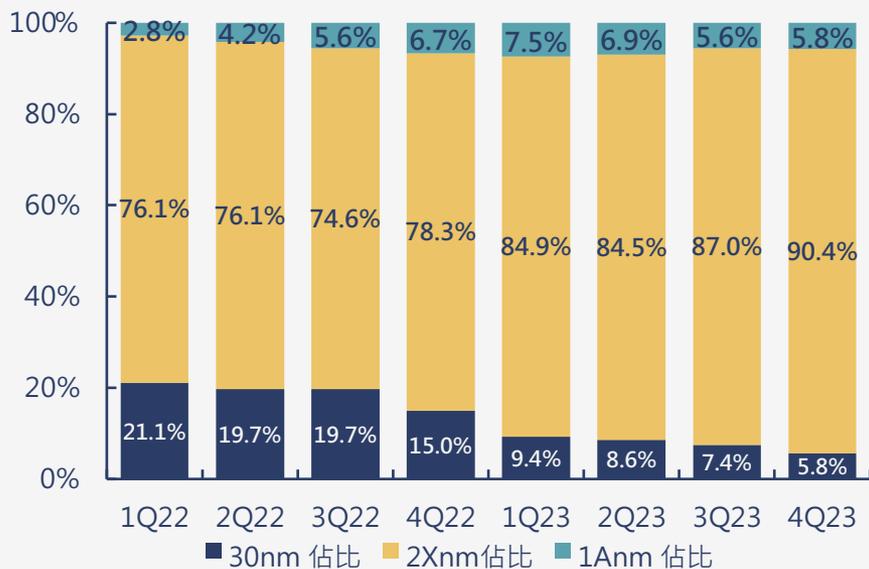
DRAM 晶圓出貨在 23 年落底 預估今年回升



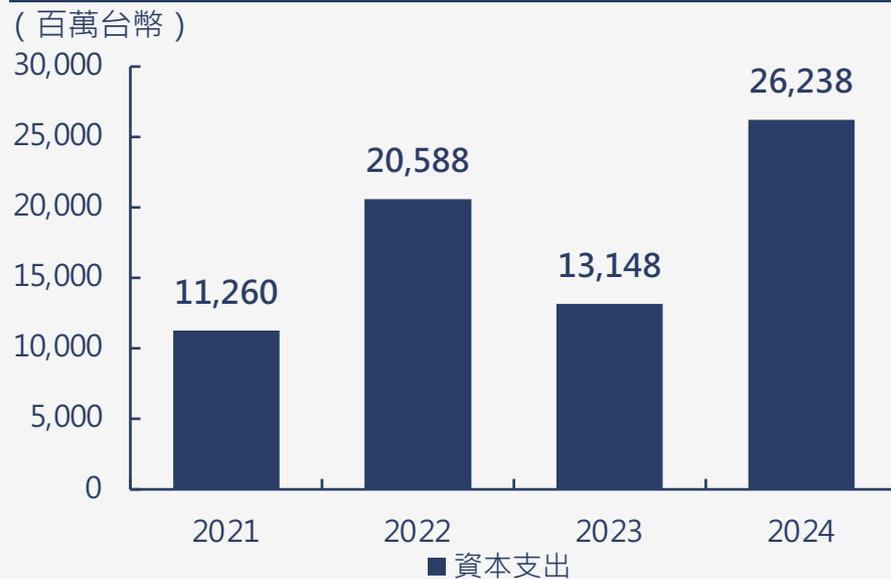
DDR4 終端需求受惠網通和 TV，且公司積極升級製程

- 研調機構指出，DRAM 均價有望在 2Q24 給出 QoQ 上漲 13-18% 之表現，主因為 HBM 排擠效果超乎預期以及網通升級需求。其餘消費性的終端需求表現，因中系手機銷售出現復甦，且 AI PC 推出有利於出貨量及搭載量提升，IP CAM、TV、工控及車用則需求相對穩定，DDR4 下半年需求有望提升
- 公司去年資本支出遞延，今年將運用在 10nm 1B / 1C 購買設備。8Gb DDR4 與 16Gb DDR5 產品預計 3Q24 年開始導入生產，預計在 2024 年底前進入量產並開始貢獻少量營收

以 2Xnm 製程為主 往 1A、1B 製程發展



公司大量資本支出用作量產 1A、1B 製程



欣興 (3037) : 全球第二大 ABF 載板供應商

個股資訊

主要業務	印刷電路板、IC 載板與 IC 測試之開發、製造、加工與銷售
營收 (1Q24)	264.02 億元
收盤價 (5/29)	191.0 元
在外流通股數	1,525,107,197 股

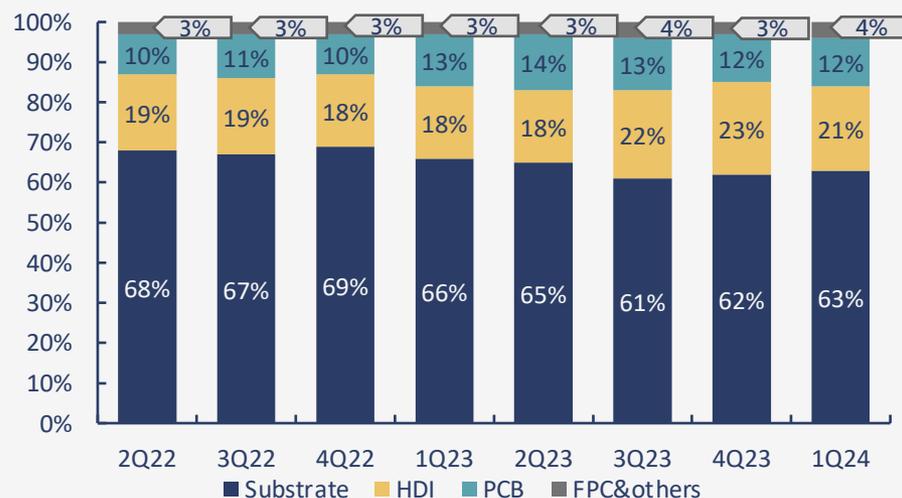
簡明損益表 (百萬台幣)

	3Q23	4Q23	1Q24
營收	26,545	25,689	26,402
營業毛利	5,229	4,508	4,292
銷貨成本	21,316	22,181	22,110
稅後淨利	2,644	2,919	2,661
EPS (元)	1.70	1.91	1.60

成長動能

- ✓ AI 需求強勁和先進封裝產能提升，ABF 載板朝多層數、大面積發展，預估高端 ABF 3Y CAGR 達 45%
- ✓ 輝達新一代 AI 伺服器晶片尺寸擴大，帶動 ABF 的需求量

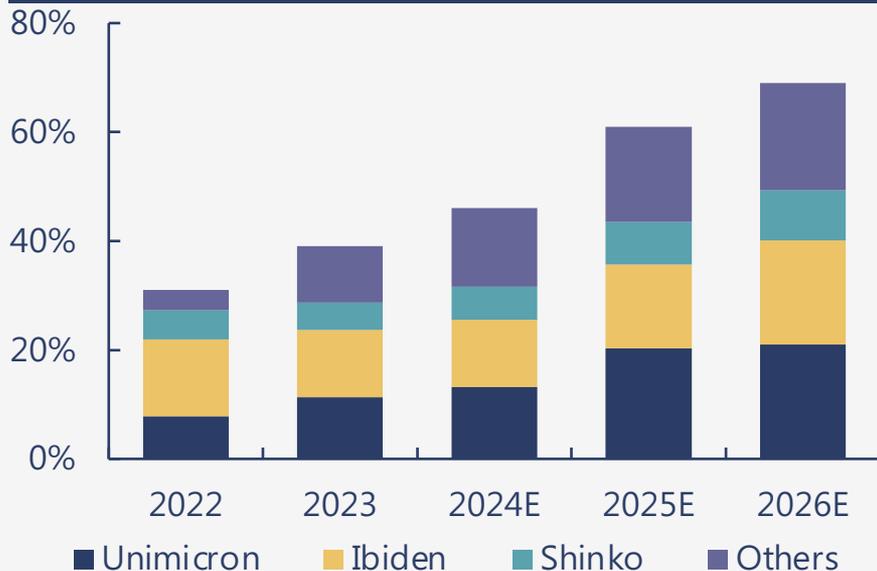
營收占比



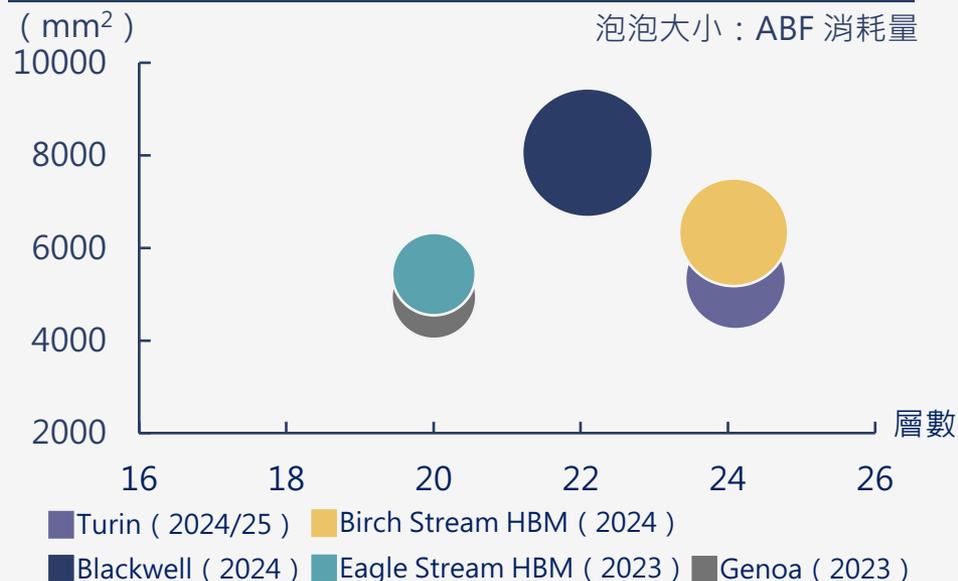
高階 ABF 3Y CAGR 達 45%，欣興訂單增加將提振營收

- 在 AI 伺服器需求強勁下，高階 ABF 市場顯著成長，預估 3Y CAGR (2024-2026) 為 45%，將成為帶動整體 ABF 市場成長的主要動能
- 在 AI 算力需求增加下，半導體後端技術提升推動 ABF 朝多層數、大面積發展，並帶動 ABF 的需求量，預計將使高階 ABF 市場出現供不應求的現象
- 目前輝達 GB200、B100 對高階 ABF 需求提升，除了由 Ibiden 負責外，欣興也將分到部分訂單，預計隨著需求擴大可為欣興持續提振營收

高端 ABF 在 26 年時將佔整體市場的 69%



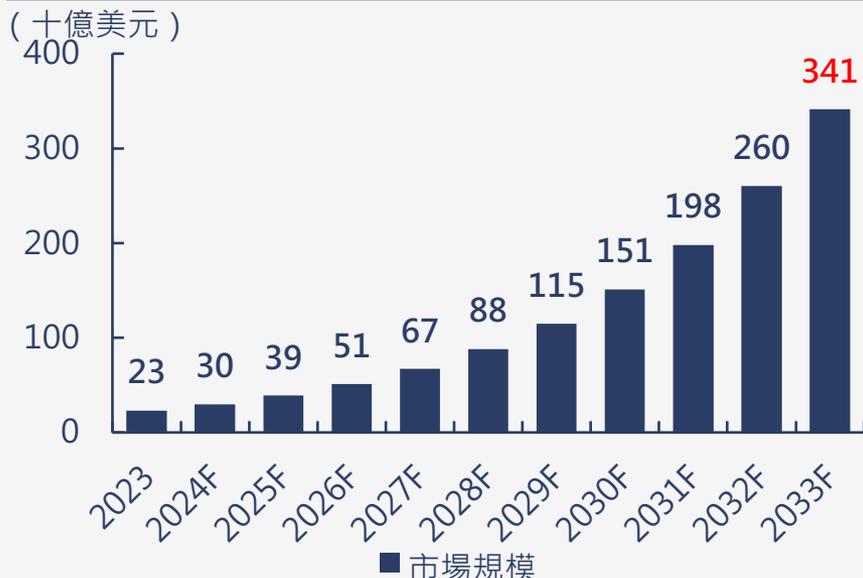
近年推出的 AI 晶片朝多層數、大面積發展



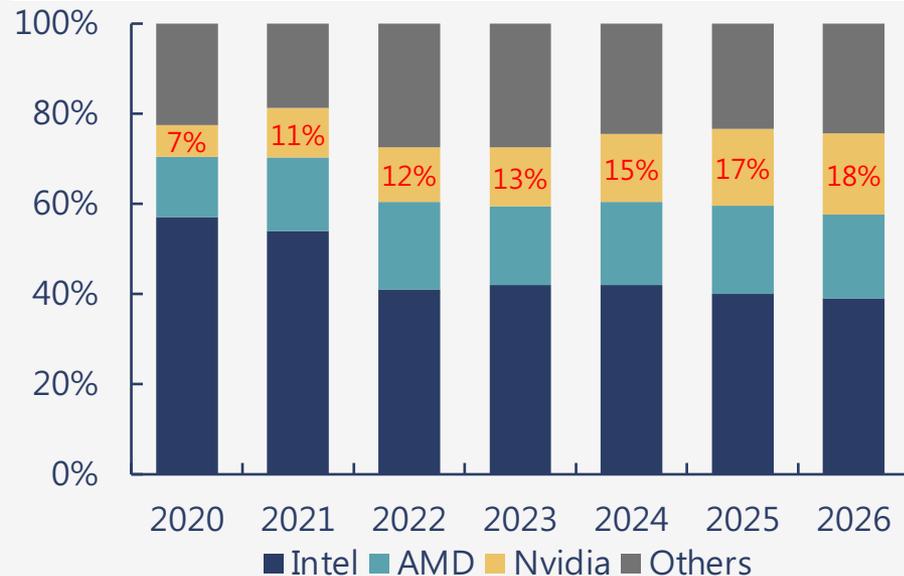
輝達新一代 AI 伺服器晶片尺寸擴大，帶動 ABF 的需求量

- 輝達新一代 GB200 晶片為 1 CPU + 2 GPU 架構，晶片尺寸的擴大將帶動高階 ABF 的強勁需求，並提升高階 ABF 的出貨
- 在全新 Blackwell 架構下，B100 的晶片尺寸將為 H100 的 2 倍，隨著先進封裝產能擴充，將大幅提升對 ABF 載板的需求量，預估將使今年 AI 伺服器的整體 ABF 市場提升 44%
- 目前，伺服器市場回溫，整體 ABF 載板出貨量中有雙位數占比來自於 AI 伺服器，其中，高階 ABF 的佔比達到 60%，預估在 AI 伺服器需求強勁下將帶動高階 ABF 出貨量

AI 晶片市場規模在 33 年達 3400 億美元



輝達對於 ABF 需求佔比持續擴大



債券及 大宗商品 介紹

- 1 債券梯
- 2 SPDR 黃金 ETF
- 3 元大 S&P 原油

使用債券梯布局降息循環，不預測降息起始點和終點

- 市場預估 FOMC 九月將降息，不過現階段降息仍為不確定因素，使用債券梯則短期內可持有短天期債券賺取高利息，並在降息時伺機售出長天期債券賺取資本利得
- 投資策略：買入零到三個月、一到三年、七到十年及二十年以上美國公債，因債券梯固定住存續期間，可以達到不預測降息起始點，確保資本利得的效果
- 售出策略：隨降息的幅度調整，逐漸將長天期的部位售出賺取資本利得，並購入短天期公債降低整體利率曝險，以達到不預測降息終點的效果

初期購入公債佔比

期間	佔比
零~三個月	20%
一~三年	25%
七~十年	25%
二十年以上	30%

降息售出部分 20 年期後重新分配

期間	佔比
零~三個月	30%
一~三年	25%
七~十年	25%
二十年以上	20%

SPDR 黃金 MiniShares ETF (GLDM)

- SPDR 黃金 MiniShare ETF 由道富集團發行，以美元計價，代碼為 GLDM。截至 2024/04/30，基金規模為 7,297.72 百萬美元。以低誤差追蹤市場黃金價格為目標，適合短期投資、做為對沖股市波動的避險資產
- 累積報酬：

三個月	六個月	一年	二年	三年	成立以來
18.70%	21.11%	61.28%	40.28%	49.28%	81.18%

基本資料

成立時間	2018 / 06 / 25
管理費	0.1%
折溢率(2024/05/01)	0.34%
年化標準差	16.76%
Sharpe ratio	0.14
Beta	1.01

管理費用低，追蹤誤差小



地緣政治風險、美元指數下行供部署黃金機會

- 由於近期美國通膨數據回升，預期降息時間點也開始延後，似乎不利於貴金屬表現，但隨著中東局勢緊繃、烏俄戰爭仍未止歇，市場避險需求提升，而做為傳統避險資產的黃金，有望受惠於避險資金的流入而使價格上揚
- 根據世界黃金協會的統計，中國央行已連續 18 個月增加黃金儲備且東歐國家也相當活躍，反映了各國央行實施外匯儲備多元化，以減少對美元依賴的廣泛趨勢

美元指數下行為金價利多



黃金具良好避險性質



元大標普高盛原油 ER 指數股票型期貨信託基金 (元大 S&P 原油)

- 採用「完全複製法」來追蹤「標普高盛原油增強超額回報指數」(簡稱標普高盛原油 ER 指數)，100% 投資 NYMEX 1000 桶西德州輕原油期貨
- 累積報酬率 (%)

三個月	六個月	一年	二年	三年	成立以來
18.02	-7.26	15.14	-2.59	80.92	-7.95

基本資料

成立時間	2015 / 08 / 27
管理費	0.15%
基金淨值 (5/28)	17.96 元
基金規模	25.54 億元
計價幣別	新台幣
基準指數	S&P GSCI Crude Oil Excess Return

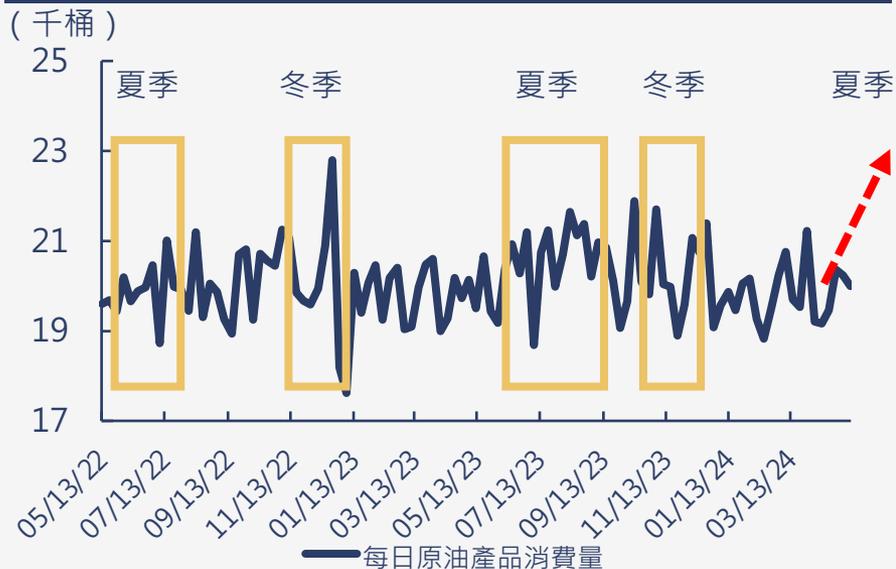
近一年績效表現



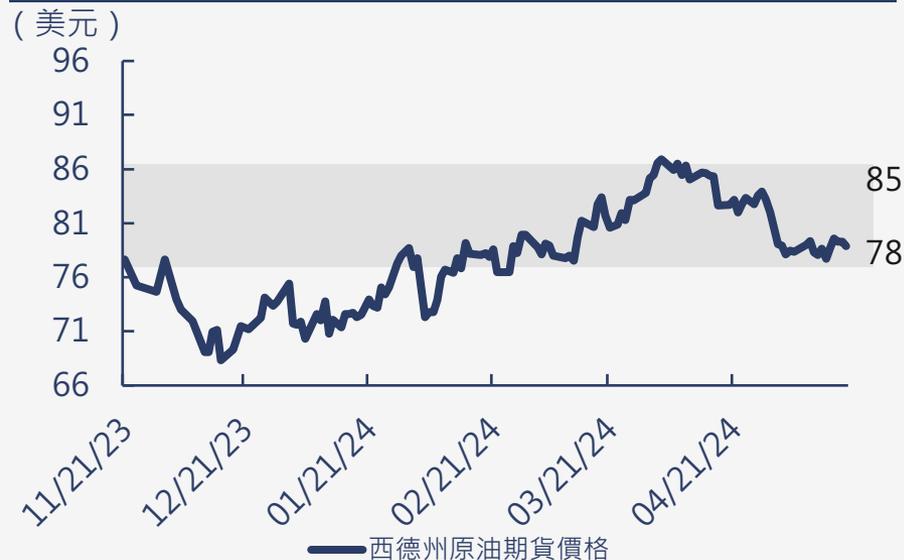
進入旅遊旺季，需求端強勁，油價具上升空間

- 全球最大石油消費國 - 美國的需求在改善，強勁的需求預期為油價帶來支撐；且疫後旅客已回復過去水準，推動航空燃油消耗
- OPEC+ 14 日公佈月報顯示，預估今年石油需求每日成長 225 萬桶，2025 年則每日成長 185 萬桶，兩項預測均與上月持平，需求端為增長態勢
- 美國即將進入夏季用油旺季，預期原油實物市場供應仍將緊繃，油價下檔應有撐，預期西德州油價短線維持於每桶 78~85 美元價位

美國原油消費需求預計進入上升週期



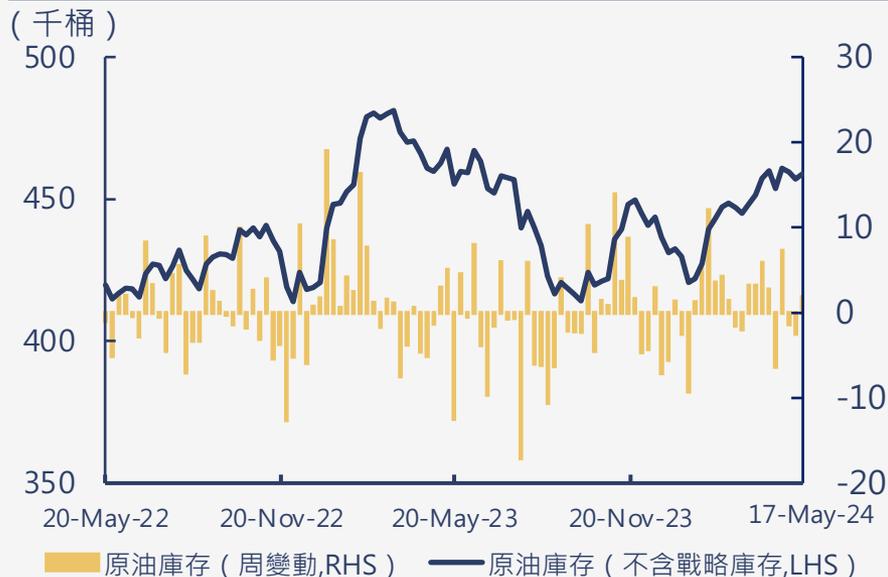
西德州油價年初始上揚，目前弱勢震蕩格局



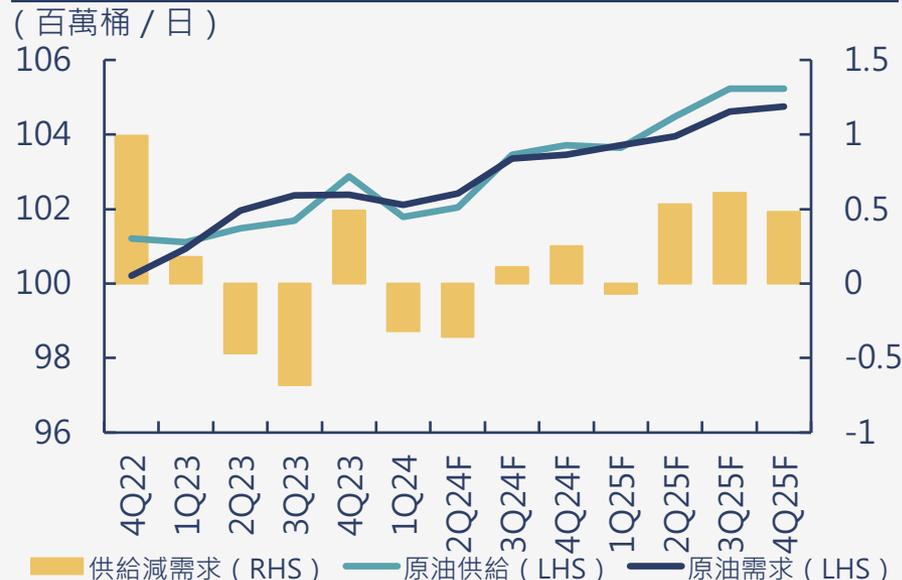
中東問題未解決，OPEC+ 宣布減產，石油利多

- 以色列與伊朗的衝突，推升油價來到高位。雖中東衝突、俄烏戰爭等地緣政治風險減緩，但不確定因素仍存
- 美國能源資訊署 (EIA) 5/15 公佈美國原油庫存減少 250 萬桶，高於預測的減少 50 萬桶，5/22 庫存意外上升 180 萬桶，然原油庫存較過去五年同期平均減少 2.9%
- OPEC+ 宣布自主減產計畫 (減產 220 萬桶 / 日) 決定減產延長至 2Q24，全球供需仍有缺口，在產油國控制產出的情況下，預期油價下檔風險不高

庫存超預期下降，預期供需缺口擴大



預計明年恢復供需平衡，但目前仍供不應求



結論

在勞動市場放緩以及商品端經濟下滑之下，升息的可能極低

債券

用債券梯達到不預測降息時點獲取資本利得的效果，並隨降息的進行降低長天期債券部位
降息受到通膨的不確定因素仍在，使用債券梯固定住整體存續期間，確保降息時的利率曝險。隨降息售出，將長天期的部位售出並購入短天期公債降低整體利率曝險，以達到不預測降息終點的效果

個股

個股投資 AI 科技龍頭並搭配低檔循環股

由於各大 CSP 對於 AI 相關之 CAPEX 皆大幅增加，我們看好未來 AI SERVER 和 AI PC 的高成長性，選擇相關 AI 供應鏈之龍頭股，如輝達、博通、鴻海，並搭配低基期之循環打底復甦題材，如南亞科、欣興

大宗商品

透過持有黃金對沖股市風險，看好原油供需缺口擴大油價上漲

黃金：黃金具對沖股市風險的避險功能。市場因降息不確定性及中東地緣風險上升，波動明顯放大，可透過持有黃金打造更平衡且具防禦性的投資組合
原油：低水位庫存、逐漸擴大的供需缺口及美元指數走軟有利油價表現，中美需求回溫為價格一大支撐