2024/ 6/1

資產配置

多元型潛力基金

Team

第四組

Mentor

謝名瑋 、彭宥天

Members

蔡睿誠、李少妍
羅允廷、鄭揚恩
彭梵寧、陳睿哲、陳昱丞

NCCU MUTUAL FUND
政治大學共同基金研究社

Contents

1	投資策略	p.5-7
2	債券配置	p.8-12
3	股權配置	p.13-25
4	大宗商品配置	p.26-30
5	結論	p.32

結論

挑選受惠於總經的相關資產，並從強勢產業選出高成長個股

總經展望

美國總經

消費放緩、製造復甦、就業趨緩、通膨趨勢不變

貨幣政策

結束升息循環、今年內降息機率高（市場共識 9 月）

產業研究

AI 相關：記憶體、雲端服務

- 記憶體產業循環上升中、受惠高算力 AI Server
- AI 帶來全面效率提升，企業軟體需求明顯

減肥藥

全球肥胖人口成長，帶動整體藥用需求增加

防禦資產

iShares 債券 ETF

違約率低、報酬較非投等債優異

Walmart

受益長期高利率環境導致的消費降級，收購電視品牌穩定通路銷售

總經關鍵字：消費放緩、升息末端

大眾商品

iShares Gold Trust

央行黃金需求穩健、地緣政治支撐價格

Global X Copper Miners ETF

製造業復甦推動工業金屬需求，供需缺口將持續推動價格上升

總經關鍵字：製造復甦、地緣政治

成長資產

禮來

進入藥物換代期，新 Mounjaro Zepbound 推動 24Y 營收

美光

產業整體營運改善，受惠 AI server 運算，24Y 成功打入 HBM3e 市場，改善營收結構

ServiceNow

AI 產品重要性上升，相關產品為公司帶來歷史最大訂單

投資策略

1 投資策略
2 資產配置

投資策略：採 Top-down 方式，分析總經及強勢產業選取標的

Step1：分析美國總經，挑選合適標的

總經現況	投資標的
預估下半年進入降息： 通膨下降速度雖放緩但趨勢不變	• **投等債：**享低風險、高報酬，在殖利率觸頂後表現最佳 • **黃金：**全球央行黃金需求穩健、地緣政治風險支撐金價走高
經濟轉往溫和擴張： 美國消費力道減弱，製造業循環復甦	• **銅：** 製造業景氣循環復甦推升工業金屬需求 • **零售：**高利率環境使民間消費趨向必需品

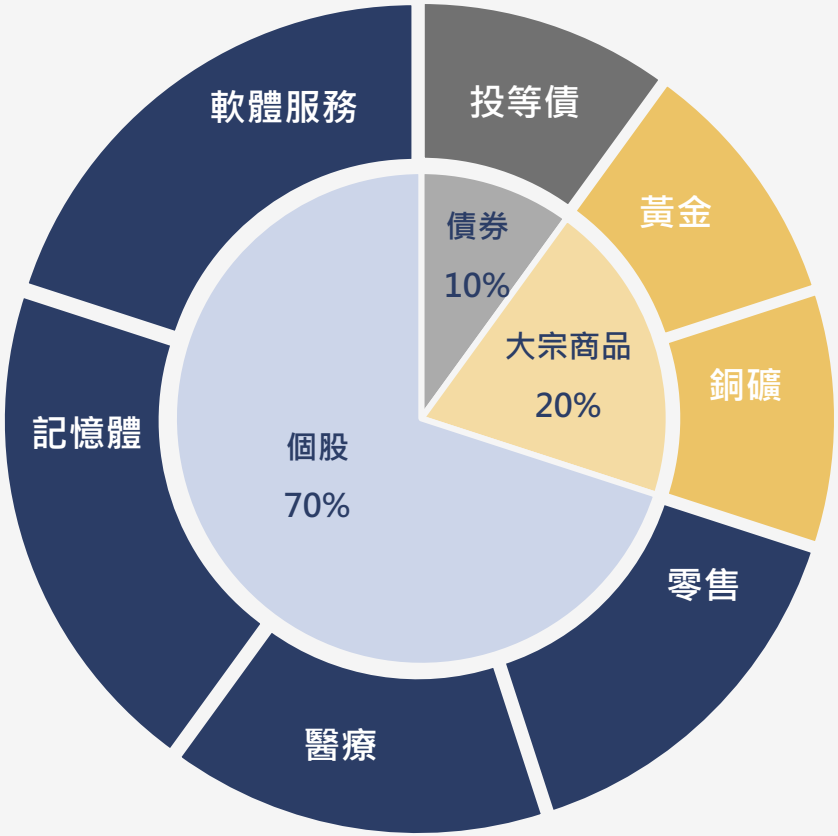
Step2：挑選由受事件、趨勢的強勢產業，因總經仍存不確定性

強勢產業	投資標的
• **記憶體：**產業進入上行循環	• **MU：**大量 HBM 需求產生，產品具競爭力
• **軟體服務：**AI 趨勢帶動企業需求	• **NOW：**GenAI 產品創造新需求，客戶續定率高
• **減肥藥：**全球肥胖人口成長	• **LLY：**進入藥物換代期，新藥帶動市占成長

Step3：根據目前景氣，配置標的權重

風險資產：防禦資產（配置比例 7.5：2.5)

佈局成長型個股，並配置債券及防禦型資產預防風險



資產	代號	產業	佔比
ServiceNow Inc.	NOW	軟體服務	20%
Micron Technology Inc.	MU	記憶體	20%
Eli Lilly And Co.	LLY	醫療	15%
Walmart	WMT	零售	15%
iShares Gold Trust	IAU	黃金	10%
Global X Copper Miners ETF	COPX	銅礦	10%
iShares 1-5 年期投資級公司債券 ETF	IGSB	投等債	10%

債券配置

1 總經分析

2 債券配置

美國經濟出現放緩跡象，轉向溫和擴張

消費

- 4 月零售銷售，年增 3.04%（前 4.02%），月增 0.02%（前 0.65%），略低於市場預期，主因為油價上漲導致排擠效果，消費力道有所放緩

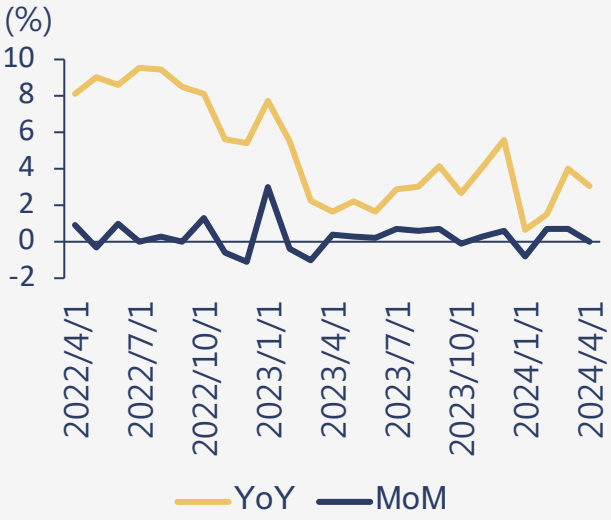
製造

- 美國 4 月製造業 PMI 雖下滑至 49.2 ，跌回收縮區間，但觀察新訂單減客戶庫存的數據，維持上升趨勢不變，仍對全球製造業保持樂觀態度

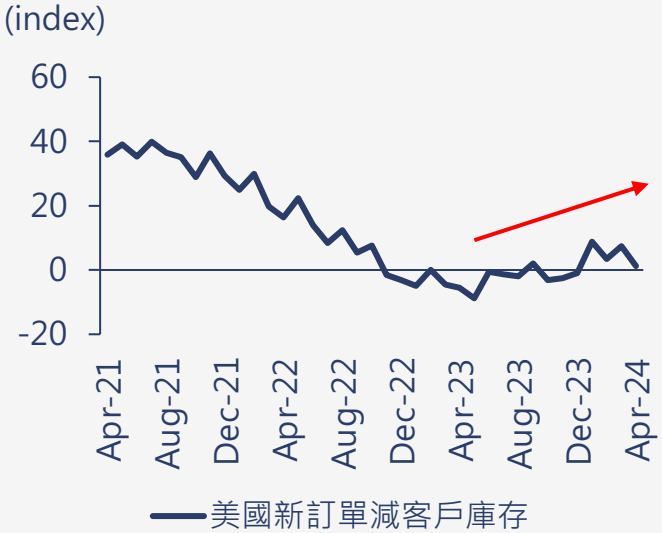
就業

- 5 月初領失業救濟金人數創下 2023 年 8 月以來新高，就業市場出現降溫跡象，4 月非農就業人口月增降至 17.5 萬人（前 30.3 萬人），勞動需求放緩，朝溫和擴張方向前進

零售銷售增長停滯，消費降溫



製造業重回上升週期



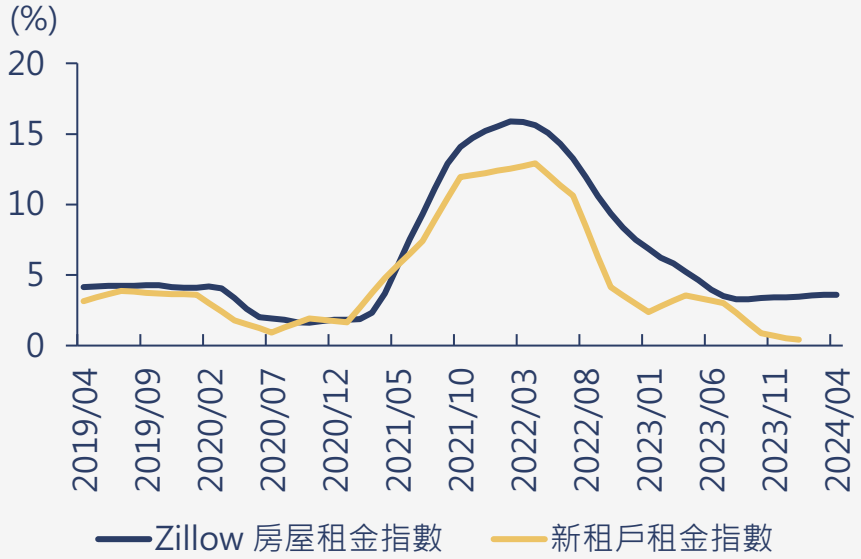
就業市場並未過熱

資料來源：財經 M 平方、Bloomberg

通膨下降力道雖放緩但趨勢不變，確切降息時點仍未定

- 目前核心 PCE 和 CPI 3M/6M 年化增率皆高於年增率，待重回年增率下才能確認今年降息的預期不變
- 觀察房租和服務排除住房兩細項：在房租方面，兩項領先指標均表明房租在未來一季將持續放緩；在服務排除住房方面，受到 6 月開始的高基期保護加上每小時薪資年增放緩，有望帶動此項目下行
- 在 5 月 FOMC 會後記者會上，鮑威爾表示排除升息的可能，且拜登為緩解國內高利率的民怨，也在 4 月記者會上罕見發表認為今年將會降息，僅時間延後

房租年增有望延續放緩趨勢，壓抑核心通膨



市場普遍認爲 9 月開始進入降息循環

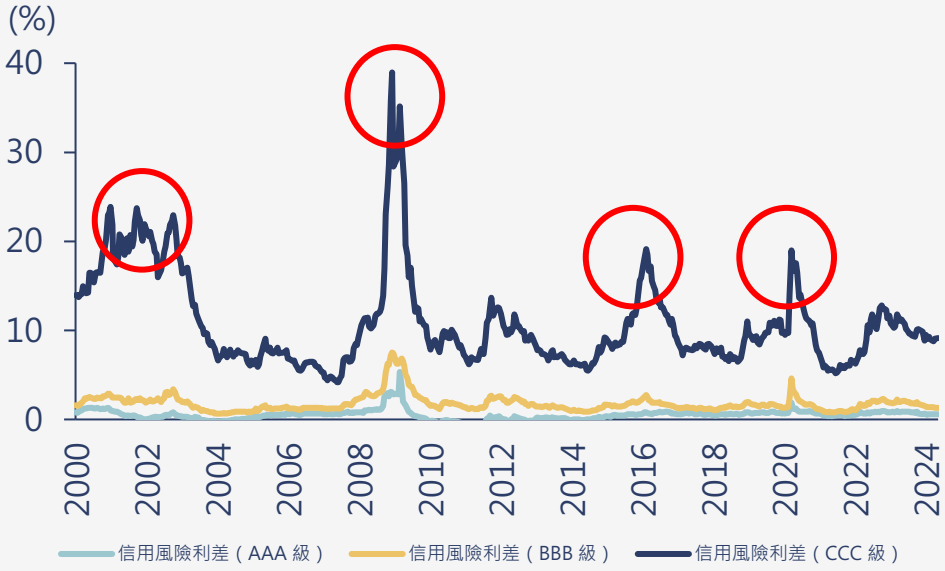
Meeting Date	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024/7/31	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024/9/18	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024/11/7	7.4%	29.3%	42.6%	20.2%
2024/12/18	20.1%	37.0%	29.7%	8.5%

資料來源：財經 M 平方、CME Fedwatch

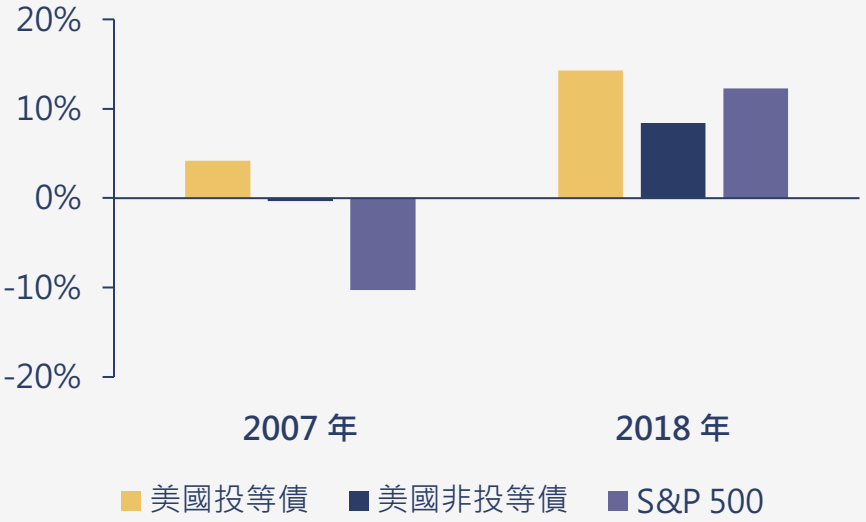
降息時點不明確下，美國投資等級債享有低風險、高報酬優勢

- **違約風險低**：在過去 5 年間，AAA ~ A 級公司債違約率僅有 0.34%，BBB 級債券違約率也僅有 1.48%，且目前信用風險利差未達高點，顯現企業在償債方面穩定、違約率較低
- **報酬最優**：根據過往數據統計，無論在 2007 年金融海嘯或 2018 年一般情況下， 在殖利率處頂後一年的報酬表現，美國投資級公司債報酬率皆優於非投資等級債及全球投資等級債

目前未達歷史高點，企業違約率低



投資等級債在殖利率觸頂後表現最優



資料來源：財經 M 平方、野村投信、鉅亨網、Bloomberg

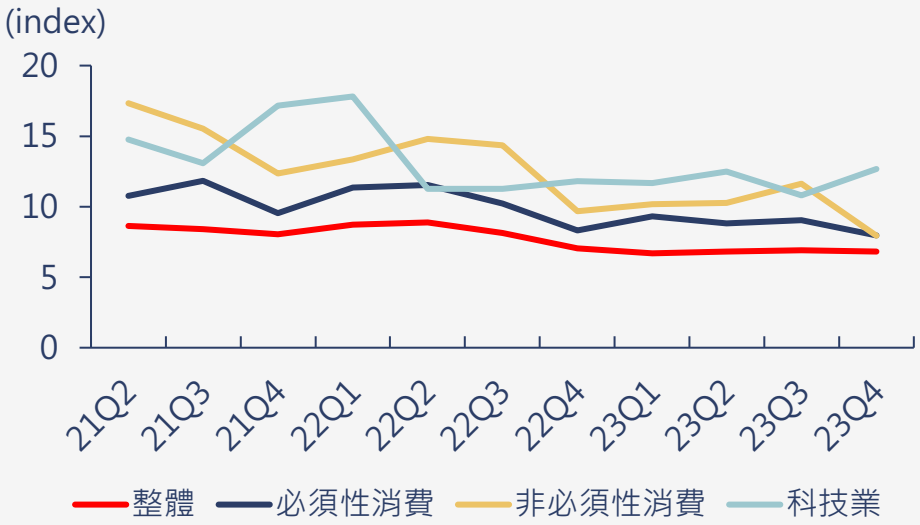
iShares 1-5 年期投資級公司債券 ETF（IGSB）

- 因目前降息時間點持續延後，配置短天期投等債可**享有較低的利率風險**，待降息時間點更為明確後，再配置長天期債券賺取資本利得
- IGSB 投資於短天期公司債，主要投資公司分佈於銀行業（33.68%）、必須性消費（11.22%）、非必須性消費（8.79%）、科技業（7.45%），其他產業佔比則較為分散

IGSB 基本簡介

名稱	iShares 1-5 年期投資級公司債券 ETF
追蹤指數	ICE BofA 1-5 Year US Corporate Index
持有檔數	3,937 檔
管理費用	0.04%
存續期間	2.61 年
平均殖利率	5.39%
3 年 beta	0.13

主要投資產業利息保障倍數較高，償債能力無虞



資料來源：iShares、財經 M 平方、S&P Global

股權配置

1 ServiceNow

2 Micron

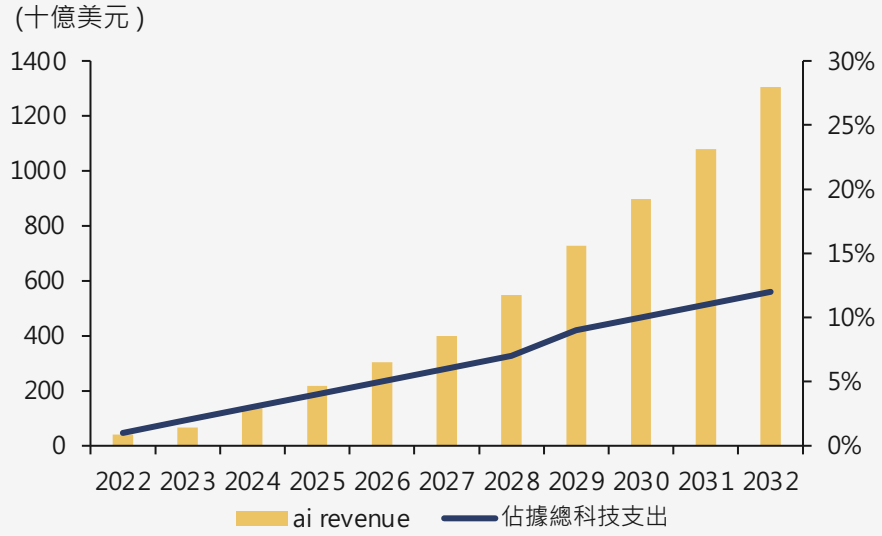
3 禮來公司

4 Walmart

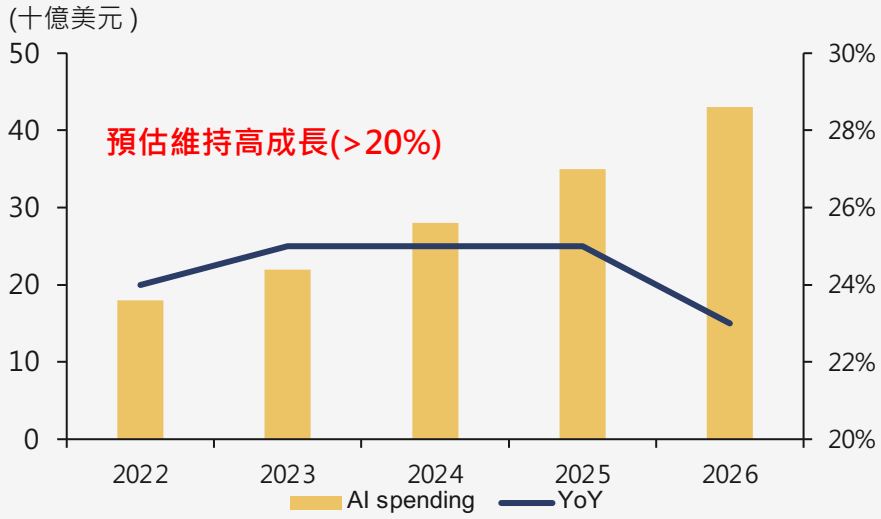
GenAI -大幅度提升生產效率，AI 需求持續增長

- **資料處理速率大幅提高**：隨著資料庫複雜度上升，AI 工具的效益也逐漸顯著。例：NVIDIA 基於 AI 的天氣預測模型和傳統工具相比預測規模擴張 20 倍，速度提升 1000 倍
- **滲透率增加**：大型公司提供免費的機器學習模型，降低開發人員和組織的進入門檻，使得人工智慧生態持續擴大，預估美國至 2030 年時將有 4.5% 工作可被 AI 完全取代。
- **客製化方案**：客製化的企業人工智慧模型可以根據不同行業的細微差別靈活調整人工智慧系統，像是優化供應鏈物流還是透過個人化互動增強客戶服務

AI收入持續增加



企業在AI投資金額也持續增加



資料來源：Bloomberg、NVIDIA

股權配置 - ServiceNow(NYSE:NOW)：雲端服務商

公司簡介

產品營收占比	訂閱收費 (95%) 其他服務 (5%)
市值	1559.17億 (USD)
流通股數	205382000
收盤價 (5/29)	732.84

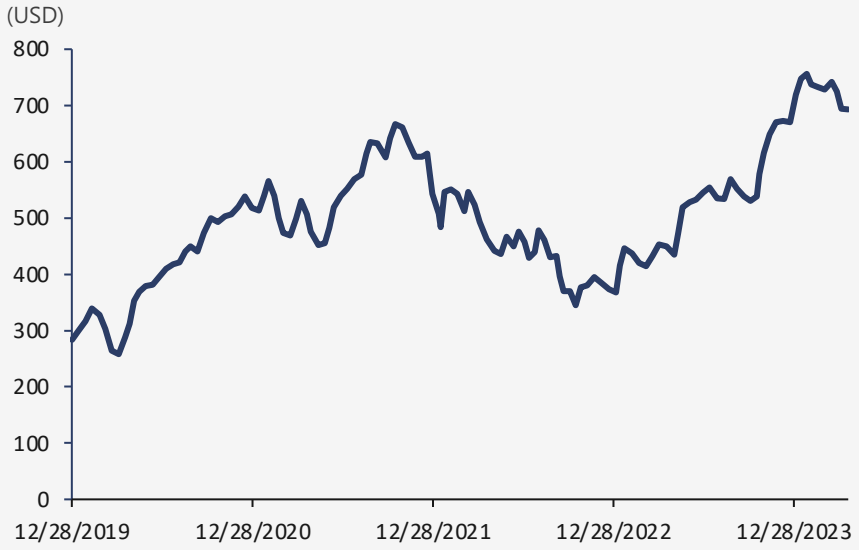
成長動能

- **收入穩健**：財報數字亮眼，續訂率高達 98%，收入成長超過 20%
- **產品潛力高**：AI 產品重要性上升，相關產品為公司帶來歷史最大訂單

簡明損益表

	2022	2023	2024Q1
營業收入 (億美元)	724.5	897.1	26.03
毛利率(%)	78.29	78.59	80.02
營利率(%)	4.9	8.49	12.75
稅後淨利 (億美元)	3.25	17.31	3.47
EPS(元)	1.61	8.48	1.67

歷史股價



資料來源：ServiceNow、富途牛牛

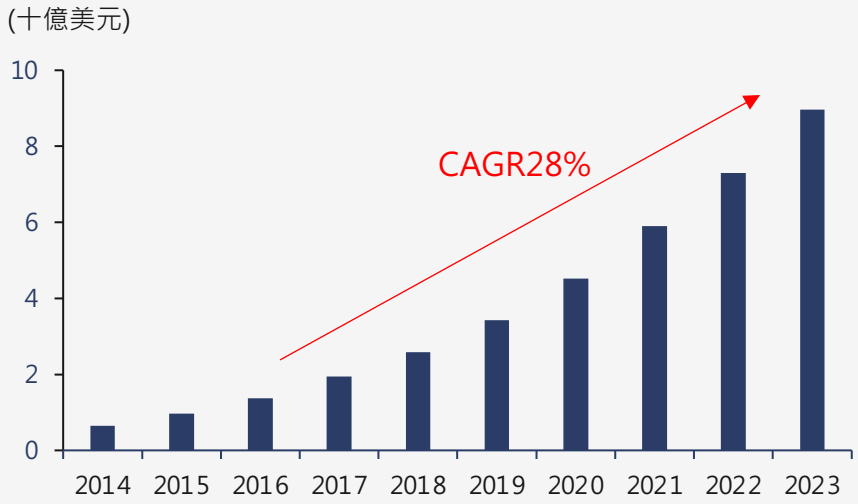
ServiceNow-營收強勁且 AI 產品潛力高

- **續訂率高且收入高成長 在ITSM產品服務中不可替代**：近四期 EPS 成長皆超出市場預期，客戶續訂率高達 98%。收入持續多季維持20%以上正成長(1Q24 成長率21%)，且 ServiceNow 屬於 ITSM 軟體中企業規模最大，且有眾多軟體廠商支持(Oracle , AWS , NVIDIA ...)，較難以被取代。
- **GenAI 產品潛力高**： GenAI 為公司帶來歷史最大的十筆中七筆超過百萬美元的大訂單，且預估 GenAI solutions的未來投資額也將持續擴大，看好未來資訊整合的需求。

ServiceNow實際提升自家公司多方運營效率

員工效率	14%
客戶服務效率	10%
全職工時等量	50FTEs
軟體生成效率	5%
軟體採用率	48%

ServiceNow業績穩定成長

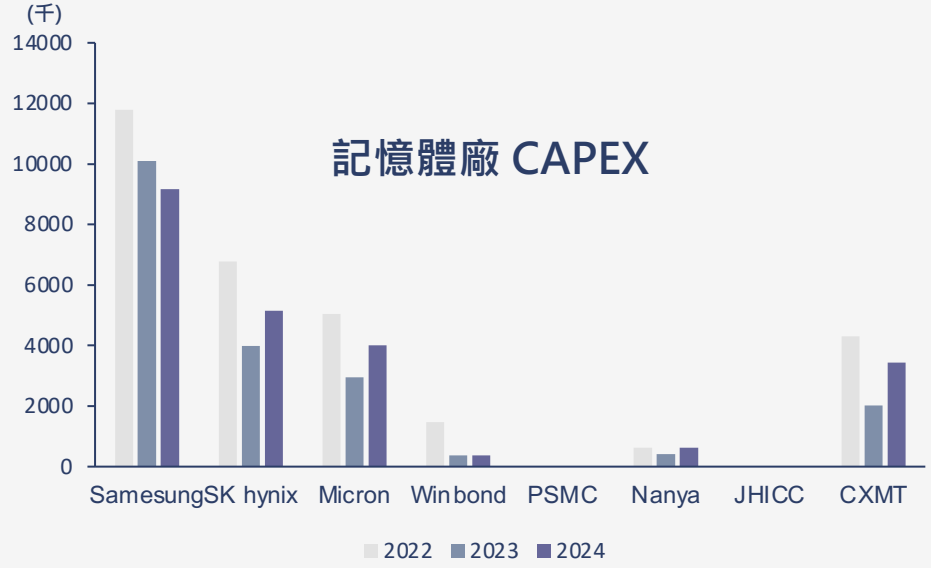


資料來源：ServiceNow , NVIDIA , Oracle , Amazon

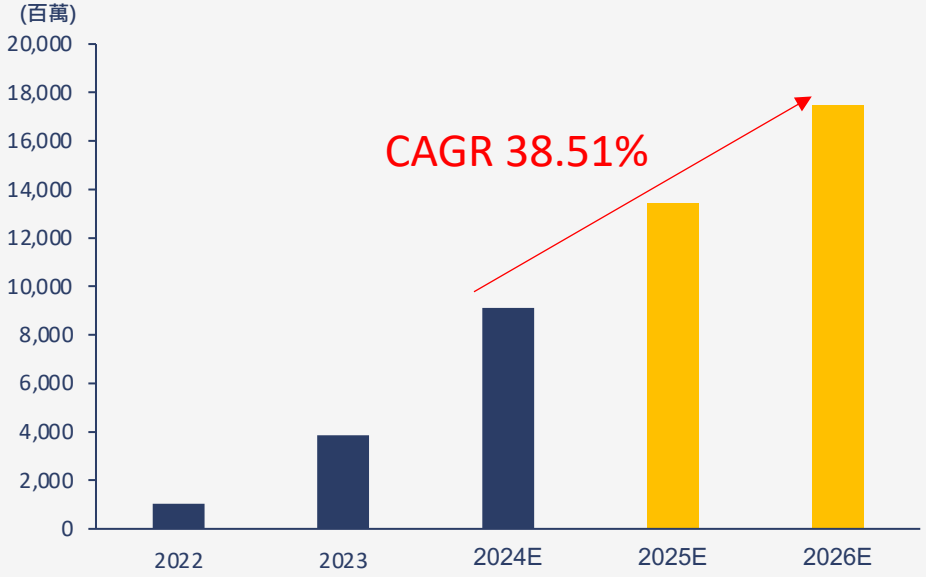
記憶體產業進入上升週期，AI 帶動大量 HBM 需求

- **DRAM/Nand Flash 報價進入上升週期，Server 規格升級除帶動 HBM 需求外，大量新增產能將排擠原有記憶體：**在三大廠集體減產的情況下，DRAM/Nand Flash 從 23Q4 開始走升，Blackwell 架構採用八層 HBM3e 侵蝕大量產能，預計在新一代 Rubin 架構採用的十二層 HBM3e 會進一步排擠產能，供應 DRAM 整體的上漲動能
- **消費性電子庫存調整結束，邊緣運算帶來的規格/容量提升：**現今 AI/PC DRAM 標準為達 16GB 以上，23 年 PC/NB 平均搭載 DRAM 為 10.3 GB，隨 AI/PC 逐漸滲透市場，將會增加五年內位元需求量

三大記憶體廠減產策略成功帶領價格上升



AI 持續拉動 HBM 需求規格



資料來源：Microsoft、UBS、Mizuho Securities、Trendforce

股權配置-Micron(NASDAQ: MU)：記憶體 IC

公司簡介

產品營收占比	DRAM (71%)、NAND (27%)、Other (2%)
市值	1387.42 億美元
流通在外股數	10.98 億股
收盤價(5/29)	132.68 (USD)

成長動能

- **記憶體週期復甦**：Q1 財報大幅超越預期
- **AI 帶動 HBM 產能**：改善營收結構
- **消費性電子規格升級**：AI PC/NB 帶動位元需求上升

簡明損益表

	2022	2023	2024Q2
營業收入(億美元)	307.58	155.4	582.4
毛利率 (%)	45.18	-9.11	18.53
營利率 (%)	31.27	-36.97	3.28
稅後淨利(億美元)	86.83	-58.35	0.792
EPS (USD)	7.81	-5.34	0.42

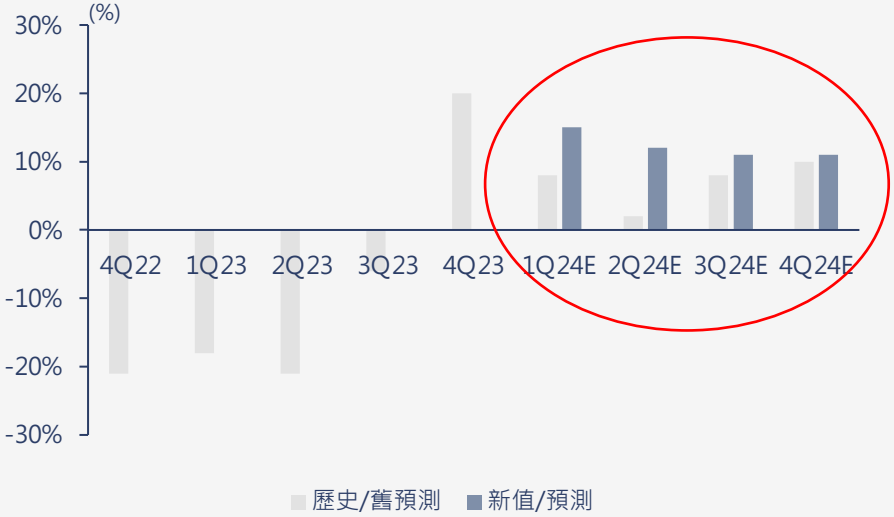
歷史股價

資料來源：Micron、Investing.com

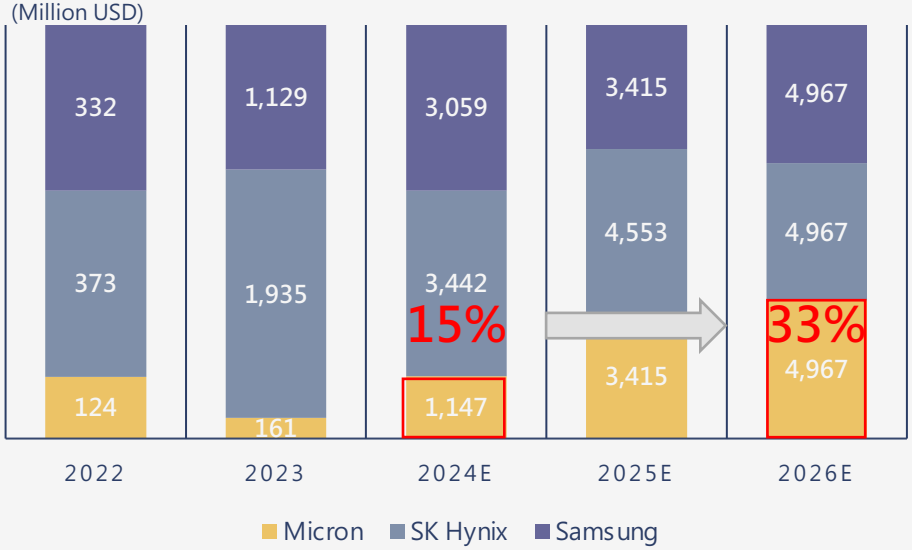
美光後起直追，仰賴技術優勢搶食市場份額

- **AI 帶動 HBM 需求將持續增加美光營收占比：**HBM3e 的 ASP 和毛利率有所提高，有望推升 Q3 整體 DRAM 毛利率，目前 24 年產能已預訂完畢，研調機構預估 HBM 類營收 24Y YoY 611% / 25Y YoY 198%
- **HBM 產品具競爭力：**美光的 HBM3e 相較於同行產品多 10% 的效能表現以及 30% 的功耗減少，其 DUV 的 1-beta 製程相較於同行 (三星、海力士) 在成本上較低廉，市場預估有望拿到 B100 大量訂單
- **記憶體廠皆未有意擴產、預估價格將持續：**DRAM/Flash 減產策略成功，且 PC/NB、Mobile 觀察到客戶需求回溫，在供給缺口持續下，DDR5/4 在 24Y 仍有上漲空間，F24Y 位元數需求 CAGR 14~16%、

DRAM 合約價格超預期，市場上調後續價格共識



憑藉產品優勢，美光有望競爭更多市場份額

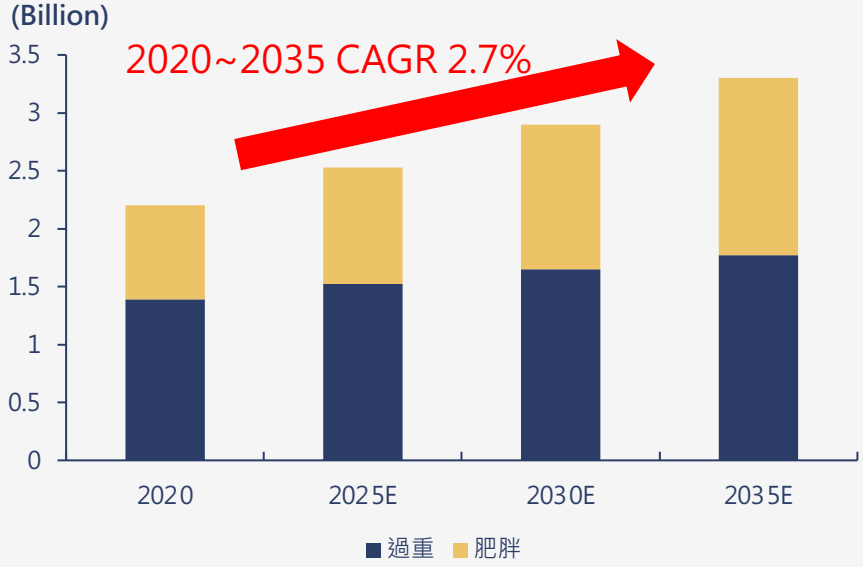


資料來源： Microsoft、UBS、Mizuho Securities、Trendforce

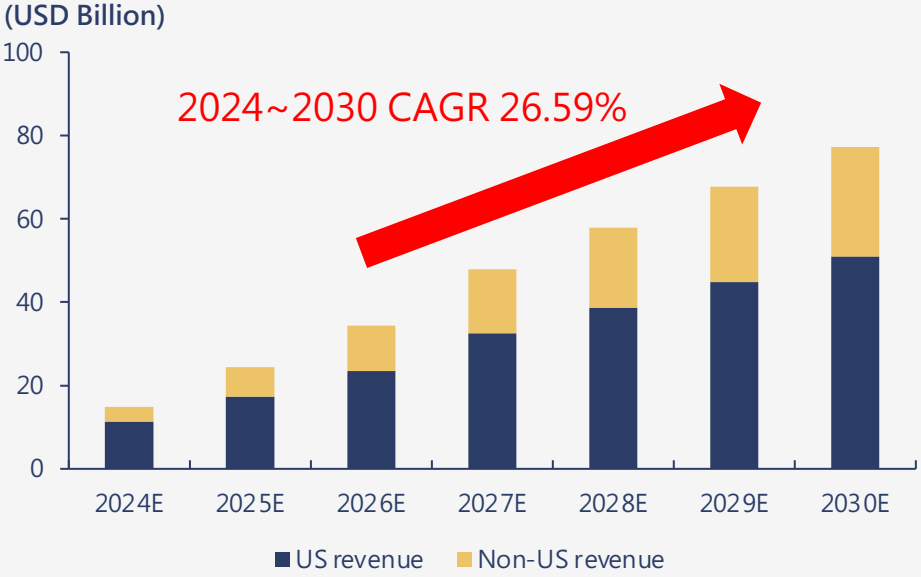
因應肥胖人口增加趨勢，減肥藥市場以 CAGR 26.59% 成長

- 由於生活、飲食習慣改變導致肥胖成為現代人越來越常出現的文明病，目前全球肥胖人口以 2020~35 CAGR 2.7% 速度增長，預計在 2035 年可達 33 億人。
- 由於肥胖容易引發呼吸問題、第二型糖尿病、心血管疾病等嚴重併發症，因此人們對於減肥藥的需求大幅增加，目前減肥藥市場規模以 2024~30 CAGR 26.59% 成長，預期到 2030 年可達 770 億美元。
- 近期 FDA 核准 Wegovy 用於治療心血管疾病，此舉可望擴大減肥藥使用範圍和市場。

世界肥胖人口以 CAGR 2.7% 成長



減肥藥 TAM 以CAGR 26.59% 成長



資料來源：Statista、Morgan Stanley

股權配置 –禮來公司（LLY）為減肥藥及糖尿病藥物領導廠商

2023 產品營收占比

產品營收占比	肥胖/糖尿病藥物 (58%) 癌症藥物 (20%) 免疫系統藥物 (11%) 神經藥物 (8%)
市值	6973.96 億美元
流通在外股數	9.507 億股
收盤價(5/29)	808.15 元

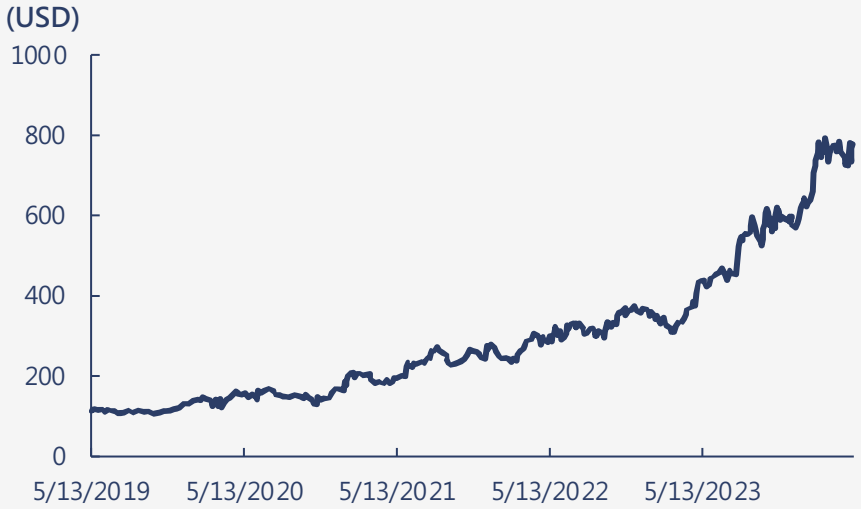
成長動能

- ✓ Zepbound (減肥) 在去年 11 月核准上市後，今年全面推出，24Q1 相較競品 Wegovy 表現強勁，今年預計可貢獻約 36 億的營收。
- ✓ Mounjaro (糖尿病) 表現穩定，預計今年貢獻營收約 98 億元的營收，YoY 91%。
- ✓ 多款潛力新藥處於研發階段，瞄準不同領域，可望擴大公司未來市場。

簡明損益表

	2022	2023	2024E
營收 (億美元)	285.41	341.24	413.59
毛利率	78.8%	80.7%	80.2%
營業利率	32.1%	24.5%	35.6%
稅後淨利 (億美元)	71.86	57.12	113.11
EPS(USD)	7.95	6.32	12.52

歷史股價

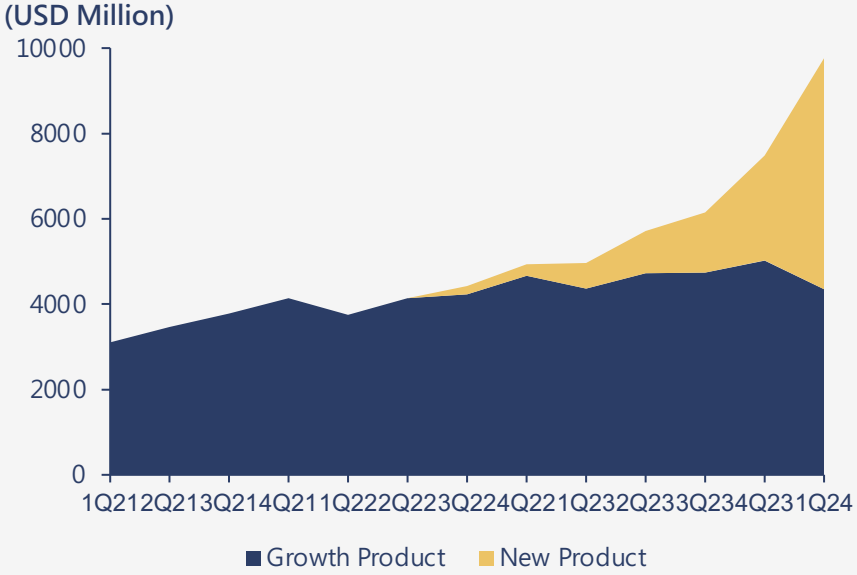


資料來源：禮來、JP Morgan

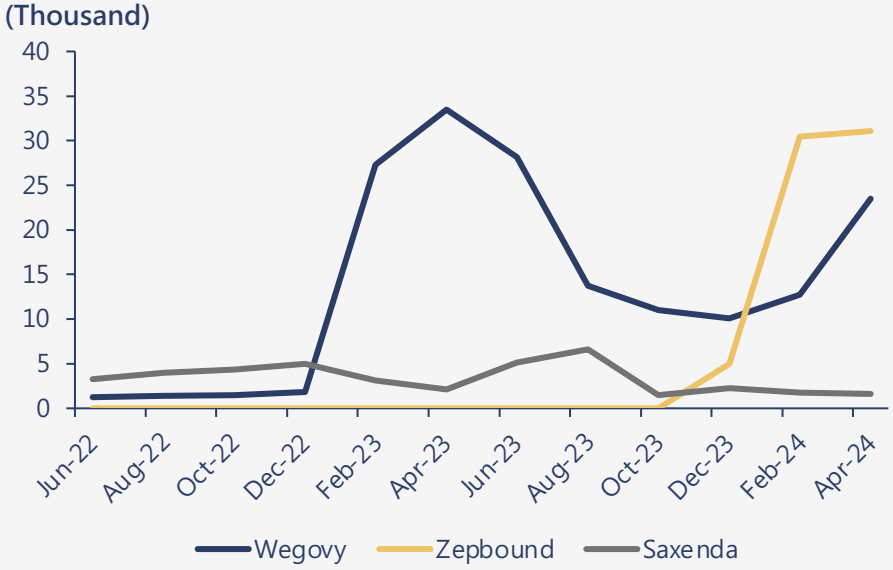
進入藥物換代期，24 年成長主要由 Mounjaro、Zepbound推動

- **進入藥物換代期：**目前禮來處於新舊藥物換代期，原本糖尿病藥物 Trulicity 銷量下滑，預期未來成長會由下一代糖尿病藥物 Mounjaro 以及減肥藥 Zepbound 主導。
- **Zepbound：**去年 11 月通過 FDA 審查，今年全面推行，在 24Q1 美國市場減肥藥物 TRx 已達 40% ，近 4 周的 NBRx 則是達到 57%，目前正逐漸侵蝕競爭者 Wegovy 的市占率。
- **Mounjaro：**持續穩定貢獻營收，在 24Q1 美國市場糖尿病藥物 TRx 已達 24%，近 4 周的 NBRx 則是達到 30%。

禮來新藥品營收占比逐漸上升



Zepbound 24Q1 NBRx 已超越 Wegovy

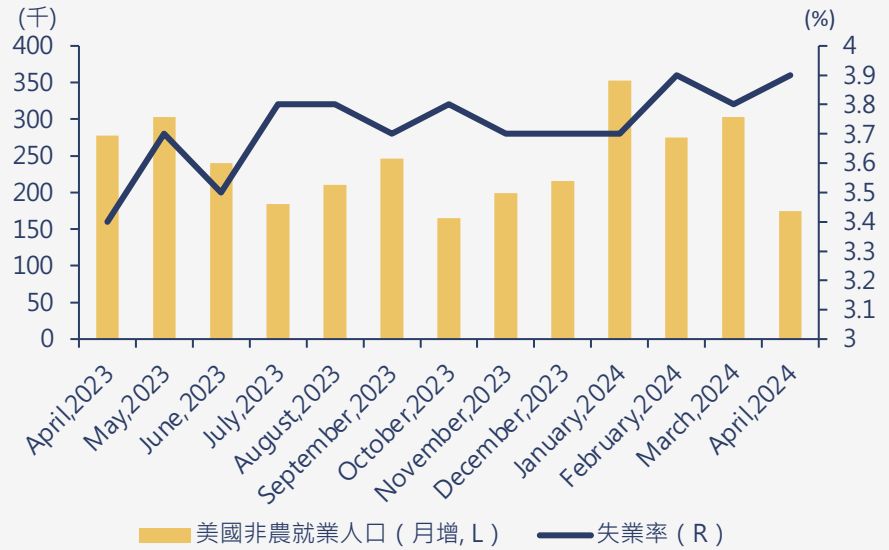


資料來源：禮來、IQVIA

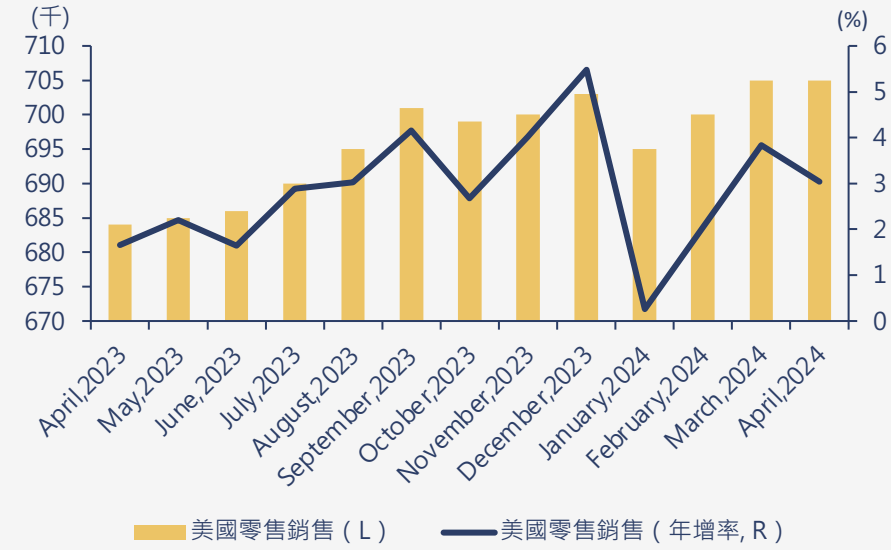
就業數據疲軟連帶影響零售，消費趨於必消品

- 4 月非農就業新增 17.5 萬人，遠低市場預期的 23.8 萬人。此外，失業率攀升、薪資增速放緩，預示當前利率政策能讓通膨持續降溫，九月降息有望。
- 高利率環境下，美國人消費力不減仰賴強勁的勞動市場以及薪資增速，家庭強勁的收入一直是支撐消費者支出的主要來源，因此勞動市場預期的疲軟使消費回落；如果這種情況持續下去，可能會導致消費者支出意願的持續下降並趨向日常必需品。

非農就業人口與失業率預示經濟成長放緩



高利率環境使零售低於預期、趨向必消品



資料來源：財經 M 平方、鉅亨網

股權配置 – Walmart (WMT)：全球規模最大零售商

Walmart (WMT)

產品營收占比	美國部（67%） 國際部（22%） 山姆會員部（11%）
市值（USD）	4824.6 億
流通在外股數	80.58 億股
收盤價(5/29)	65.06

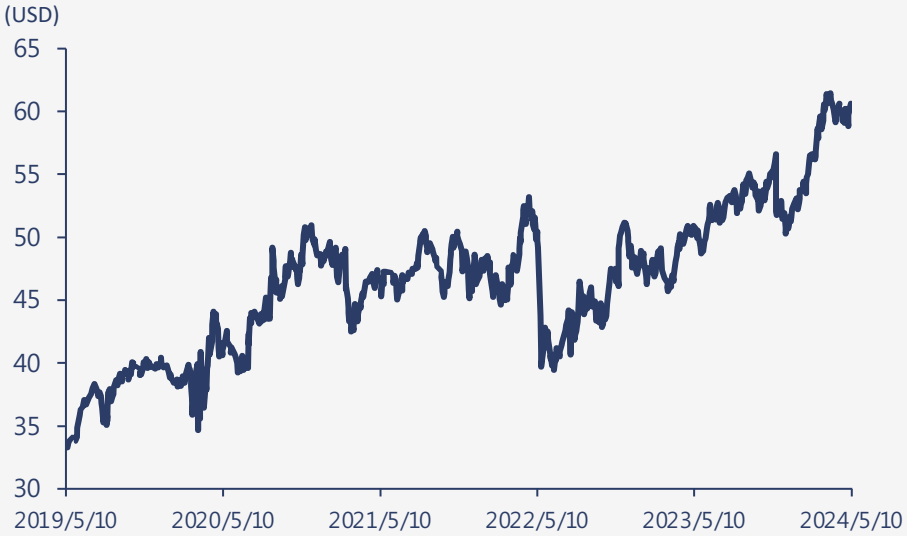
成長動能

- ✓ **收購智慧電視製造品牌 VIZIO**：致力改變未來五年利潤結構、擴大廣告銷售，期望打破傳統日常須品零售框架。
- ✓ **消費降級贏家**：高利率環境下，消費者傾向購買日常必需品。會員、電子商務收入等持續穩健成長。

簡明財務資訊

損益表	FY2022	FY2023	FY2024
營業收入 (Million USD)	572,754	611,289	648,125
毛利率（%）	25.10	24.14	24.38
營利率（%）	4.62	4.02	4.18
稅後淨利 (Million USD)	13,673	11,680	15,511
EPS（USD）	2.15	2.15	2.21

歷史走勢（5y）

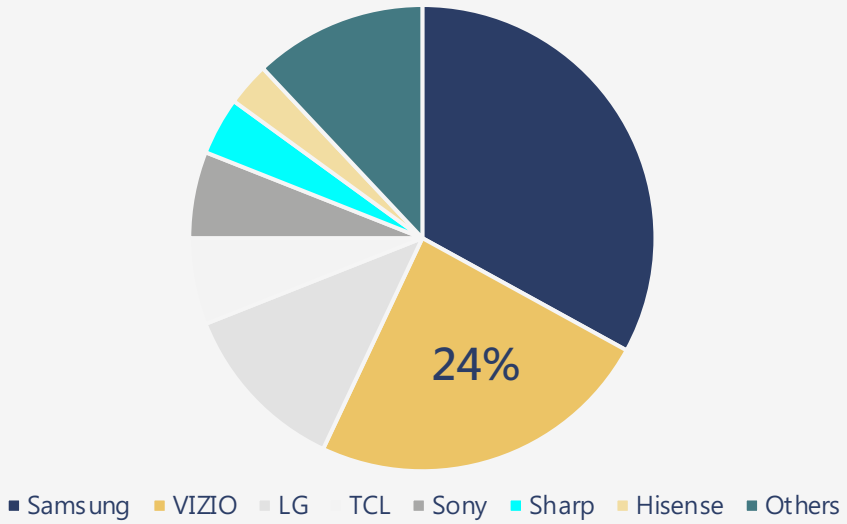


資料來源：Bloomberg、自行整理

收購拓展多元業務、Walmart 受惠消費降級

- **拓展多元業務：**VIZIO 旗下近七成的電視都在 Walmart 販售，藉由此收購，Walmart 將控制美國電視市場的 24%，並且向品牌主銷售自家的廣告版位。消費數據、廣告版位的拓展，這將有助於 Walmart 和 Amazon 在廣告業務上的競爭。
- **受惠消費降級：**消費者信心下降，將使非必消品影響甚巨，消費者更加傾向前往信賴的店家、進行比價，Walmart 因推出更多折扣、新產品和改造門市等，符合高收入族群尋找優惠需求。

收購 VIZIO 可獲得美國 24% 電視市佔份額



消費者信心低迷，Walmart 受惠消費降級

資料來源：財經 M 平方、鉅亨網、ResearchGate

大宗商品配置

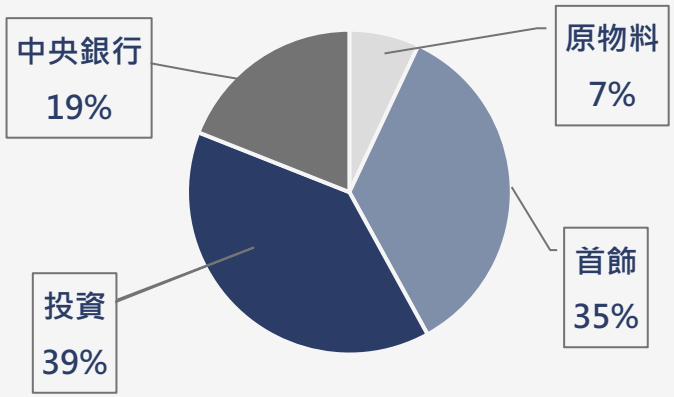
1 黃金

2 銅

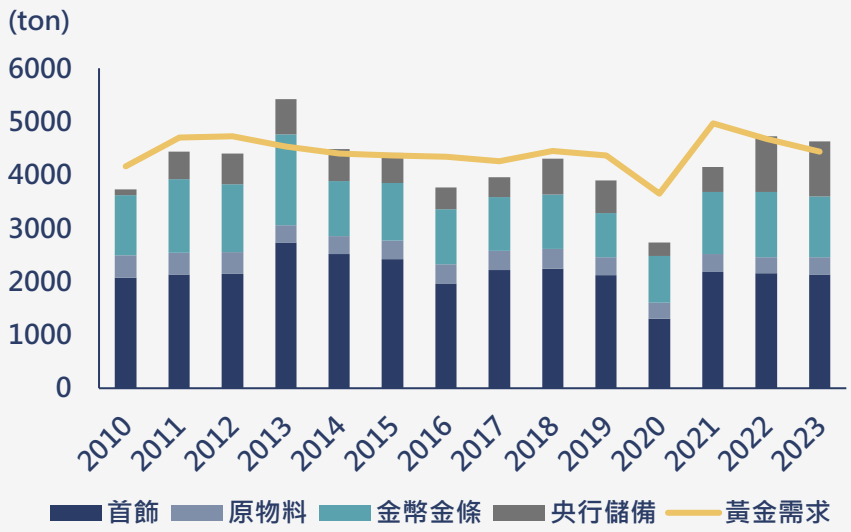
黃金為策略性長期投資及多元投資組合帶來關鍵作用

長期回報	• 擁有穩健的基本需求：原物料 7%、首飾 35%、投資 39%、央行 19% • 價值存儲工具：維持購買力 • 美國貨幣供給量增加：推動金價擴張
避險資產	• 波動性低：規模、流動性和需求來源多樣化 • 對抗通膨：金價平均每年成長 8% 能有效對沖通膨每年 2-5% 成長 • 負相關性：面對系統性風險，黃金與股票的負相關性變得更強
高流動性	• 2023 年，黃金的平均交易量約為每天 1,630 億美元。

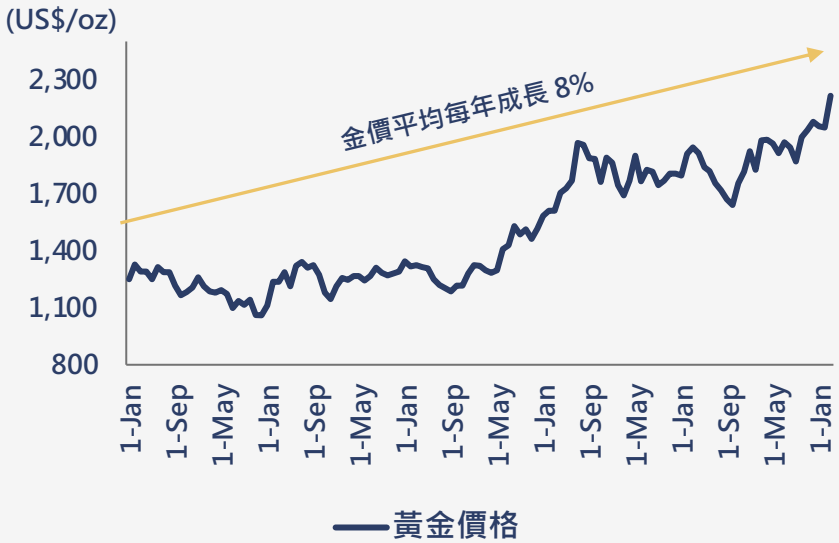
黃金的需求來源



黃金基本需求穩健



黃金長期提供正報酬



資料來源：World Gold Council

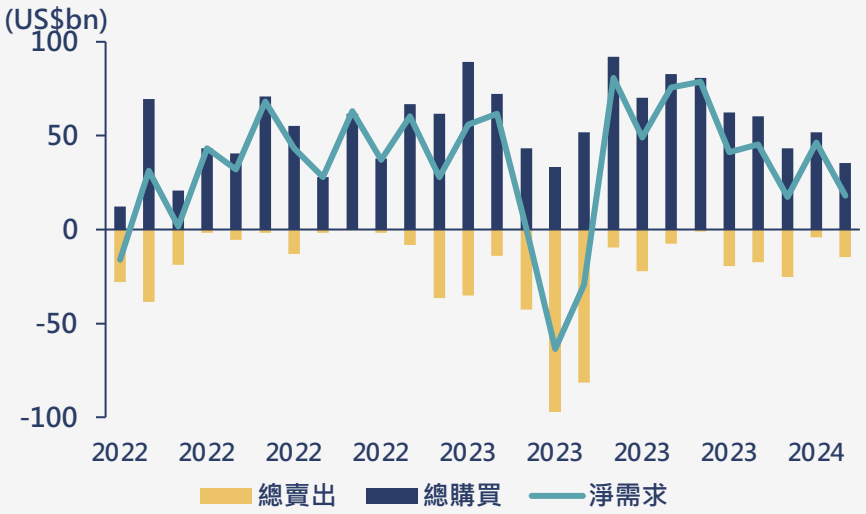
全球央行黃金需求穩健及地緣政治風險支撐金價走高

ETF名稱	iShares Gold Trust（IAU）
成立日期	2005-01-21
資產規模	284億
費用	管理費: 0.25%，手續費: 0~0.1%，換匯: 0.32%
優點	• 規模第二大黃金 ETF，追蹤倫敦金銀市場協會（LBMA）的黃金價格，保持與金價漲跌一致 • 管理費率低於規模第一大黃金ETF (GLD)

- 美國持續財政赤字侵蝕美元真實價值，進一步推升黃金價格，使各國央行降低美元儲備水位轉向黃金，**全球央行黃金儲備連續第九個月成長，中國和印度等新興市場銀行的黃金需求，為金價提供強力支撐。**
- 黃金 ETF 在美國 ETF 資產管理總規模來到第四低水平，顯示當前黃金市場部位並不擁擠，**黃金 ETF 與金價出現脫節，為金價帶來上行可能性。**

ETF部位空缺回補有望提升金價

全球央行黃金儲備持續成長



資料來源：World Gold Council

銅供需缺口持續增大，預估上漲至 12000 才能刺激礦廠投產

供需結構

- 智利、剛果及祕魯的銅礦產量最為豐富。其中，智利及剛果為銅精礦出口大國，中美為銅精礦需求主力。應用方面，電工設備（30%）、建築材料（30%）及基礎建設（15%）最為廣泛。
- 銅價須上漲至 12000 美元 / 噸才能刺激供給：以去年平均完全成本及折現率等計算。

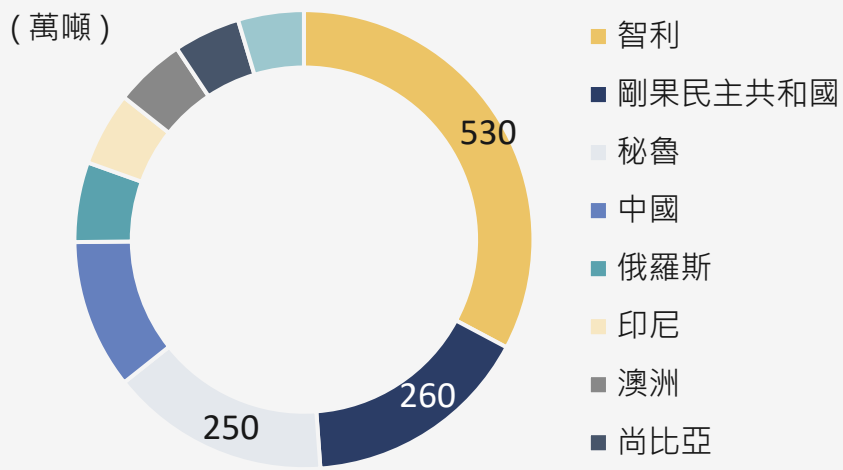
供給緊張

庫存低以及對俄的金屬制裁加劇供給吃緊。另外，舊礦場礦石品位下滑，新礦場難尋，導致開採成本漸高，且環境及監管法規越趨嚴格，以致大型銅礦場投產困難。

需求上升

全球製造業 PMI 連四月高於榮枯線，製造業景氣循環復甦推升工業金屬需求。且全球能源轉型、電動車以及 AI 算力，亟需電線、電纜及電網等銅終端應用。

2023 年銅礦產量前十大國家



全球銅精礦供需差額將持續擴大

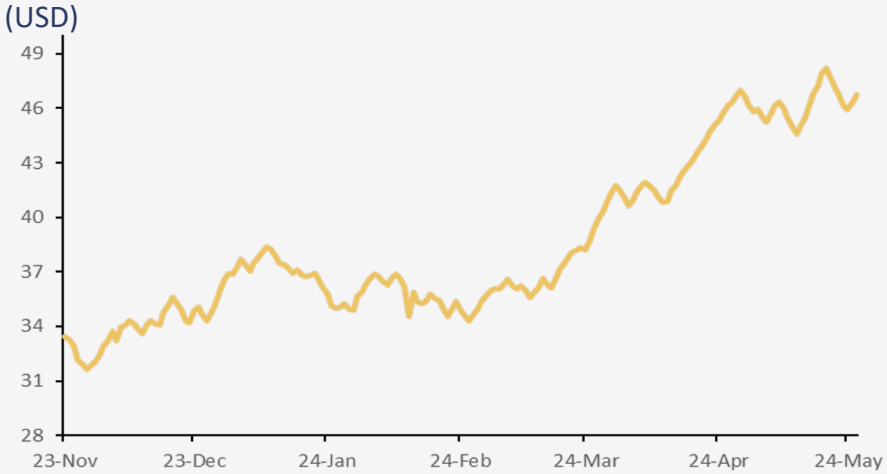
（千噸）	2020	2021	2022	2023
產量	24672	24964	25388	26881
使用量	24953	25216	25835	26966
供需	-281	-252	-447	-85

資料來源：ICSG、華爾街見聞、miningweekly

Global X Copper Miners ETF (COPX)

Global X Copper Miners ETF (COPX)	
追蹤指數	Solactive Global Copper Miners Total Return Index
市價波動	與 LME 銅價高度重合
投資個股種類	多為銅產業上游的開採公司，反映銅價
費用	• 管理費：0.65% • 分銷和 12b-1 費用：無
優點	• 因長期看好銅價，相比起期貨的避險性質，ETF 更易操作且獲利更穩定 • 近期主要幾間上游開採商皆面臨供應風險，相比投資個股，可分散個別風險

COPX 近 6 個月市價



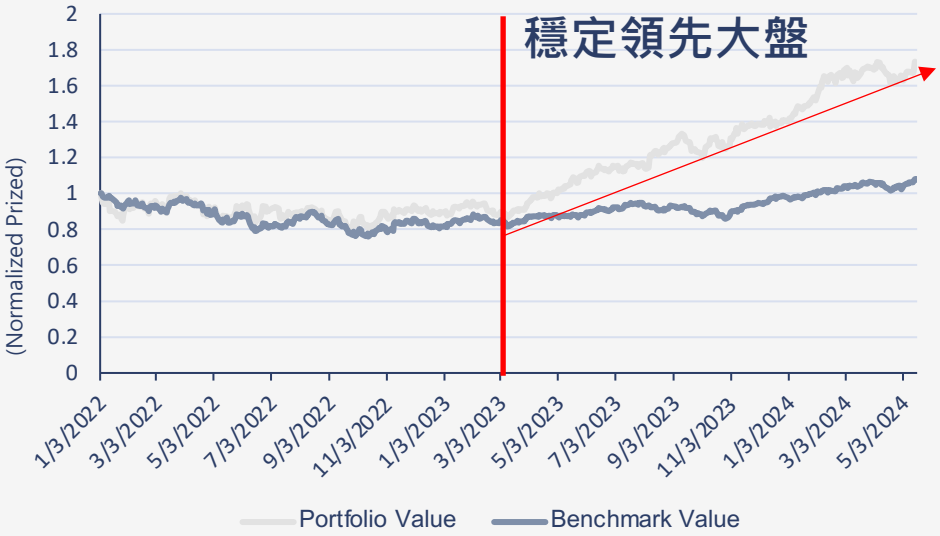
前十大持股	投資占比
ANTOFAGASTA PLC	5.96%
LUNDIN MINING CORP	5.89%
IVANHOE MINES LTD-CL A	5.73%
SOUTHERN COPPER CORP	5.67%
ZIJIN MINING-H	5.18%
FREEPORT-MCMORAN INC	5.06%
TECK RESOURCES LTD-CLS B	4.39%
KGHM POLSKA MIEDZ SA	4.21%
SUMITOMO MET MIN	4.09%
SANDFIRE RESOURCES LTD	3.98%

資料來源：World Gold Council、MoneyDJ

本基金組合具高 Sharp Ratio，並在過去期間持續領先大盤

- 本基金配置比例分別為：個股 70%、大宗商品 20%、債卷 10%；Benchmark 採用 S&P 500 70%、彭博美國公債指數 10%、貴金屬指數 10%
- 本基金自 22 年後與 benchmark 並行，自 23 年後報酬穩定超越大盤，計算後的夏普值顯示，本基金承受相同的波動下，能夠獲得較高的報酬，符合我們尋找成長產業、輔以防守標的降低波動性的投資邏輯

績效穩定領先大盤，尤其近一年表現突出



時間	報酬率
六個月	3.7%
3 個月	14.0%
一年	60.9%
起始至今	72.4%
Sharpe Ratio	1.25

資料來源：Bloomberg

結論

挑選受惠於總經的相關資產，並從強勢產業選出高成長個股

總經展望

美國總經

消費放緩、製造復甦、就業趨緩、通膨趨勢不變

貨幣政策

結束升息循環、今年內降息機率高（市場共識 9 月）

產業研究

AI 相關：記憶體、雲端服務

- 記憶體產業循環上升中、受惠高算力 AI Server
- AI 帶來全面效率提升，企業軟體需求明顯

減肥藥

全球肥胖人口成長，帶動整體藥用需求增加

防禦資產

iShares 債券 ETF

違約率低、報酬較非投等債優異

Walmart

受益長期高利率環境導致的消費降級，收購電視品牌穩定通路銷售

總經關鍵字：消費放緩、升息末端

大眾商品

iShares Gold Trust

央行黃金需求穩健、地緣政治支撐價格

Global X Copper Miners ETF

製造業復甦推動工業金屬需求，供需缺口將持續推動價格上升

總經關鍵字：製造復甦、地緣政治

成長資產

禮來

進入藥物換代期，新 Mounjaro Zepbound 推動 24Y 營收

美光

產業整體營運改善，受惠 AI server 運算，24Y 成功打入HBM3e 市場，改善營收結構

ServiceNow

AI 產品重要性上升，相關產品為公司帶來歷史最大訂單