



國泰世華銀行
Cathay United Bank

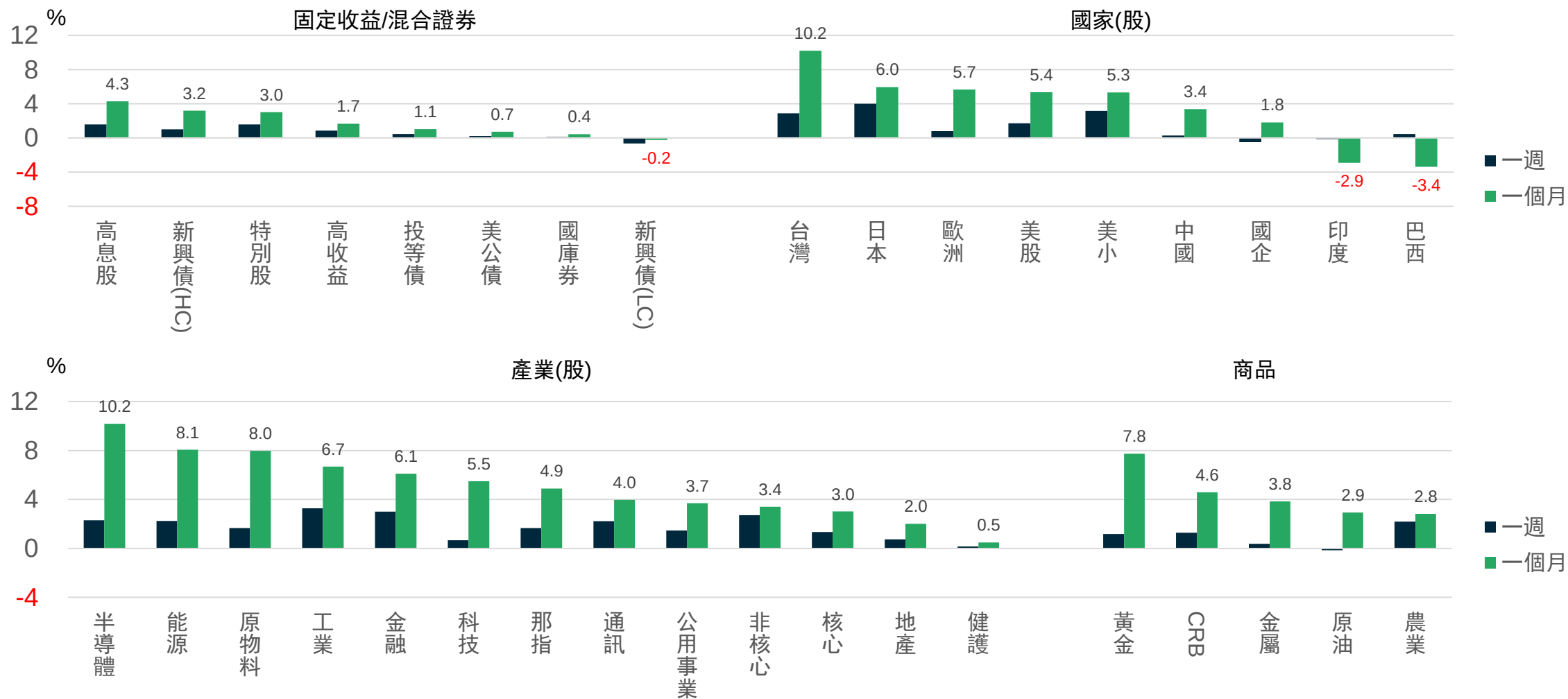
就勢論市

Global Weekly Comment

Mar 22 2024

揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

近期表現



資料來源：Bloomberg，2024/3/21。以各類資產過去一個月績效降序排序，取相關資產ETF報酬率，HC為Hard Currency(美元或歐元發行)，LC為Local Currency(當地貨幣發行)。商品取黃金、原油期貨價格變動，標普原物料、標普農業、CRB指數報酬率。

市場回顧與展望

本週議題

- › 規格升級：科技龍頭展實力
- › 前景樂觀：美小型股攢底氣

未來一季

- › 投等債核心添多元
- › 獲利支撐類股輪動
- › AI供應鏈挪移商機
- › 投組漸添新興市場



市場回顧

央行會議先後登場，政策動向出現歧異，美國維持利率不變，降息預期未見改觀。日本擺脫負利泥淖，瑞士意外宣布降息，台灣因應電價調漲，升息半碼未雨綢繆。輝達推出新型晶片，壟斷調查劍指龍頭，股市維持漲升動能，強弱態勢涇渭分明。

美股標普再締新猷，美小尋求站穩二千，歐洲無視景氣雜音，日本喜迎匯率回貶。陸港年線躊躇游移，台灣漸穩兩萬關卡，印度瀕臨關鍵轉折，巴西試圖振衰起敝。科技穩走安步當車，工業金融不遑多讓，農業驚聞異軍突起，健護沉潛相形落寞。能源年來亮點未失，黃金難脫震盪格局，固定收益小有斬獲，股權相關稍占優勢。



未來展望

時序進入今年首季尾聲，激情過後市場漸復平靜，關注美國通膨數據變化，房價指數或可稍加留意。中東加薩局勢和談進度，牽動地緣政治氛圍良窳，耶穌受難假期交易清淡，若無意外漲勢有望延續。

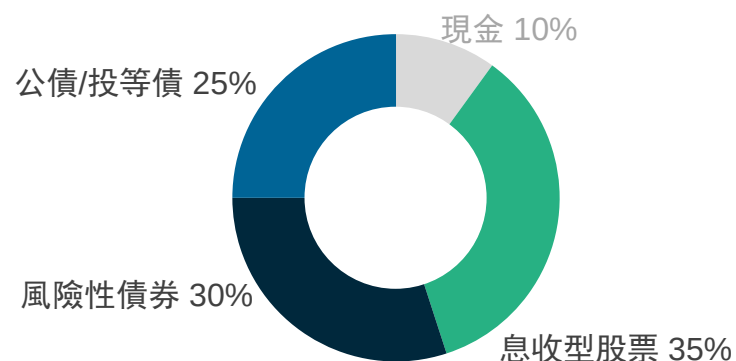
美股漲多警告聲浪頻傳，技術動能反窺創高徵兆，日股擺脫政策轉向枷鎖，重整旗鼓再啟牛市動能。科技雖尚未聞明顯敗象，留意其他族群追隨動能，能源金融健護最佳示範，美小底部漸成希冀效尤。降息仍為布局債券訴求，秉持長期配置操作思維，適度搭配其他固收資產，多元投資組合孳息收益。

資料來源：國泰世華銀行整理，2024/3/22。

投資組合



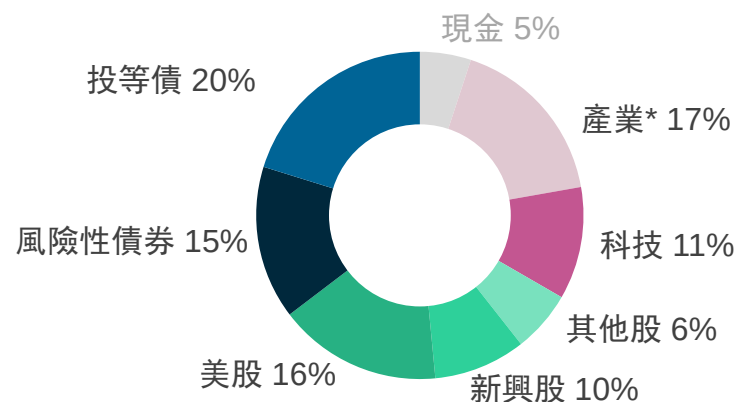
收益偏好



- 欲尋求穩定現金流，可藉廣納多元收益型資產，滿足訴求、兼顧控管風險。
- 本月FOMC重申今年降息大計，利率點陣圖隱含期待值宜校正，優質債鎖利期再延長，經濟增長預期上修，為風險性債市添信心。



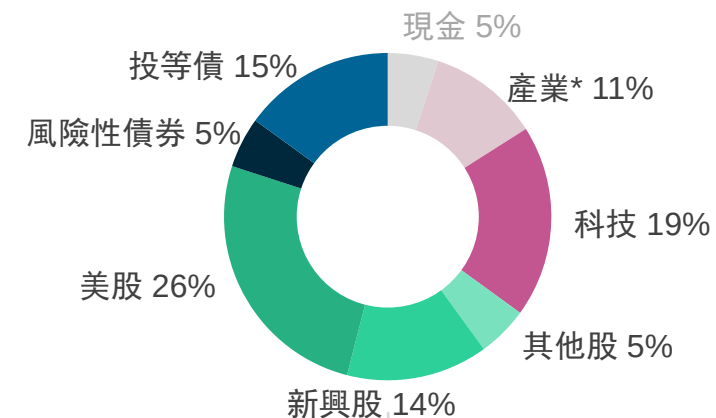
穩健均衡



- 兼顧報酬與風險，把握趨勢商機，可藉均衡配置、動態調整，掌握輪動。
- 輝達GTC大會釋利多，提升AI訓練與推論效能，數位基建營收成長潛能上修，掌握關鍵技術、新訂單紅利供應商(科技)，估值獲擴張。



積極成長



- 欲追求較高的總報酬，藉由提高股票比重、積極操作，創造資本利得。
- 緊縮環境，小型股承壓高於大型股，惟經濟前景上修，美選前政策利多期待，企業獲利循環改善，小型股投資價值浮現。

資料來源：國泰世華銀行，2024/3/21。藍色為債券，風險性債券指新興債、非投等債。綠色為區域型股票，其他股指美股、新興股以外市場。粉色為產業型股票。*指科技以外產業。





Contents

06 本週議題

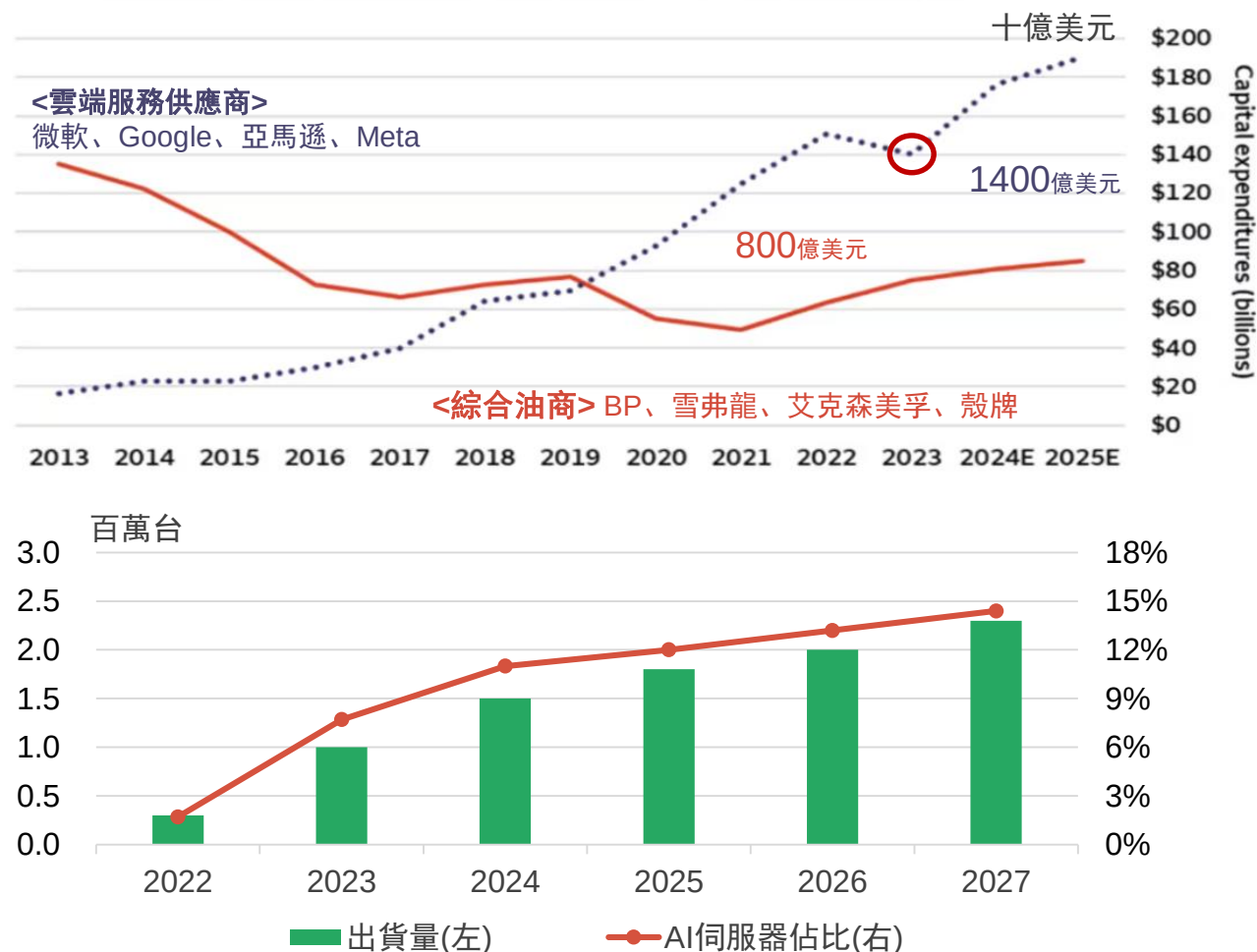
12 技術觀點

17 資金動向

本週議題

萬丈高樓從底起

龍頭股資本支出(上)、全球AI伺服器出貨成長預估(下)

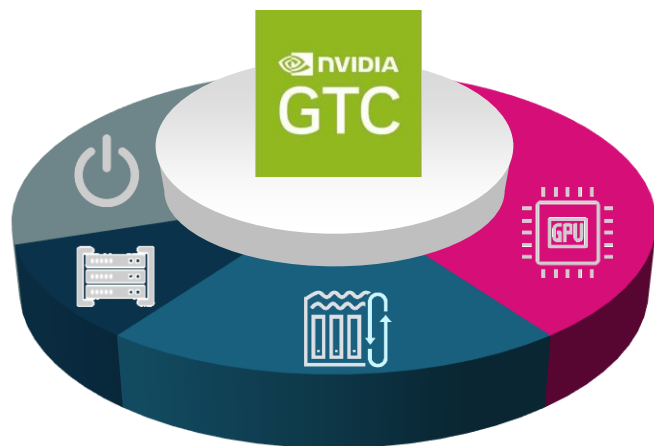


資料來源：上：FactSet, 2024/3/4。下：美林, 2024/2/29。

- FactSet統計，新冠疫情爆發後，全球四大雲端服務供應商(CSP)資本支出一路增加，去年合計支出約1400億美元，遠超四大全球綜合油商支出總和。AI伺服器增置需求推升CSP資本支出，今年可能成長二成、至1700億美元。
- 本次GTC會後，輝達執行長黃仁勳受訪表示，全球每年數據中心設備上的支出將達到2500億美元，如若成真，則明年雲端服務商資本支出增速仍保持雙位數增長，關鍵供應商受惠。
- CSP的設備投資能否持續，及生成式AI能否陸續商轉，影響輝達股價長期走向，不過，單就前述資本支出預估，提供輝達2024財年(截至2025年1月)和2025財年(截至2026年1月)的業績支撐。
- 研究機構Gartner預測，2024年全球AI伺服器市場規模將成長到310億美元，2025年將突破400億美元。

AI基建的關鍵推動者和受益者

GTC大會開啟生態圈新規格



◆ GPU: B200 (N4P製程)

◆ 散熱: 液冷式

◆ 機櫃: GB200 NVL72

◆ 效能: 提升

GB200 效能是 H100 的 7倍

- Blackwell B200採用台積電的N4P製程
- DGX-GB200 由兩顆Blackwell B200 加上Grace CPU，透過小晶片(Chiplet)先進封裝8顆 HBM3e 高頻寬記憶體組成



液冷式 散熱

- └ DGX系列 → Vertiv 維諦 (VRT)
- └ GB/GH系列 → 液冷散熱供應台廠



伺服器 機櫃

GB200 NVL72 台灣伺服器廠



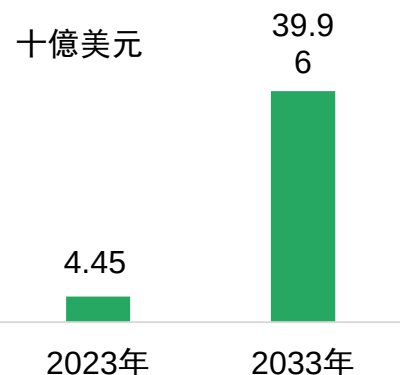
電源系統 / 供電缺口

- 電源管理IC 芯源系統(MPS)
- 電源設備 伊頓(ETN)、台灣供應商

資料來源：國泰世華銀行整理。

K型復甦、升級動力，價量齊揚遞進

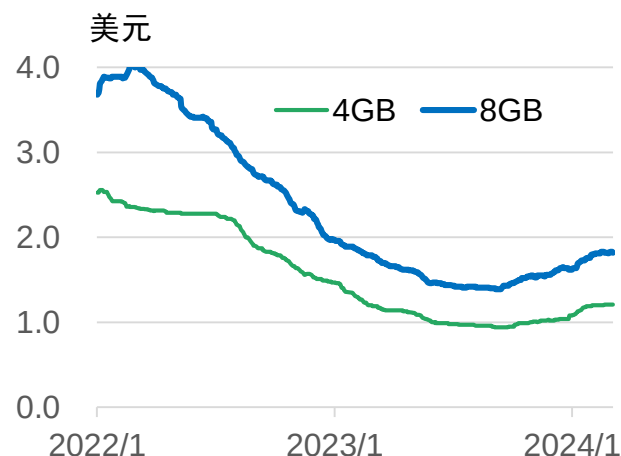
全球液冷系統規模



伺服器散熱解決方案

	一般伺服器	AI伺服器	
散熱方式	風扇	液體冷卻	浸沒冷卻
散熱功耗	500W以下	1500W	1500W以上
電力使用效率	1.66W	1.1-1.3W	1.02-1.05W
建置成本	低	高	最高
運營成本	高	低	最低

DRAM報價



全球HBM出貨量預估

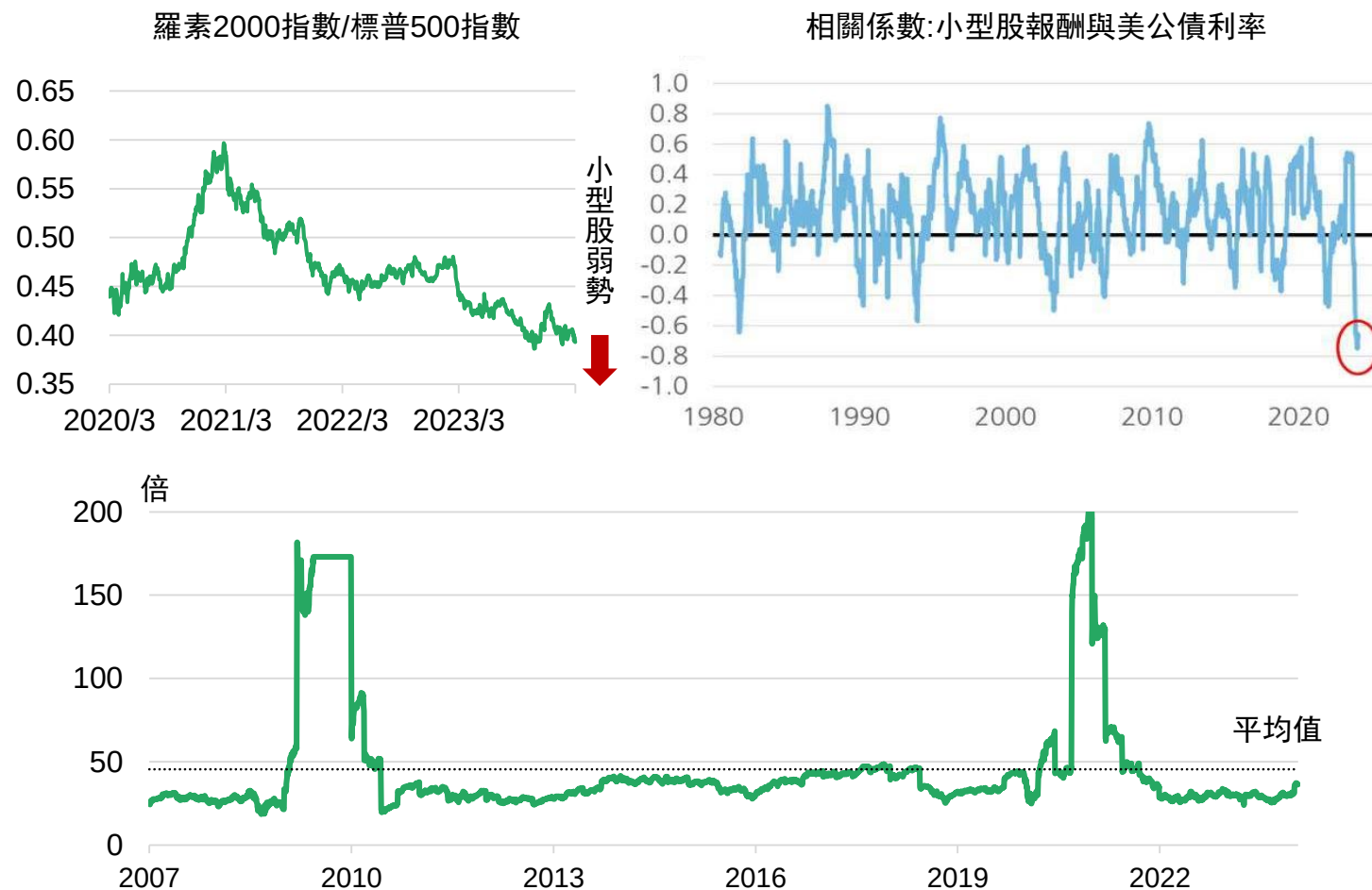
	2023	2024	2025
營收(十億美元)	4.2	11.5	16.7
出貨(十億GB)	0.5	1.2	2.4
平均價(美元/GB)	8.8	9.9	6.9
營業收益(十億美元)	1.8	5.8	7.1
營業收益毛利率	42%	50%	42%

- 液體冷卻系統，也稱液冷或水冷，為電腦和高效能伺服器等設備的冷卻解決方案，比傳統的空氣冷卻更能有效散熱，浸沒式為液冷的一種。
- 2023年全球液冷系統市場價值約44.5億美元，預計在2023-2033年內將以超過24.5%的增速成長，其中掌握技術領先的美、台廠商具優勢。
- 三大記憶體龍頭聯手減產、庫存去化，記憶體價格已於去年底反轉，需求回暖開啟今年重新議價循環，漲價望延續至年中(漲幅15-20%)。
- 人工智慧的訓練效能提升，有賴AI晶片規格升級，GB200內含高頻寬記憶體由HBM3e替代HBM3，美林預估，高頻寬記憶體營收未來兩年成長三倍，佔全球DRAM營收比重逾15%。傳統循環改善、新訂單成長雙助力，記憶體大廠營收受惠。

資料來源：上：The Business Research, 2024/1。下：Bloomberg, 美林預估, 2024/3/14。

估值優勢，等待政策轉向

小型股表現 (上)、小型股本益比(下)

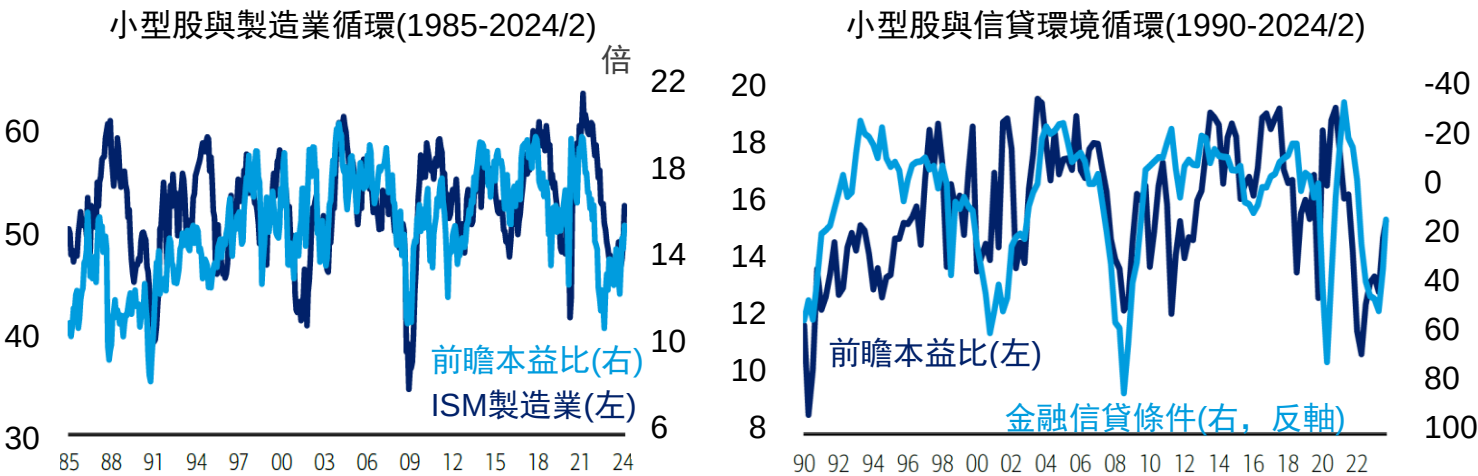


資料來源：上：Bloomberg，2020/3/21-2024/3/18。下：Bloomberg，2007/3-2024/3。統計羅素2000指數與標普500指數作為小型、大型股指數。

- 緊縮環境，中小企業生存受擠壓程度確實高於大企業，也令其股價相對弱勢。不過，小型股報酬率與美公債殖利率相關係數，來到40年最大負相關，若聯準會政策轉向，偏離將收斂。
- 高利率環境延續已逾一年，製造與服務業循環錯位復甦，加上金融市場流動性充足，當前順利生存之中小企業，更突顯其品質，若美經濟循環落底轉折後，企業韌性使其價值浮現。
- 從基金經理人的持股來看，持有小型股的比重，自2008年的7%約莫減半，今年略見到反轉，整體籌碼持倉相對乾淨，具回升空間。
- 羅素2000指數的本益比目前約36倍、仍低於長期均值45倍，若聯準會貨幣政策緩步轉向，受利率上升、估值大幅打壓的小型股，有望享受評價面回升利基，也有助吸引資金回流。

循環轉佳、政策期待，小型股蓄力

小型股與歷史循環(上)、小型股/大型股的年報酬(下)



	EPS增長加速		EPS增長減速	
	GDP增長減速	GDP增長加速	GDP增長減速	GDP增長加速
情境機率	13.0%	34.6%	41.1%	11.3%
平均報酬*	5.3%	5.2%	2.8%	2.9%
報酬中位數	4.5%	3.8%	1.5%	0.5%
上漲機率	60.5%	64.4%	53.3%	54.5%

- 小型股估值變動與製造業循環，長期具相關性，ISM製造業進入擴張期，工業佔比高的小型類股，也容易展開本益比擴張循環，推動股價表現。
- 今年為美國總統大選年，選前端出製造業政策利多，成為既定俗成的慣例，搭配當前經濟展現韌性，小型企業逆風有望逐步緩和。
- 另一方面，儘管聯準會政策轉向持續遞延，但經濟韌性與流動性穩定下，金融機構信貸標準不再收緊，反間顯緩解現象，此易有助小型股獲利回穩、估值回升。
- 美林統計1985年美股表現以來，只要企業獲利增長，無論增速是否放緩，小型股相對大型股未來一年的表現，上漲機率超過五成。與當前環境雷同相近，即便經濟增長放緩，小型股有六成機率，未來一年表現優於大型股。

資料來源：上：美林，2024/3/14。取羅素2000指數。下：美林，2024/2。統計1950-2023Q3。*小型股/大型股的年變化率。

技術觀點

多頭趨勢續行，有望再創新高

美股標普500指數



- › 美股標普500指數於去年10月下旬落底後，即沿著上升趨勢軌道線（約月線）前進，期間頻創歷史新高。
- › 主要均線維持多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於5000），整體趨勢明顯偏多幾無疑義。
- › 日KD重新恢復交叉向上，化解先前技術指標高檔背離頹勢，週KD雖進入80以上過熱區，但呈現高檔鈍化跡象。
- › 若依去年11月中至今上升趨勢軌道進行推估，近期有望再創歷史新高。

資料來源：TradingView。



指標轉趨正向，漲勢醞釀再起

美股科技Nasdaq指數



- › 美股科技Nasdaq指數於去年10月下旬落底後，即沿著上升趨勢軌道線（約月線）前進，期間頻創歷史新高。
- › 主要均線維持多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於15500），整體趨勢明顯偏多幾無疑義。
- › 日KD重新於50附近恢復交叉向上，化解先前技術指標高檔背離頹勢，週KD雖進入80以上過熱區，但呈現高檔鈍化跡象。
- › 若依去年12月初至今上升趨勢軌道進行推估，近期有望再創歷史新高。

資料來源：TradingView。



回測月線守穩，仰望歷史新高

美股費城半導體指數



- › 美股費城半導體指數於去年11月初起漲至今，沿著上升趨勢軌道線（約月線）前進，期間改寫歷史新高，然短線稍見回落，尋求下檔支撐。
- › 主要均線恢復多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（目前扣抵值仍低於4500），多頭趨勢尚未遭到明顯破壞。
- › 日KD重新於低檔區恢復交叉向上，化解先前技術指標高檔背離頹勢，週KD略現自高檔區交叉向下徵兆。
- › 近期回測上揚月線守穩，配合技術指標逐漸翻多，有望挑戰甫於月初創下的歷史高點。

資料來源：TradingView。



靜待底部確立，上演補漲行情

美股羅素2000指數



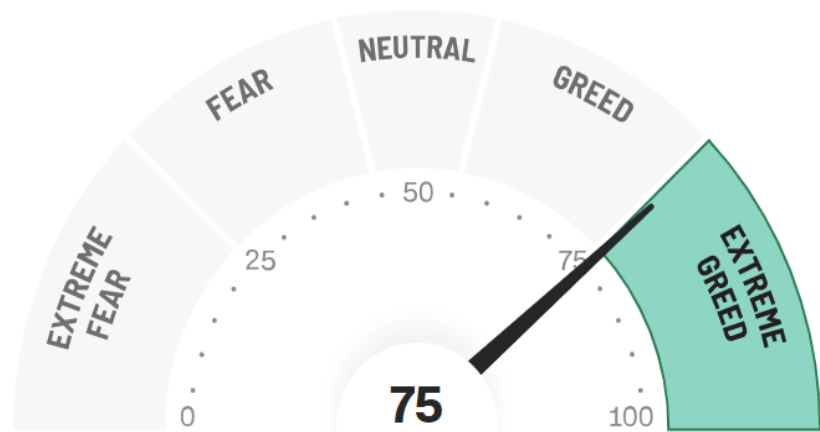
資料來源：TradingView。

- › 美股羅素2000指數於去年10月初起漲至今，期間雖見大幅波動，但未跌破上升趨勢軌道線（約季線），維持漲升節奏。
- › 主要均線恢復多頭排列，季線持續呈現上揚走勢（扣抵值將漸低於2050），整體趨勢偏多確為事實。
- › 日KD於低檔區恢復交叉向上，化解先前技術指標高檔背離頹勢，週KD略微浮現重新交叉向上動能。
- › 近期若能站穩2000整數關卡，2022年4月至今的底部型態有望完成，屆時依等幅測量進行推估，甚具挑戰高點動能。

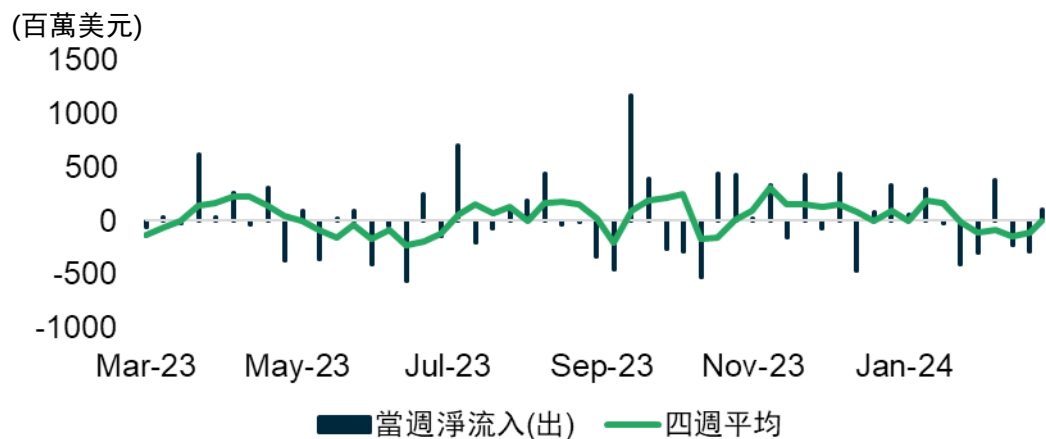
資金動向

資金流向(固定收益)

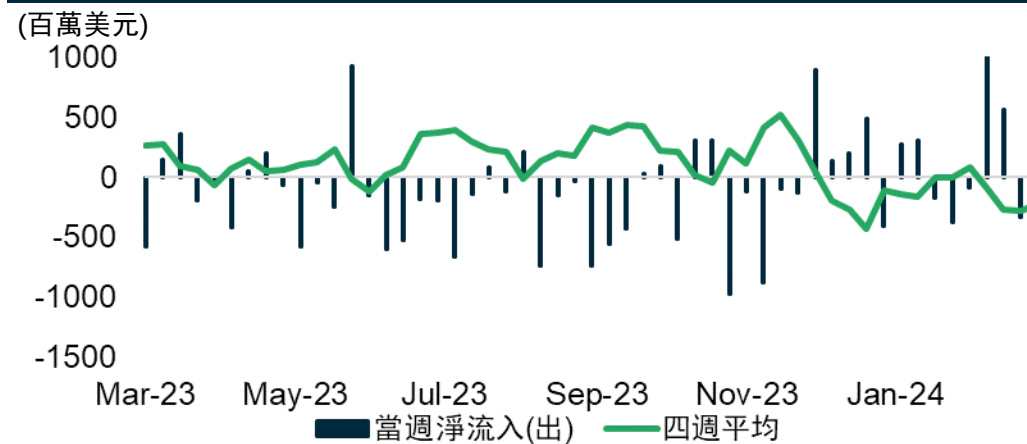
恐懼貪婪指標



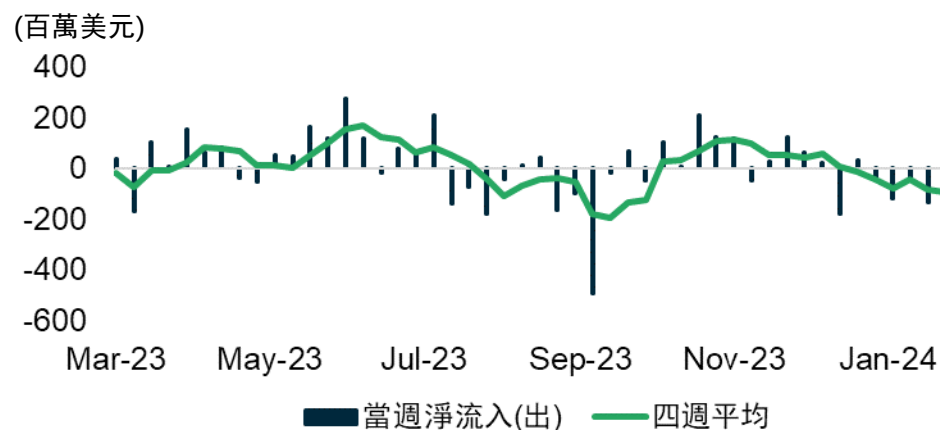
非投資級債券ETF每週資金流向



投資級債券型ETF每週資金流向



新興市場債券型ETF每週資金流向



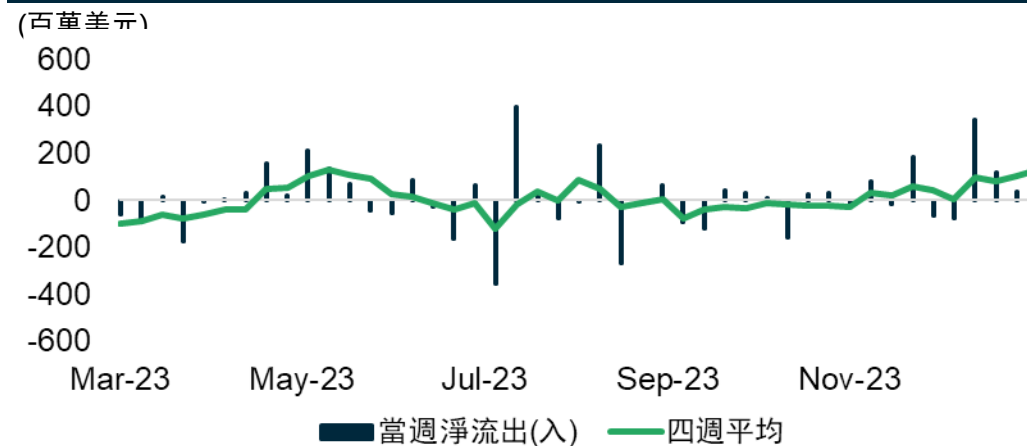
資料來源: CNN(3/22)、Bloomberg (2024/3/21)。投資債級ETF、非投資債級ETF、新興市場債ETF分別指<LQD>、<HYG>、<EMB>。

資金動向(產業)

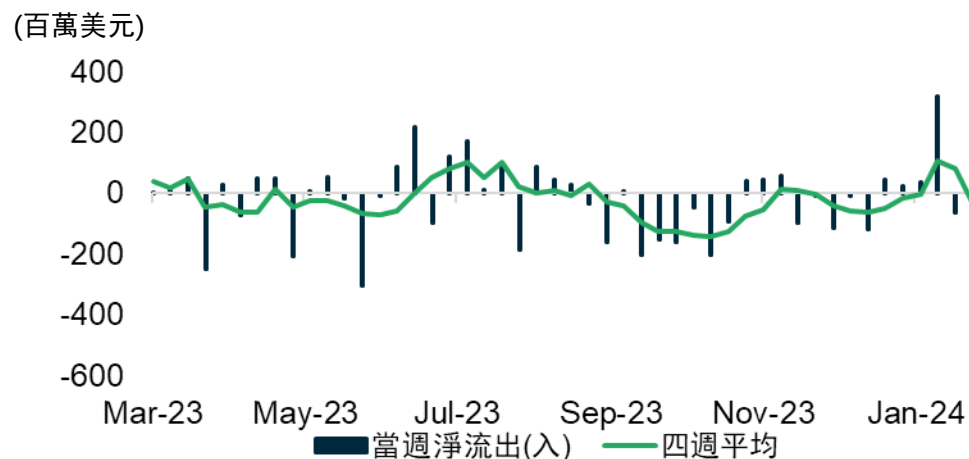
科技股票型ETF每週資金流向



健護股票型ETF每週資金流向



核心消費股票型ETF每週資金流向



工業股票型ETF每週資金流向

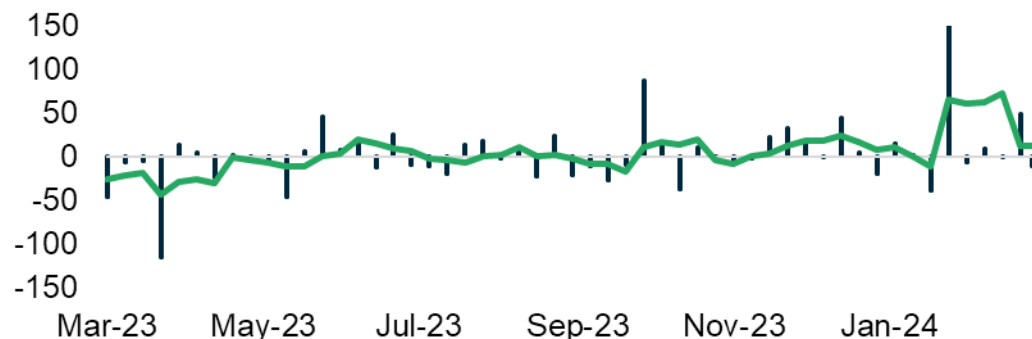


資料來源：Bloomberg，截至2024/3/21。科技、健護、核心消費、工業股票型ETF分別指<XLK>、<XLV>、<XLP>、<XLI>。

資金動向(產業)

地產股票型ETF每週資金流向

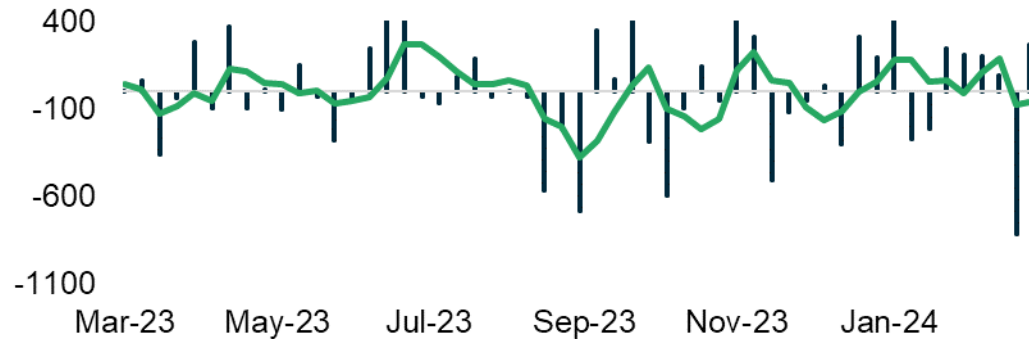
(百萬美元)



■ 當週淨流出(入) — 四週平均

金融股票型ETF每週資金流向

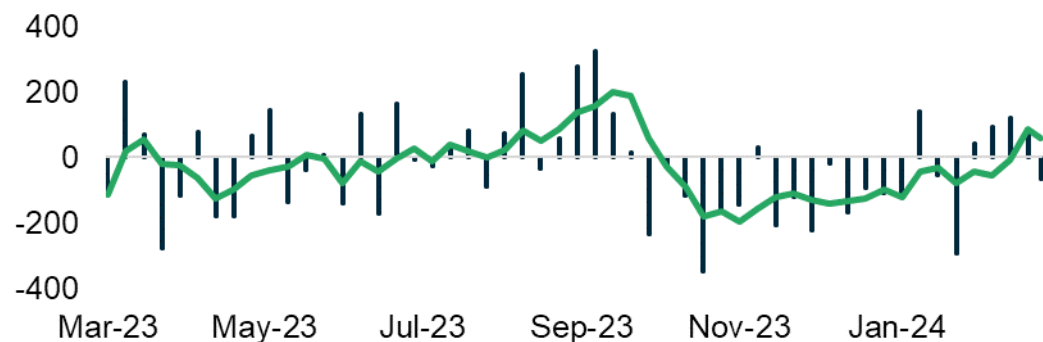
(百萬美元)



■ 當週淨流出(入) — 四週平均

能源股票型ETF每週資金流向

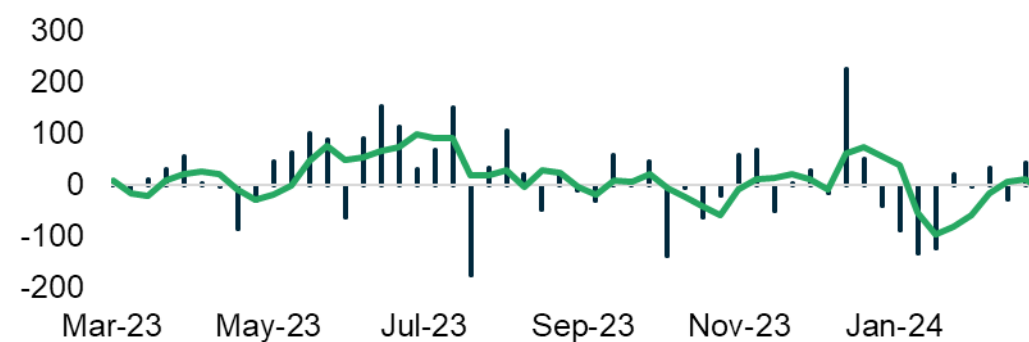
(百萬美元)



■ 當週淨流出(入) — 四週平均

原物料股票型ETF每週資金流向

(百萬美元)



■ 當週淨流出(入) — 四週平均

資料來源: Bloomberg, 截至2024/3/21。地產、金融、能源、原物料股票型ETF分別指<XLRE>、<XLF>、<XLE>、<XLB>。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行(下稱“本公司”)提供尊貴理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。

本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

本報告所提及之基金係經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，包括可能發生投資標的跌價、匯兌損失所導致之本金虧損，或投資標的暫停接受買回及解散清算等風險，其最大可能損失為損失所有投資本金。投資人已瞭解信託財產運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本報告提及之投資資產或標的。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；定期(不)定額報酬率將因投資人不同時間進場，而有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，其他未盡事宜及基金相關費用(含分銷費用)、基金特色或目標等資訊(包含但不僅限於基金之ESG資訊)，已揭露於基金之公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書或投資人須知。(可至本公司全省各分行洽詢理財專員或洽該基金公司，或至公開資訊觀測站<http://newmops.tse.com.tw>或基金資訊觀測站及ESG基金專區查詢www.fundclear.com.tw)。

由於非投資等級債券基金之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重；投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。境外基金投資中國比重係指掛牌於大陸及香港地區中國企業之投資比重，依規定投資大陸地區證券市場之有價證券不得超過本基金淨資產價值之20%(境外基金機構依鼓勵境外基金深耕計畫向金管會申請並經認可，得放寬投資總金額上限至40%)，另投資香港地區紅籌股及H股並無限制，本基金若涉及中國，並非完全投資於大陸地區之有價證券，投資人仍須留意中國市場特定政治、經濟與市場之投資風險。