

2024下半年投資市場展望

私人銀行暨財管事業總處
玉山銀行投資研究中心

AGENDA

2024H2

投資市場展望

01

市場回顧

02

投資主軸

03

個別市場展望

04

投資建議

全球主要股債匯市2024Q2表現

成熟 x 新興



產業 x 原物料



債市 x 匯率



資料來源：Bloomberg (2024/06/30) · 單位：%，匯率表各貨幣相對美元升貶值，玉山整理

全球主要股債匯市年至今表現

成熟 x 新興



產業 x 原物料



債市 x 匯率



資料來源：Bloomberg (2024/06/30) · 單位：%，匯率表各貨幣相對美元升貶值，玉山整理

AGENDA

2024H2

投資市場展望

01

市場回顧

02

投資主軸

03

個別市場展望

04

投資建議

Risk .



美國總統大選

保護主義崛起

通膨僵固問題

中美貿易戰

選舉

全球大選年波動增加 留意下半年選舉風險

歐盟：6/9 議會選舉結束

歐洲議會**極右翼興起**，保守主義抬頭或將更動當前政策推行，不確定性提升促市場震盪。

開票當日 | 開票至今
 ▼-0.27% | ▼-1.37%

墨西哥：6/2 全國大選

執政黨大獲全勝，在**國會兩院意外取得絕對多數**，爭議憲改法案或將因此通過，壓抑市場情緒。

開票當日 | 開票至今
 ▼-6.11% | ▼-2.76%

南非：5/30 國會選舉

執政黨在開票過程期間的得票率**未如市場預期**，市場擔憂執政黨若與左派合組政府，將使國債風險上升。

開票當日 | 開票至今
 ▼-1.73% | ▲+2.71%

印度：6/4 國會選舉

莫迪領導的人民黨席次**大幅低於預期**，導致股市出現失落性賣壓。

開票當日 | 開票至今
 ▼-5.74% | ▲+7.24%

即將到來的選舉

美國：11/5 全國大選

英國：7/4 國會選舉

法國：6/30-7/7 國會選舉

印尼：2/15 總統大選結束

印尼大選符合預期，由現任總統支持的普拉伯沃勝選，預計執政當局的經濟政策有望延續，帶動股市走高。

開票當日 | 開票至今
 ▲+1.30% | ▼-7.64%

*漲跌幅資料為各國股價指數，逢假日則以選後第一個交易日為開票當日數據，截至2024/6/18。

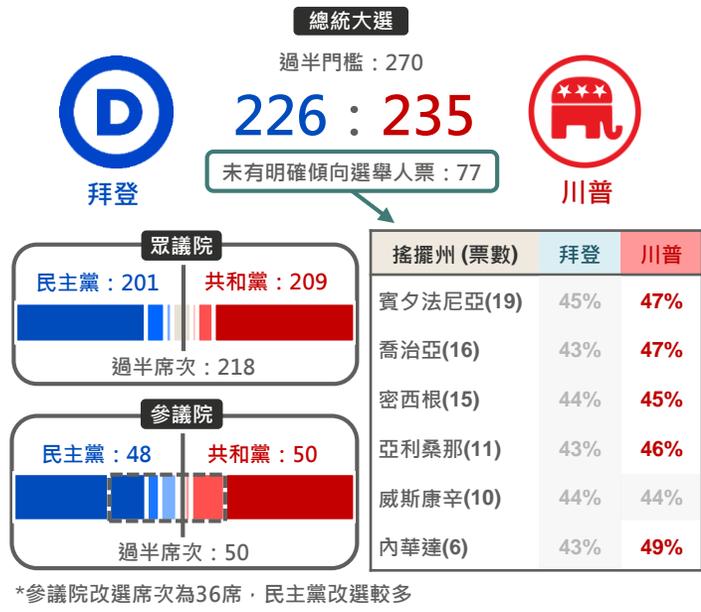
選舉

美國大選或迎紅色浪潮 惟具共識產業延續政策利多

- 近期美國大選民調雖顯示民主黨及共和黨選情激烈，然目前**川普為首的共和黨暫獲領先優勢**，突顯反移民及貿易保護主義亦出現在大西洋彼岸的**美國大陸**上。觀察大摩針對兩黨在本屆大選的情境分析所示，若共和黨獲得全面執政優勢，將推出更嚴格的移民限制、擴大關稅規模、延續減稅政策，以及放寬降低通膨法案中的環保法規等現行政策，後續或將對美國政經情勢投下更多不確定因子。
- 而兩黨在對有助長期經濟成長之法案(如：**基建法案、晶片法案**)卻有一致性的共識，料選後不論何黨執政，**資通訊、公用事業、半導體等相關產業有望持續受惠於政策利多**。惟歷年美國大選前股債市場多有波動，建議投資人於鄰近選舉日留意可能的震盪風險。

美國總統暨國會大選最新民調

共和黨在總統及參眾兩院目前暫獲領先優勢



資料來源：270toWin (2024/06/13) · 玉山整理

兩黨分歧政策議題及具共識政策法案

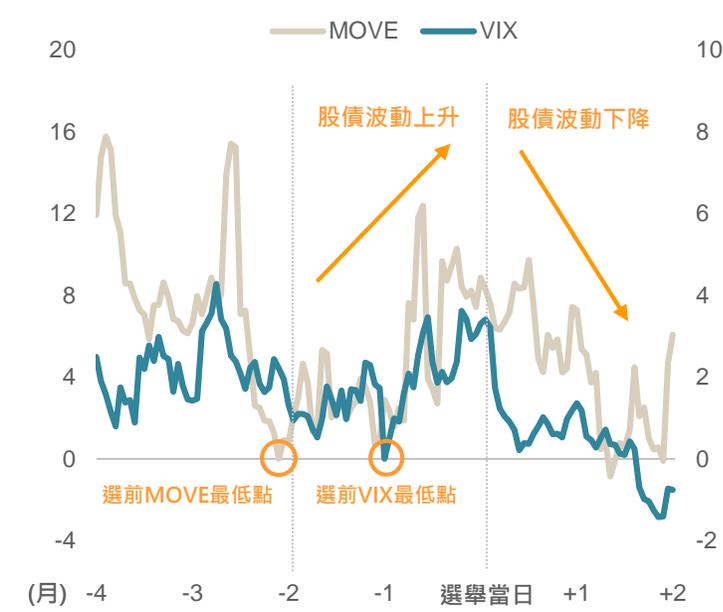
*分數表示政策被執行可能性：0表示機率較低，3表示機率最高

政策議題	藍色浪潮	分裂國會		紅色浪潮
		拜登當選	川普當選	
分歧項目				
移民 做出更進一步移民限制	1	1	3	3
關稅 對特定貨品徵稅	1	1	3	3
減稅 延展部分個人及企業稅減免	1	2	2	3
能源 緊縮能源轉型的稅收抵免	0	0	2	3
有共識				
基建法案	延續2024年11月推出的基建法案，將資金投入交通、寬頻、能源和電力等設施。			
	有利產業： 通訊服務、資訊科技、公用事業、工業			
晶片法案	美國國際技術安全和創新基金創建有益的半導體生產激勵措施 提供資金			
	有利產業： 半導體設計、製造、封測、設備			

資料來源：Morgan Stanley (2024/06/14) · 玉山整理

大選前後美股VIX及美債MOVE指數走勢

選前2個月股債波動存走高風險，選後波動趨緩



資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

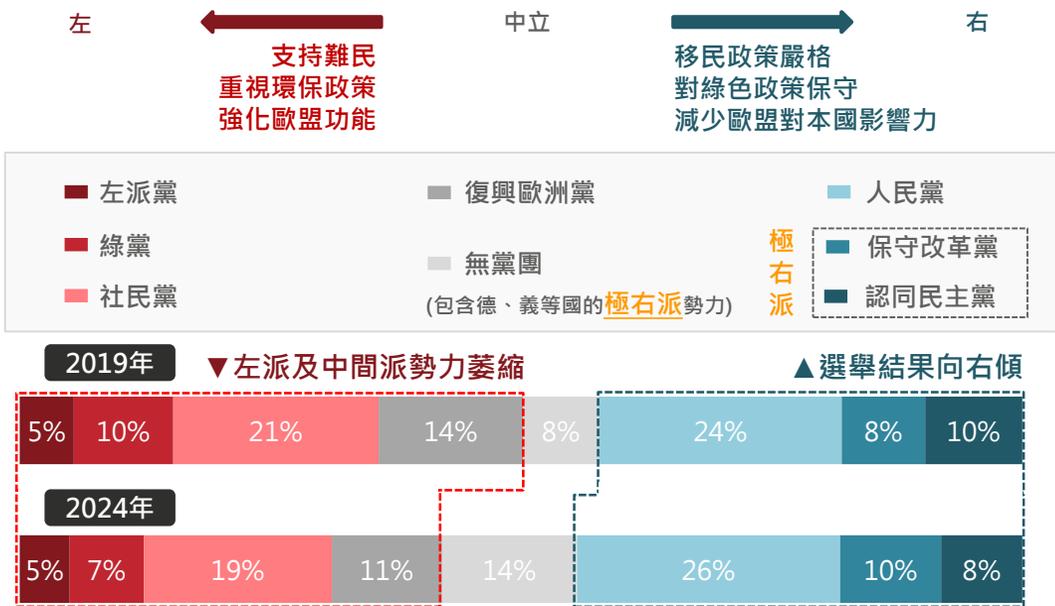
選舉

歐洲議會選舉結果向右傾 保護主義抬頭添市場風險

- 6月歐洲議會選後結果顯示立場中間偏右的歐洲人民黨維持最多席位，整體中間勢力占比維持近60%，惟極右派實力大增(較上屆增加30席)，尤其德、法兩國極右派得票超過當前執政黨，將提高導致未來5年歐盟政策向更為右傾的風險。
- 近年歐洲極右翼勢力抬頭主要是因歐洲接納大量受地緣戰爭影響的難民所產生的社會問題，與疫情、俄烏戰爭造成的物價上漲及能源供應隱憂等民生議題未獲有效處理所致。料偏右的歐洲議會或將令歐盟當局縮緊移民政策、放慢能源轉型步調，並延續對中國電動車實施關稅壁壘(7/4起由目前10%增加至38.1%)，甚至可能推助未來歐洲各國選出現更多極右派勢力主導政局，為市場增添不確定因素。

2024年歐洲議會選舉結果

右派勢力增加將影響歐盟未來政策方向



資料來源：Politico (2024/06/13)，玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

歐盟通膨率及庇護申請人數(上)/右派政策立場(下)

移民及物價等民生議題導致近年歐洲極右翼崛起



偏右派政策態度	可能影響
嚴格移民政策	加強邊境控管，減少移民人口，降低歐洲勞動市場供給
對綠色政策保守	削弱現行環保法規、放慢能源轉型步調，或將延長氣候目標實現
貿易保護	延續對中國的貿易壁壘，並推遲與南方共同市場等區域自貿協議

資料來源：Bloomberg (2024/06/15)，玉山整理

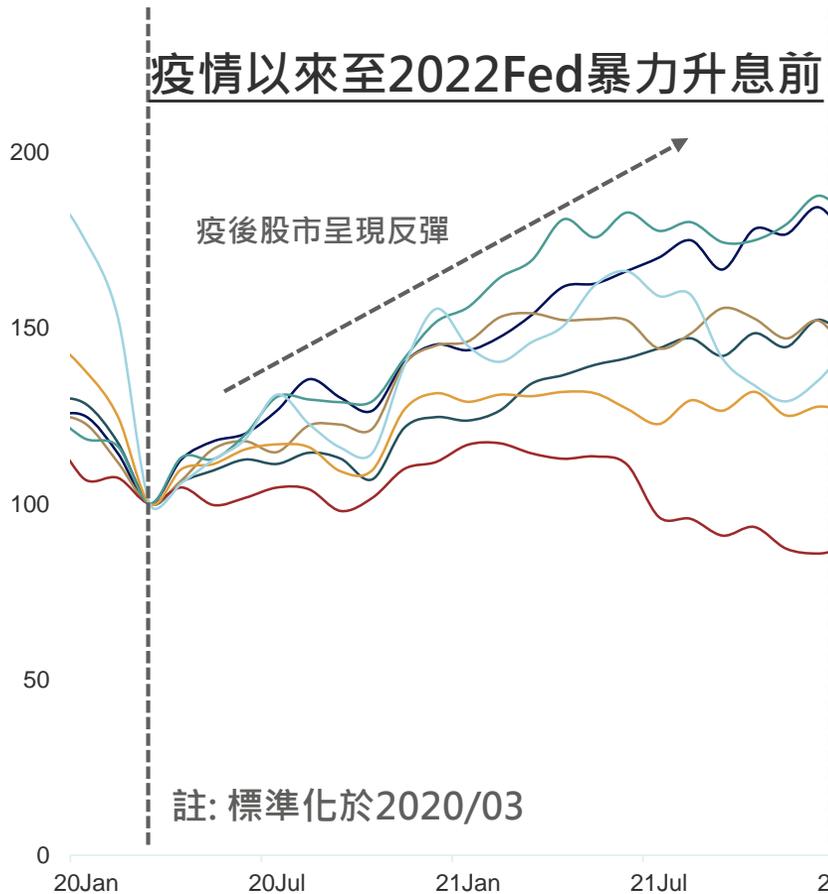
Focus Issue

強者恆強

疫情來持續創高的指數仍主導年至今走勢

近十年全球主要指數走勢(經標準化)

250 (%)



期間指數表現

- 台灣加權 +87.7%
- 標普500 +84.4%
- 歐洲600 +52.4%
- 日經225 +52.2%
- MSCI拉美 35.1%
- MSCI東南亞 +27.6%
- 恆生國企 -14.1%

疫情以來指數表現

- 台灣加權 +118.1%
- 日經225 +103.4%
- 標普500 +104.2%
- 歐洲600 +61.9%
- MSCI拉美 +48.3%
- MSCI東南亞 +11.01%
- 恆生國企 -33.4%

2024年以來
指數持續創高

- 創高33天
- 創高19天
- 創高31天
- 創高20天

資料來源：Bloomberg (2024/06/19) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

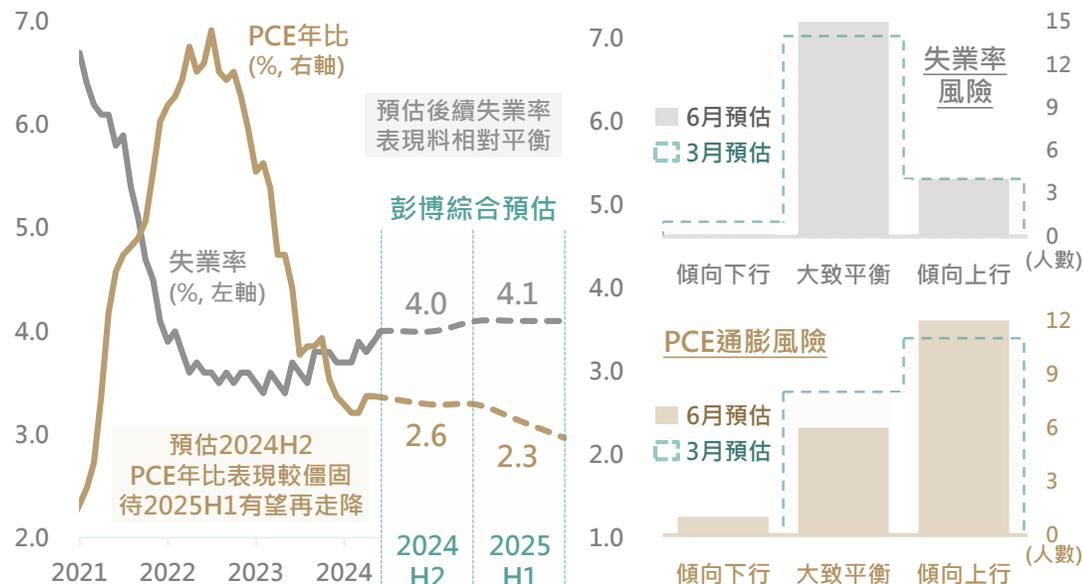
Fed 政策動向

Fed點陣圖上修利率路徑 惟年內料存1-2碼降息空間

- 自Fed於2022/3展開升息以來，美國PCE年比已降至4月的2.7%，惟Fed官員仍普遍評估通膨的風險傾向上行。據彭博綜合預估，下半年之PCE年比或仍處於2.6%水準，反映通膨僵固性仍存；然隨緊縮遞延效果疊加基期效應，預估明年上半年其將再進一步加速降至2.3%水準。
- 另外，雖美國緊俏之勞動市場持續趨向放緩，惟Fed認為失業率的風險大致平衡，故其基調尚不急於降息；觀察6月利率點陣圖，Fed官員亦將今年內之降息碼數由3月預估的3碼減至1碼。然長期而言，利率路徑預估仍趨下行，Fed主席鮑威爾則表示若後續勞動市場意外轉弱，Fed將採取行動應對；且點陣圖顯示19位官員當中仍有高達8位預估今年將有2碼降息空間，故評估年內降息1-2碼之展望並未改變。

美國失業率及PCE年比(左)/Fed對失業率及通膨之風險評估(右)

料通膨長期仍將逐步下行，惟當前勞動市場風險大致平衡使Fed不急於降息

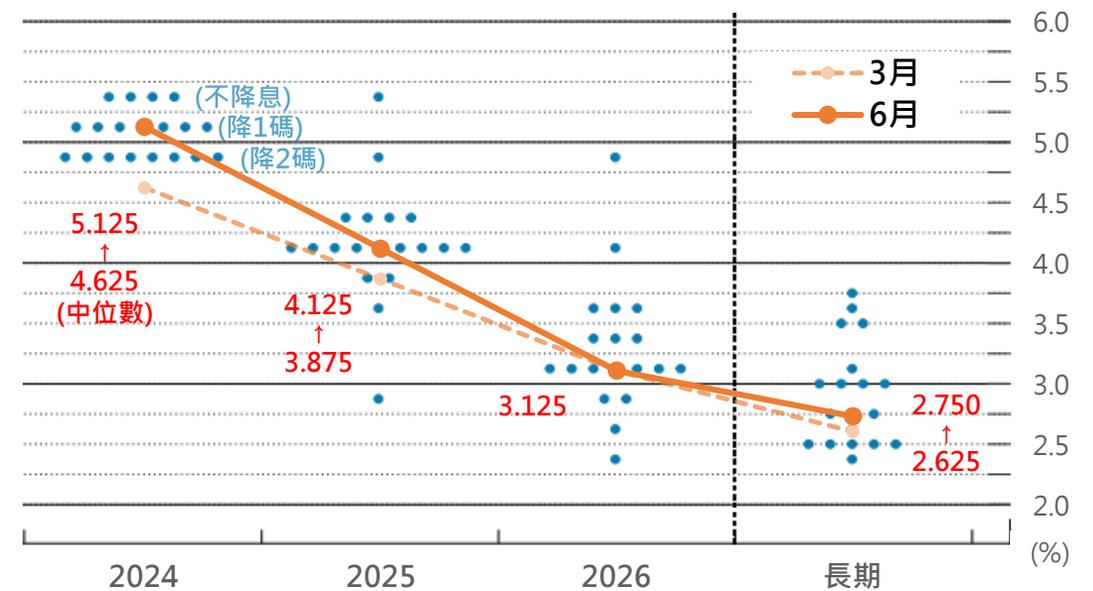


資料來源：Bloomberg, Fed (2024/06/12) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

Fed政策利率點陣圖

Fed上修利率點陣圖預估，惟觀察官員普遍認為年內仍有1-2碼降息空間



資料來源：Fed (2024/06/12) · 玉山整理

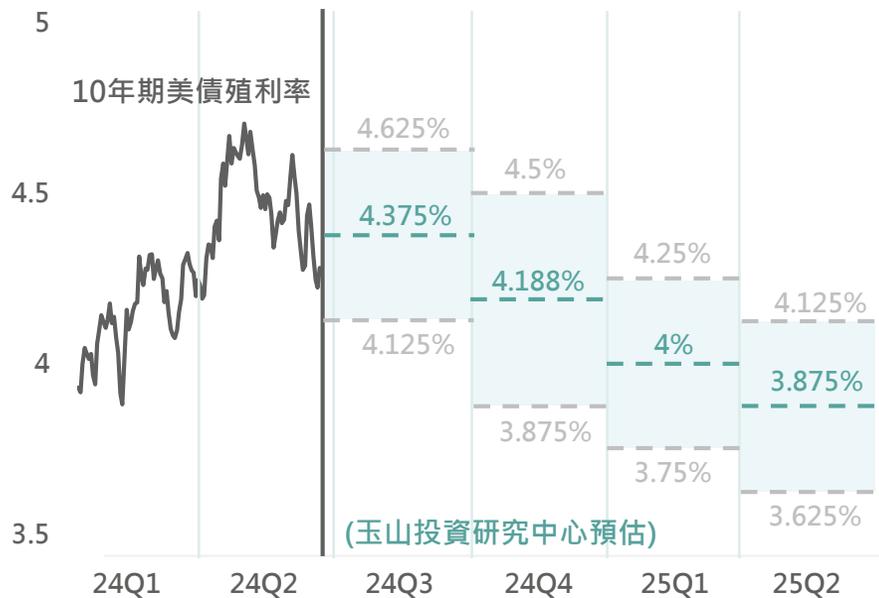
美元美債

推估下半年殖利率或將反彈後回落 美元則料仍偏強

- 考量美國通膨於下半年仍潛在僵固性，評估美債殖利率於Q3或存反彈空間；而目前評估Fed於年內尚有1-2碼降息空間，故料Fed將於9月啟動降息(2碼情境)或釋出即將啟動降息之訊號(1碼情境)，料屆時在市場預期的領先效應下，美債殖利率將有望再轉為下行。若參考各機構對10年期美債殖利率之預估，對2024H2之預估多落在4.3%水準，2025H1則約為4.2%；整體而言，殖利率展望呈穩定之緩步下行格局。
- 另外在美元方面，儘管美國經濟數據於2024上半年末初現轉弱跡象，預料美國經濟動能於2024H2將略趨降溫；惟考量Fed於短、中期之貨幣政策基調仍是以維持利率為主，故推估2024H2美元表現仍將相對偏強，料待Fed啟動降息後至明年上半年，美元則將漸趨轉弱。

10年期美債殖利率走勢預估(%，左)/各家機構對10年期美債殖利率預估(%，右)

殖利率或於Q3存反彈空間，其後則料隨Fed啟動降息逐步走降



機構	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
彭博	4.3	4.2	4.1	4.0
美銀	4.3	4.4	4.3	--
高盛	4.3	4.3	4.3	4.2
小摩	4.5	4.4	4.2	4.0
巴克萊	4.7	4.6	4.6	--
大摩	4.3	4.1	3.9	3.8
玉山投研 (中位數)	4.4	4.2	4.0	3.9

資料來源：Bloomberg, 各投銀機構 (2024/06/18) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

總經環境展望與美元走勢推估

綜合評估美元H2或偏強整理，明年料再趨於走弱

展望	2024H2	2025H1
經濟	增長動能略降溫	觸底後重新回升
通膨	表現或較僵固	或再進一步下行
利率	或震盪回升後轉下行	延續緩步下行
美元	或仍相對偏強	或漸趨轉弱

資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

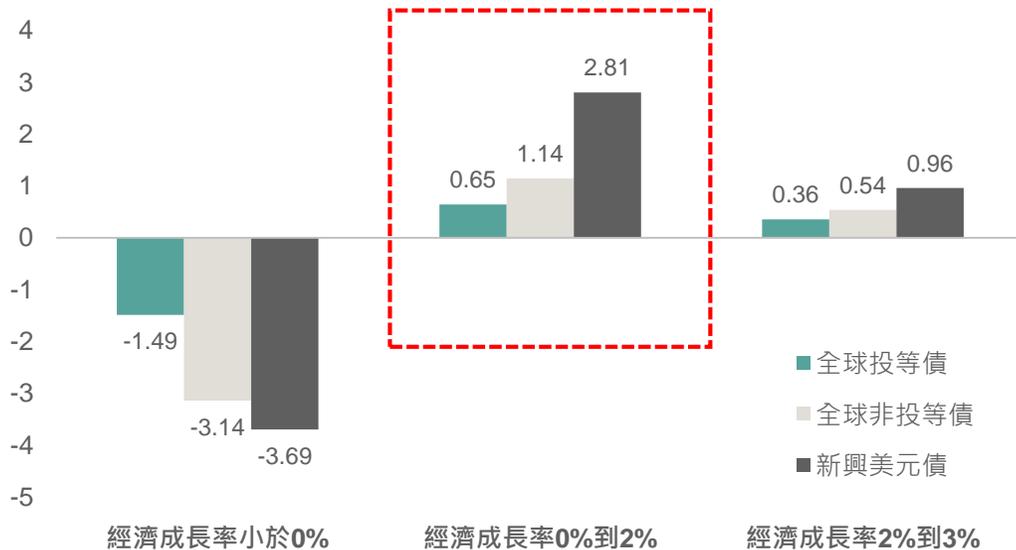
總體債市

經濟溫和增長有利投資債券 息收仍為主要收益來源

- 統計1997年以來，各債種在美國不同經濟增長率下之平均超額報酬，顯示各債種多在美國GDP季增年率介於0至2%之間時，超額報酬最高，反映當經濟處溫和增長時，信用債除保持財務體質穩健，能較公債提供更高報酬外，並有固定收益特性，降低此時期股市投資波動；近期美國經濟存些微放緩跡象，但年至今仍保持韌性，**市場對今年有望達成軟著陸或金髮女孩可能提升，預期此經濟環境將有利債券投資。**
- 年初至今市場對Fed降息預期持續減少，使今年債券報酬主要仍以息收為主，考量後續經濟保持韌性，債券違約率大幅攀升風險偏低，**可以殖利率較高之債種為主如非投等債，隨Fed年內降息預期逐漸明朗，再適度拉長債券存期，以享有較高資本利得空間。**

各債種在不同美國經濟成長情況下的超額報酬(%)

主要債種在美國經濟成長率0到2%之間表現較為優異



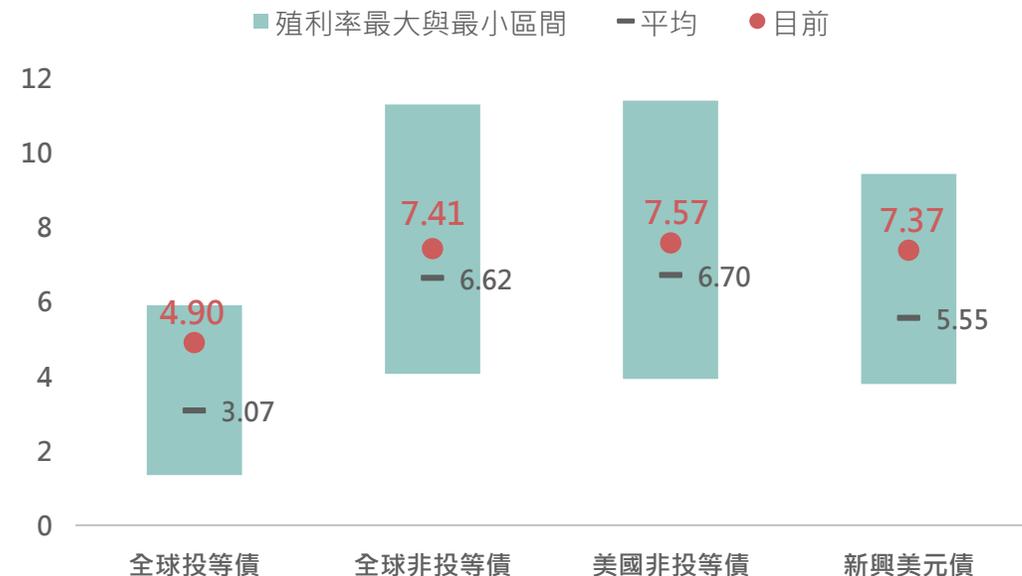
註：資料期間為1997年至2024年第一季；經濟成長率採取季比年化資料；超額報酬為信用債券與相同天期公債報酬相減

資料來源：Bloomberg (2024/06/15) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

各債種殖利率分布

各主要債種殖利率仍高於2010年至今平均水準



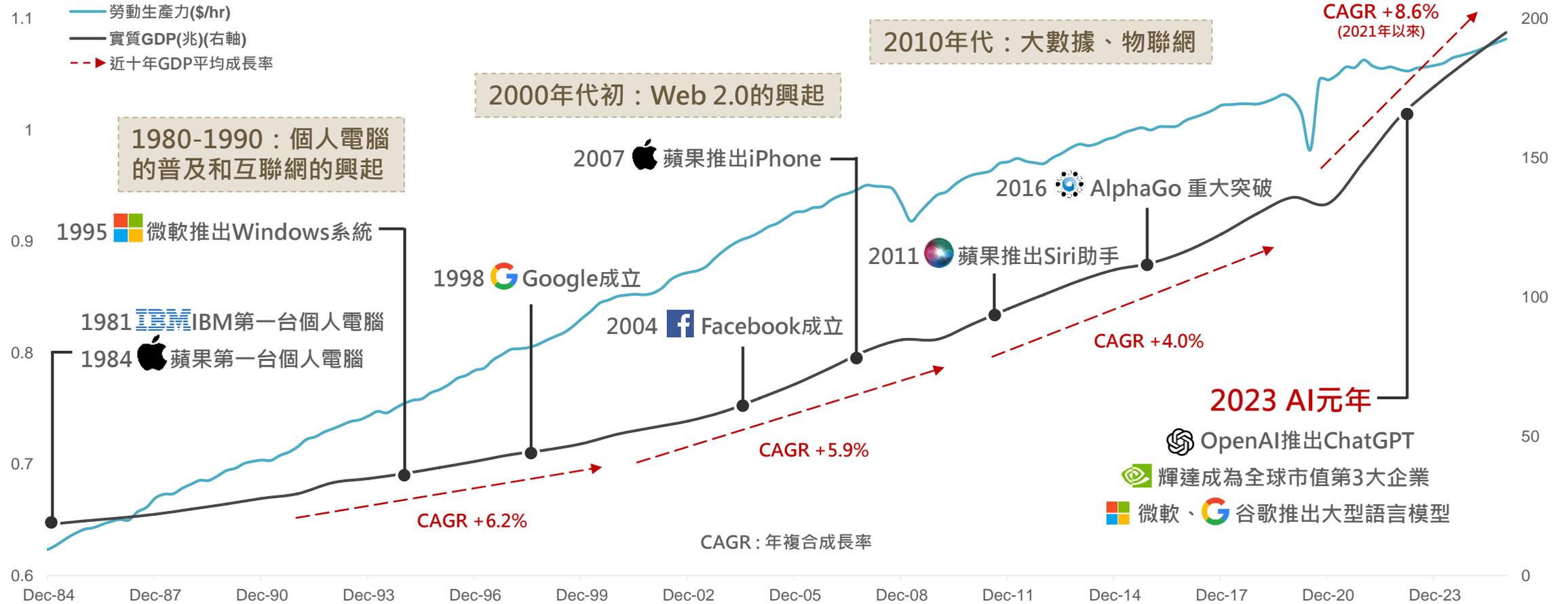
資料來源：Bloomberg (2024/06/18) · 玉山整理

科技革命

科技革命加速帶動全球經濟 下一步將進入AI時代

全球勞動生產力及實質GDP歷史走勢/科技發展重要時點

2000年以來互聯網技術革命推升全球經濟發展，2020年進入人工智能新時代或將進一步加速發展



資料來源：玉山整理 (2024/05/27)

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

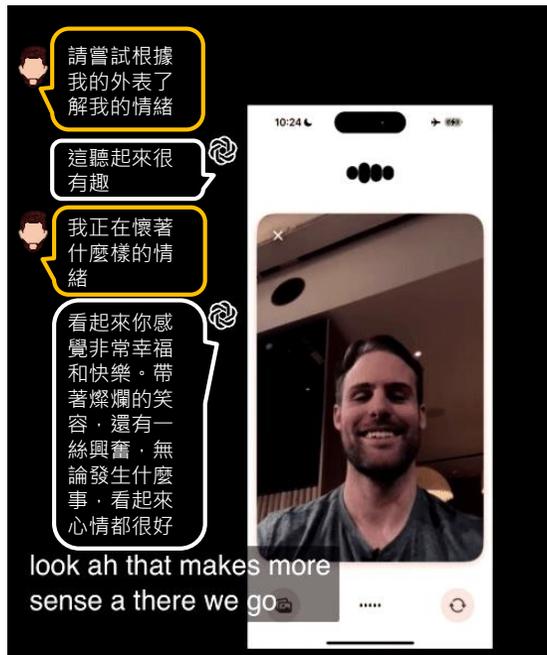
AI展望

軟體應用大躍進 AI投資氛圍逐步擴散至終端產品

- 自ChatGPT以來，雲端業者積極增添AI伺服器以求寡占市場，催化AI伺服器相關供應鏈火熱投資氛圍。而近期科技巨頭公布之生成式AI應用能力大幅躍進，再度顛覆市場對於AI認知及想像，使AI投資氛圍有望自AI伺服器(B2B)擴散至終端AI產品，如AI手機及AI PC (B2C)。如Apple將與OpenAI合作於下一代iPhone內建AI功能、微軟內建Copilot功能於新一代AI PC當中，故AI終端裝置將為下半年關注焦點。
- AI產品市況而言，伺服器供不應求料將延續；而在PC換機週期將至之背景下，樂觀展望AI PC所帶動之換機動能及單價提升之雙重挹注；至於手機市場雖已成熟，不過蘋果WWDC引進AI應用，評估Q4新款iPhone將為市場帶來新氣象，並帶動科技供應鏈延續強勁走勢。

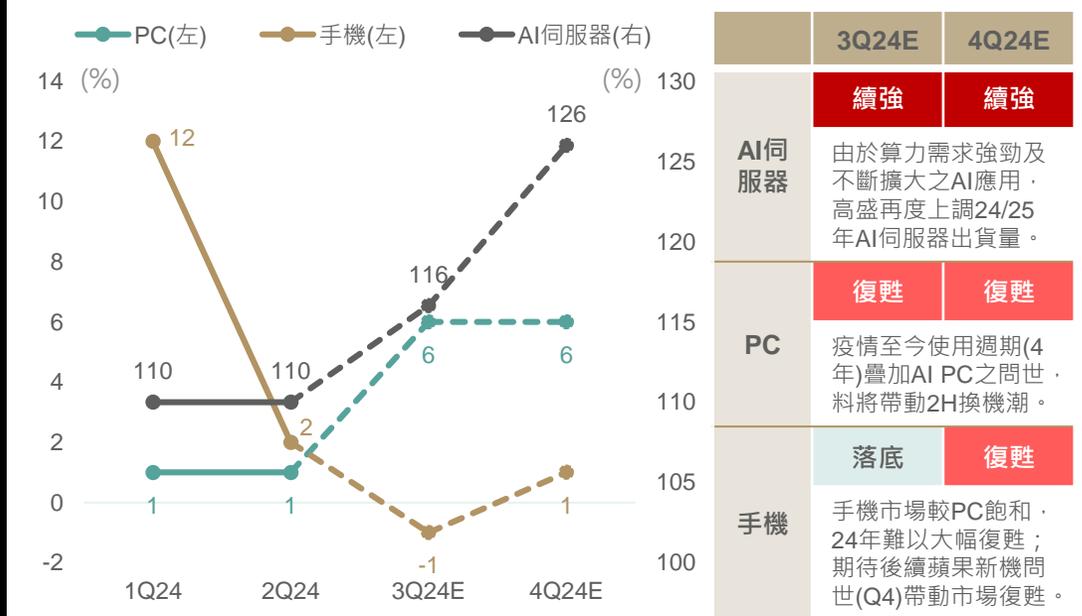
近期科技龍頭所推出AI軟體及功能 / GPT-4o短時間辨識臉部情緒

公司	OpenAI	Apple
推出軟體	GPT-4o(omni)	Apple Intelligence iOS18 (與 OpenAI 合作)
新穎應用	<ul style="list-style-type: none"> 即時對話翻譯 透過視覺與語音和AI對話 	<ul style="list-style-type: none"> Siri可配合不同程式穿梭使用 生成圖片、電話摘要
強化功能	<ul style="list-style-type: none"> 視覺音頻理解 接近人類對話的反應時間 	<ul style="list-style-type: none"> 內建系統在設備上獨立運行 語言編輯影片及照片



預估終端電子產品出貨量年增率及敘述

AI 伺服器動能延續強勁且出貨量再度上修 / PC H2看俏 / 手機料Q3落底



資料來源：OpenAI, Apple (2024/06/13) · 玉山整理

資料來源：Goldman Sachs (2024/06/12) · 玉山整理

AI機器人帶動工業革命 科技股長多格局料仍處初期

- Computex展會中，輝達執行長黃仁勳表示：「未來所有工廠都會變成機器人工廠」，評估**AI機器人將為製造業帶來下一波工業革命**。有別於一般工廠之自動化設備，在AI持續演進下，AI機器人將配備各種感測器，傳送目標物件及環境之大量數據，並透過AI進行資料之訓練及推論，以**模擬、預測，最後做出更明智之決策**。因此，評估在AI機器人產業中，**感測、AI運算、工業自動化有望成為市場聚焦產業**。
- 整體而言，AI正引領未來科技甚至各產業之發展，目前僅在數十年循環初期，據AMD執行長蘇姿丰預估，**未來五年年成長率應可輕鬆超越50%**，且涵蓋範圍將遍地開花，自AI伺服器、PC、手機，至未來將著重發展之機器人，料**無所不在之AI應用將助科技類股延續長多趨勢**。

AI機器人應用流程

黃仁勳：「未來所有工廠都會變成機器人工廠」，感測、AI運算、工業自動化為AI機器人帶來下一波投資浪潮



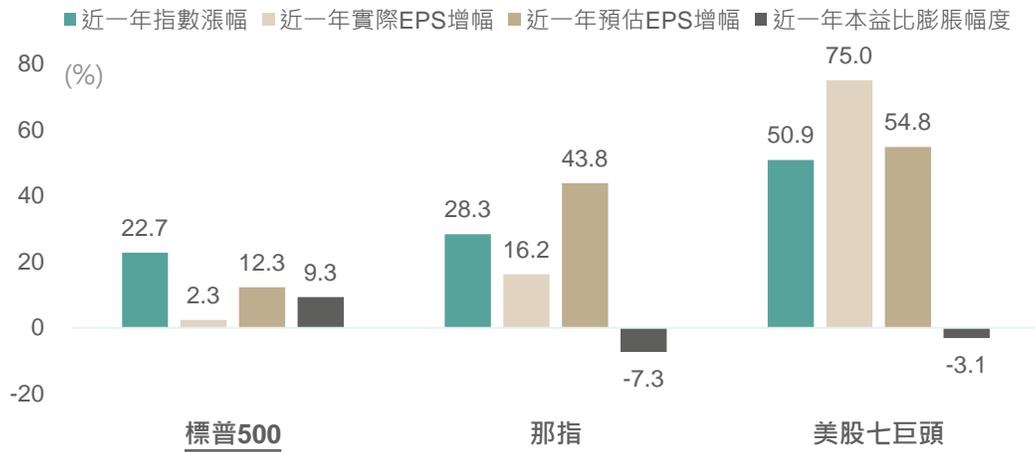
資料來源：Nvidia (2024/06/13) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

科技股獲利成長帶動股價 評價仍合理 料多頭持續

- 自去年5月AI龍頭輝達大幅上調全年財測起，近一年標普500/那指/美股七巨頭指數分別上漲22.7%/28.3%/50.9%，觀察實際獲利(EPS)，分別成長2.3%/16.2%/75%，顯示**大型科技股受惠AI程度較高，獲利成長幅度巨大，故股價上漲主要原因係獲利所帶動**。展望後市，除七巨頭獲利持續高速成長外(預估EPS增幅: 54.8%)，科技股(那指)受AI外溢幅度大，使得預估EPS增幅達43.8%，並帶動預估本益比降回近五年均值水位。故**即使Q2那指屢創新高，評估在AI商機將擴散至更多科技股，使未來獲利能夠持續成長之背景下，評價面而言仍屬於合理**。
- 綜上，基本面(AI應用持續擴散、科技股獲利成長)及估值面(本益比約處五年均值)支持下，料那指將震盪上行，宜待逢回修正時長期布局。

標普500/那指/美股七巨頭近一年股價、EPS、本益比年增幅度
即使七巨頭及科技股大漲，由於AI帶動獲利大增，使評價面仍呈現下降

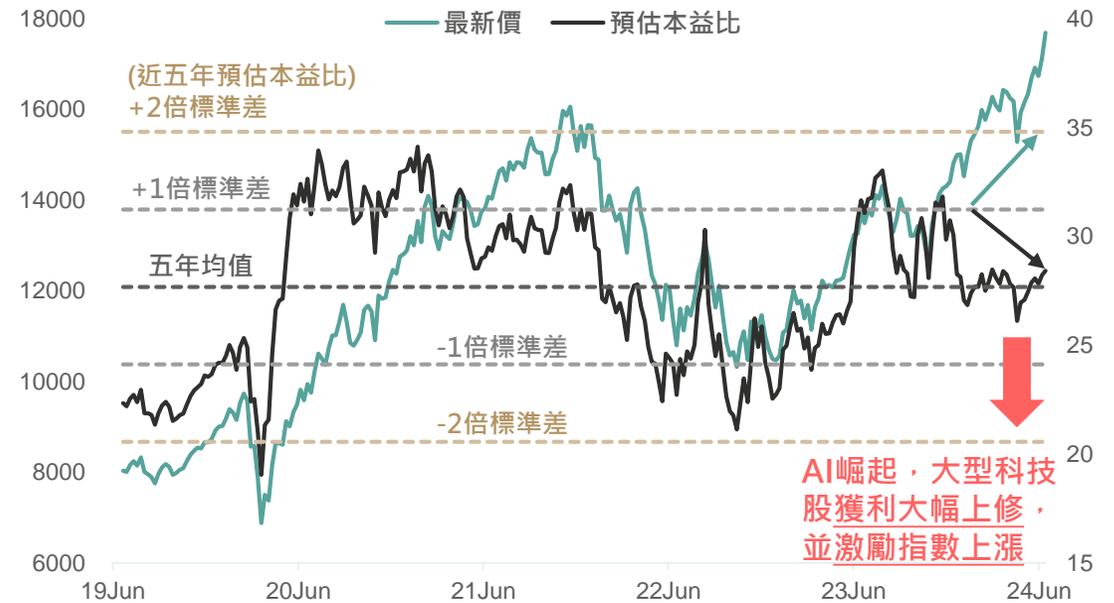


- ▶ 標普500實際獲利及預估未來獲利表現較平緩
- ▶ 科技表現較整體大盤佳
- ▶ 七巨頭實際獲利最強
- ▶ AI外溢提振未來獲利
- ▶ 預估未來成長性最強
- ▶ 以致估值反而呈現膨脹
- ▶ 估值下降(獲利提升)
- ▶ 股價雖大漲，但估值下降

資料來源：Bloomberg (2024/06/14) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

那斯達克指數近五年表現及預估本益比走勢
那指屢創新高，然預估本益比降回五年均值，顯示係獲利(EPS)成長帶動



資料來源：Bloomberg (2024/06/14) · 玉山整理

AI添生技長期獲利 減肥藥及盈餘回升增添股市動能

- 隨Nvidia引領AI發展，專用於生技領域的高性能計算Clara Discovery及與安進合作Freyja平台，已陸續被多間生技公司採用，且整合各生技公司對AI未來助益，**預估2025年將有30%的新藥物將由生成式人工智慧發現生成、到2028年為止將節省700億美元的藥物發現成本**，顯示AI在藥物研發的各個階段都可以顯著提升效率和降低成本，此將為長期生技產業獲利動能提供幫助。
- 短期雖因生技公司獲利未明顯回升，使生技股仍明顯受美債殖利率變動影響，然考量生技健護公司Q1財報公布時多上修全年財測，**添NBI生技指數H2盈餘回升空間**，另外減肥藥需求強勁，包含安進、羅氏等生技公司加入增加市場熱度，**預期將帶動H2生技健護股表現機會**。

各公司透過AI平台運用案例

各公司透過AI加速藥物發現、降低開發風險等效果

運用平台	公司	AI應用領域	預估未來效益
Nvidia Clara Discovery	必治妥 施貴寶	臨床試驗與藥物研發	提高臨床試驗效率，時間減少 30-40%，優化患者篩選，提升治療精確度
	莫德納	mRNA 技術開發	加速 mRNA 疫苗和療法的設計，減少新產品開發風險，提高成功率。
Nvidia Freyja (賦予生命)	安進	藥物發現和開發	運用AI運算，加速實現新藥研發與發現。

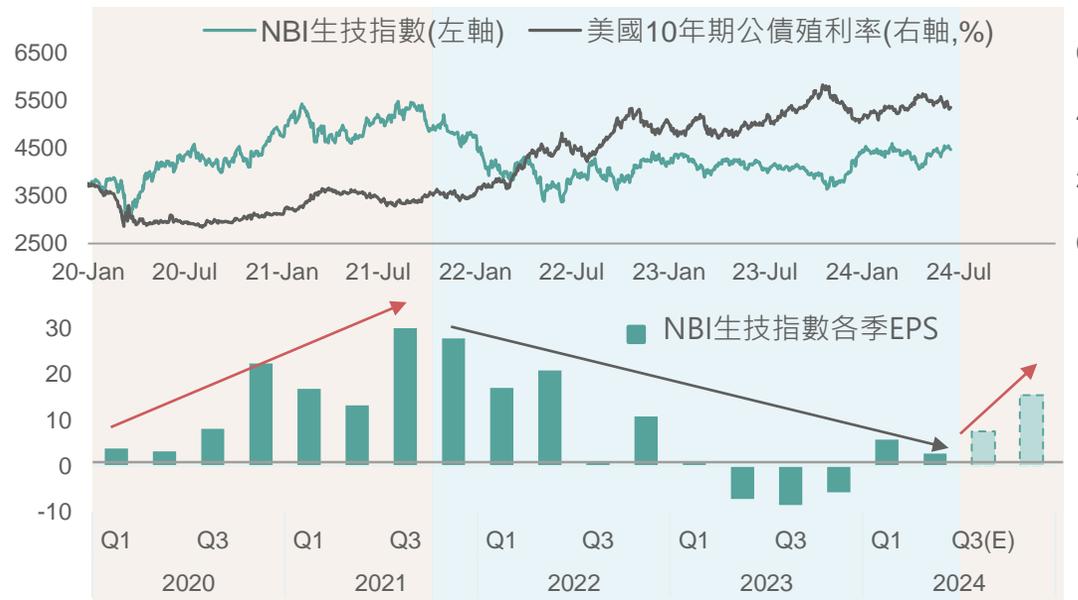


資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

美債殖利率與生技類股走勢(上)/生技股盈餘預估走勢(下)

隨生技公司下半年企業獲利復甦，美債殖利率對生技類股影響有望淡化



資料來源：Bloomberg (2024/06/18) · 玉山整理

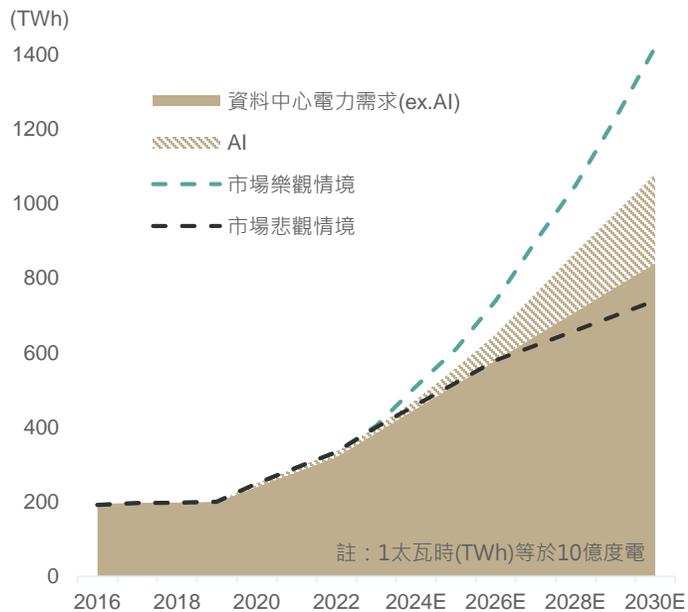
AI用電

AI加速發展促全球擴大投資 相關用電需求顯著增長

- AI議題延燒，帶動各大科技公司擴大建置運算及資料中心，其**AI發展也隨之帶來用電需求的推升**，高盛預估10年內全球資料中心**電力需求將較2023年成長160%**，且平均設置一組AI伺服器的用電量將是一般家庭住宅的20倍。而聚焦應用層面，ChatGPT搜尋所消耗的電量大約是傳統Google搜尋的6至10倍，整體AI人工智能預計至2030年會增加約200太瓦時(TWh)的用電量，並將占資料中心用電需求的20%。
- 在**電力供給方面過去3年複合成長率僅8%**，大幅低於未來電力需求的成長速度，且根據大摩估計Nvidia所推出最新GB200耗電功率將比上一代的H100還要多出250%，皆顯示未來**電力將呈現供需成長不平衡情形**。

全球AI及資料中心電力需求預估

AI熱潮將推升全球科技廠用電需求

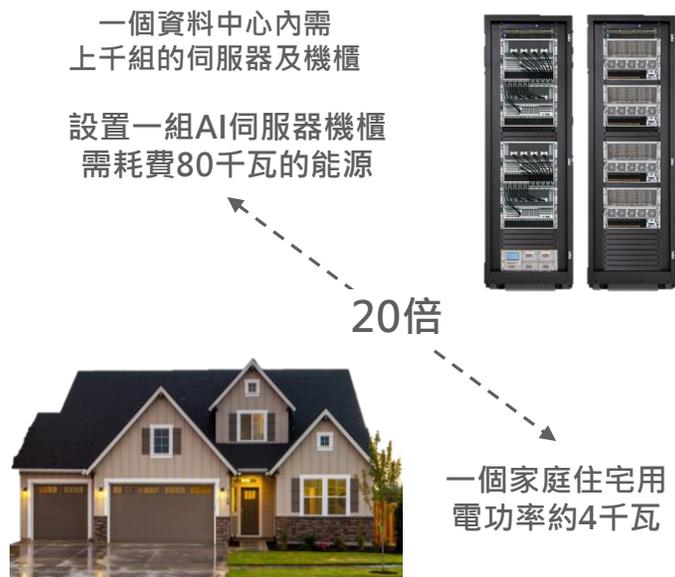


資料來源：Bloomberg (2024/06/13) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

AI伺服器機櫃設置耗電量

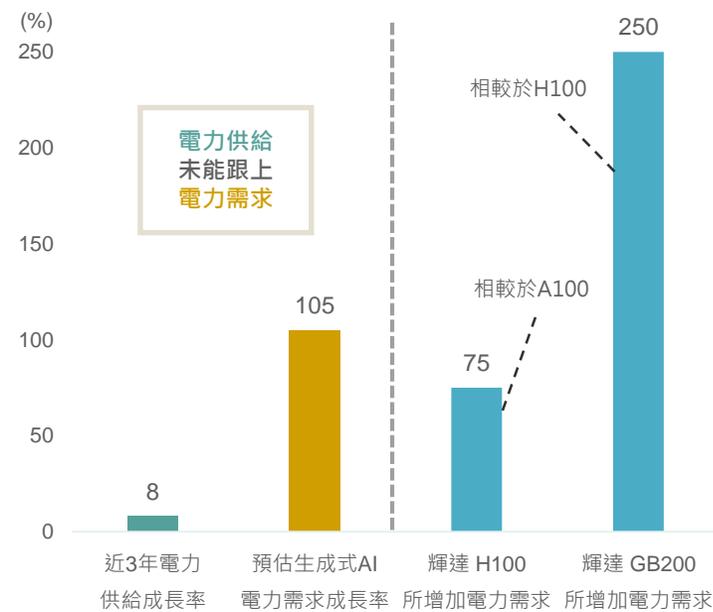
AI應用普及擴大設置資料中心用電量顯著提升



資料來源：Delta, Anewtech (2024/06/20) · 玉山整理

電力供給及相關電力需求成長率

電力供給明顯落後技術革新下之需求



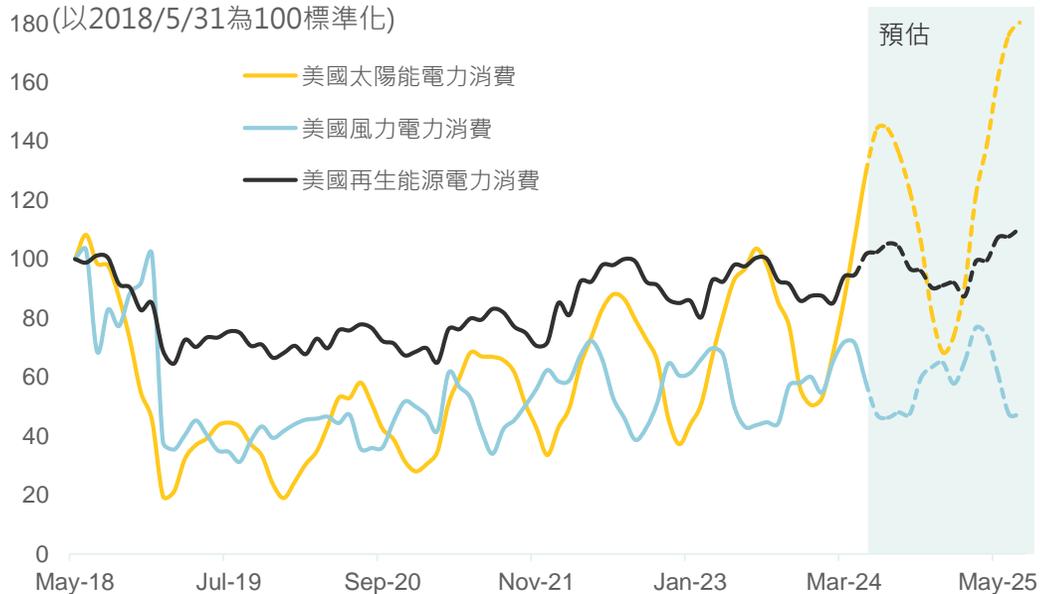
資料來源：Morgan Stanley (2024/06/14) · 玉山整理

用電供需失衡下 對電力公司及電氣設備廠展望樂觀

- 由於整體電量供需趨緊下，再生能源也呈現價量齊漲之現象，太陽能及風力電價近5年年複合成長率分別達5.9%/5.2%，在消費量方面也逐步回到2017年美國對再生能源產業祭出一系列制裁政策前水準，且根據彭博綜合分析師**預估未來一年再生能源消費量將有望持續提升**。
- 為因應電力供不應求狀況，預估未來在公用事業自身資本支出及其他電力需求廠商直接投資將持續增加，而根據高盛估計**未來4年總資本支出將會較四年前大幅增長38%**，並至2030年資本累計支出將高達7,200億美元，**或將帶動發電及輸電等電網相關供應鏈設備需求**。
- 綜上，AI議題延續下用電需求顯著上升，疊加現階段電力供給仍無法負荷，故**下半年對公用事業中電力及電氣設備零件廠持樂觀態度**。

美國再生能源消費量及預估(經標準化)

再生能源也有望受惠於AI，進一步提振用電消費量

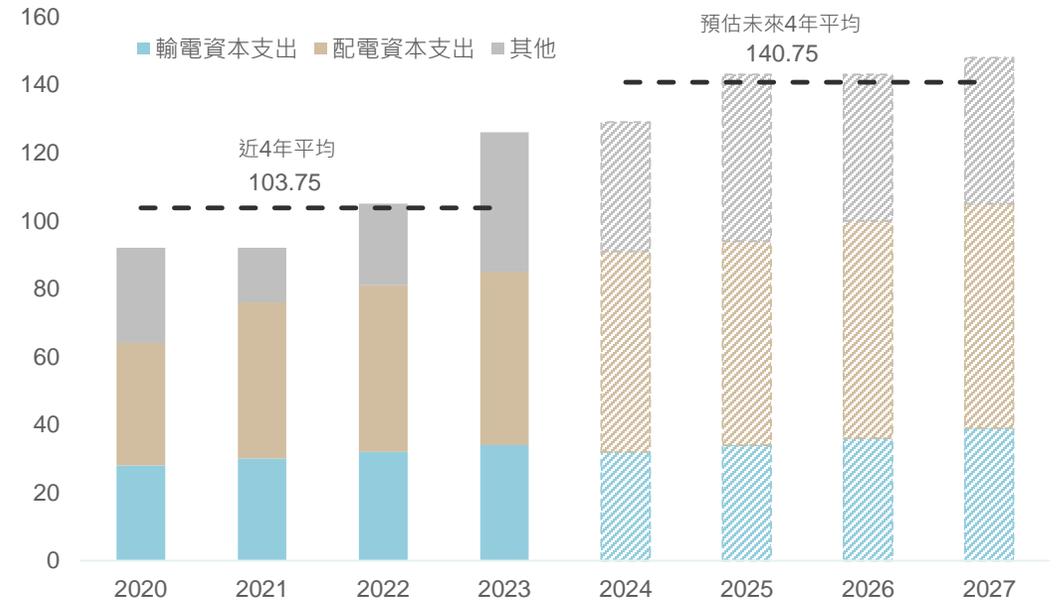


資料來源：Bloomberg (2024/06/14) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

公用事業電力公司資本支出預估(十億美元)

預估未來資本支出提升，或將帶動電網相關供應鏈需求



資料來源：Goldman Sachs (2024/06/17) · 玉山整理

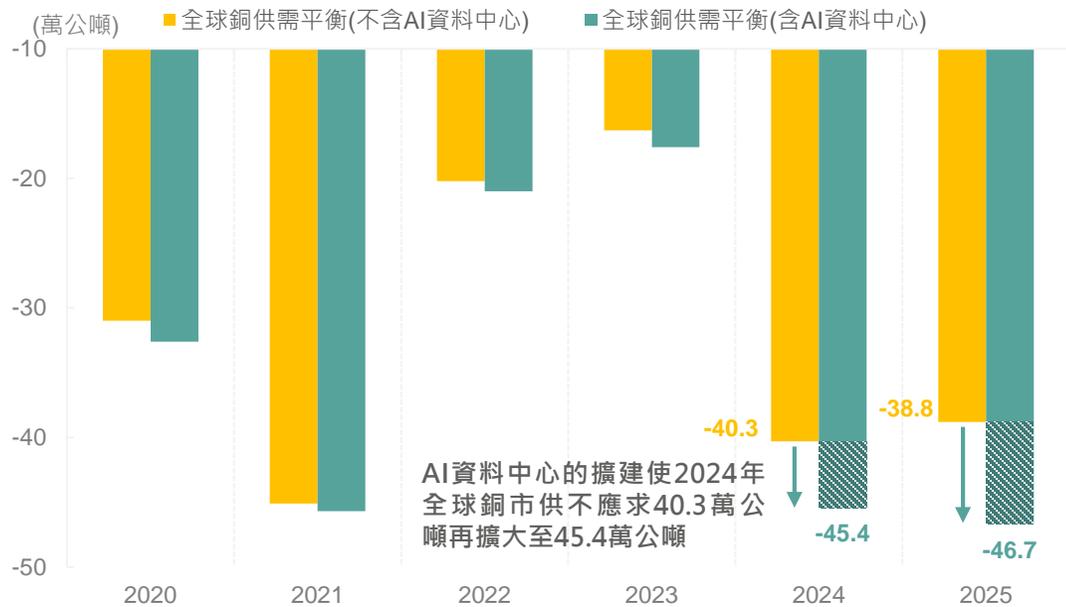
AI銅礦

AI資料中心銅礦需求龐大 銅市供不應求前景浮現

- 伴隨AI浪潮的興起，資料中心的擴建使全球用電需求倍增，根據估算資料中心**每新增1兆瓦的電力容量(Power Capacity)**，須額外使用**20-40公噸的銅礦進行建置**。高盛預測至2025年AI資料中心將使全球銅需求額外成長近8萬公噸，促使全球銅供需赤字再擴大至46.7萬公噸。
- 供給端而言，從去年12月開始便有許多的大型礦業公司因為政治風險或開採問題，正不斷下修2024年往後的銅礦生產指引，觀察目前主要銅礦商對2024年產量預估較去年初已下修約80萬公噸，料短期內銅礦供應短缺議題或將延續。
- 綜上，**AI資料中心用銅需求倍增**，疊加當前全球銅礦商面臨供應短缺下，說明銅市供不應求景況正逐步浮現，樂觀看待相關類股表現。

全球銅市供需平衡表 (數值小於0表供不應求，大於0表供過於求)

AI資料中心對於銅礦需求將促使未來全球供需赤字再擴大

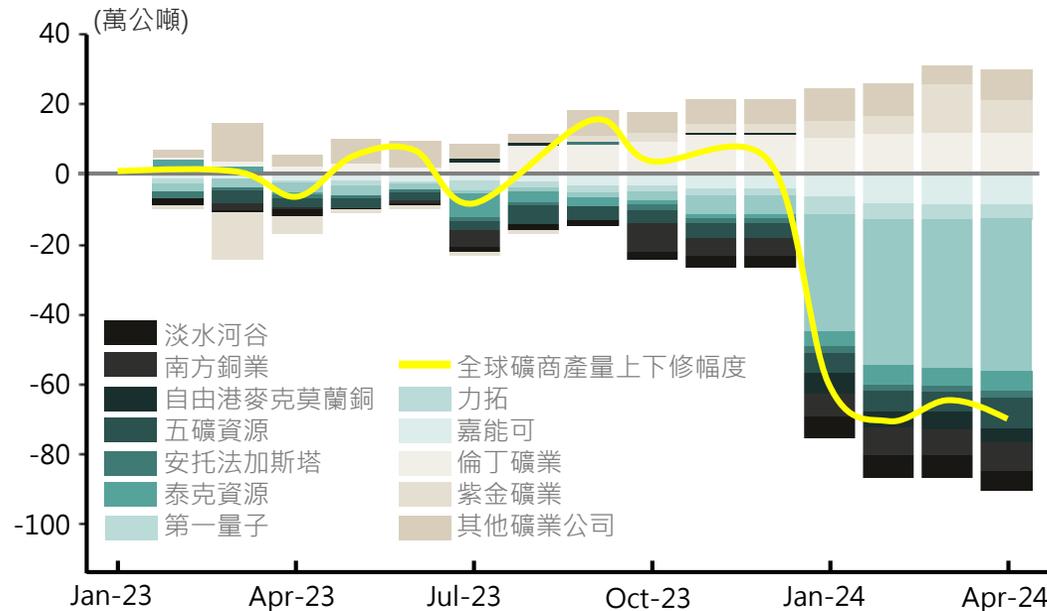


資料來源：Goldman Sachs (2024/05/03)，玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

全球銅礦商銅礦生產指引變化幅度

年以來主要礦商銅供應量較去年1月指引下修幅度已達80萬公噸



資料來源：Goldman Sachs (2024/05/03)，玉山整理

AI推手

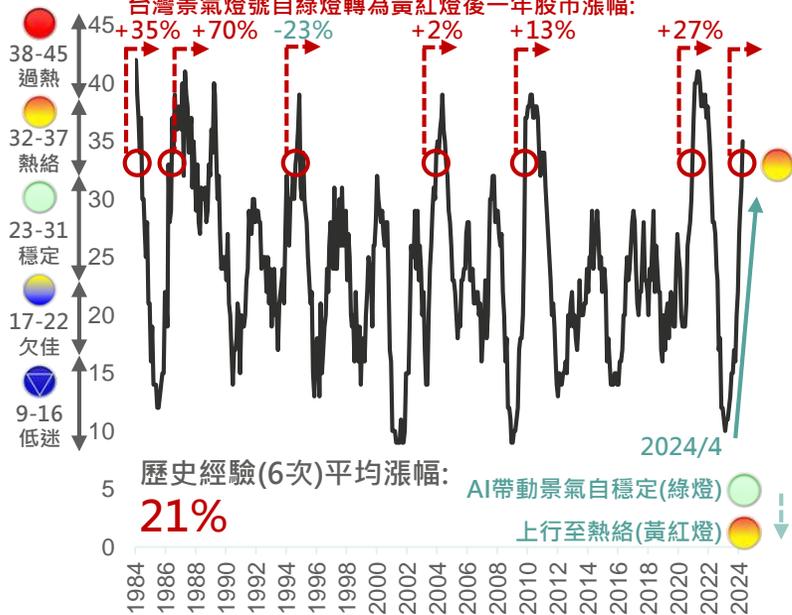
AI推升台灣景氣至熱絡 評價面較全球指數仍具優勢

- 受惠AI需求持續擴增，台灣出口連七月正成長(5月出口年增率:3.5%)，其中AI產品出口續強勁，促出口細項中**資通訊產品年增率延續高檔(62.4%)**。AI浪潮延續，帶動台灣生產、機械、電機設備等指標呈現上行，使得4月景氣燈號由前期之綠燈(景氣穩定)上升至黃紅燈(景氣熱絡)，**統計歷年來景氣燈號自綠燈轉為黃紅燈後一年台灣加權指數漲幅平均達21%**，顯示股市仍具上行潛力。
- 另外，觀察台灣AI類股實際本益比及預估本益比皆較全球AI龍頭低；疊加**台灣加權指數與主要國家及科技指數相比，亦處於較低水位**，**評價面未過高**，而科技類股權重卻與美國那指相近，故在AI浪潮持續席捲之下，台股後續仍有估值擴張機會。

台灣景氣燈號走勢

受惠AI需求擴增，台灣景氣燈號已上行至黃紅燈

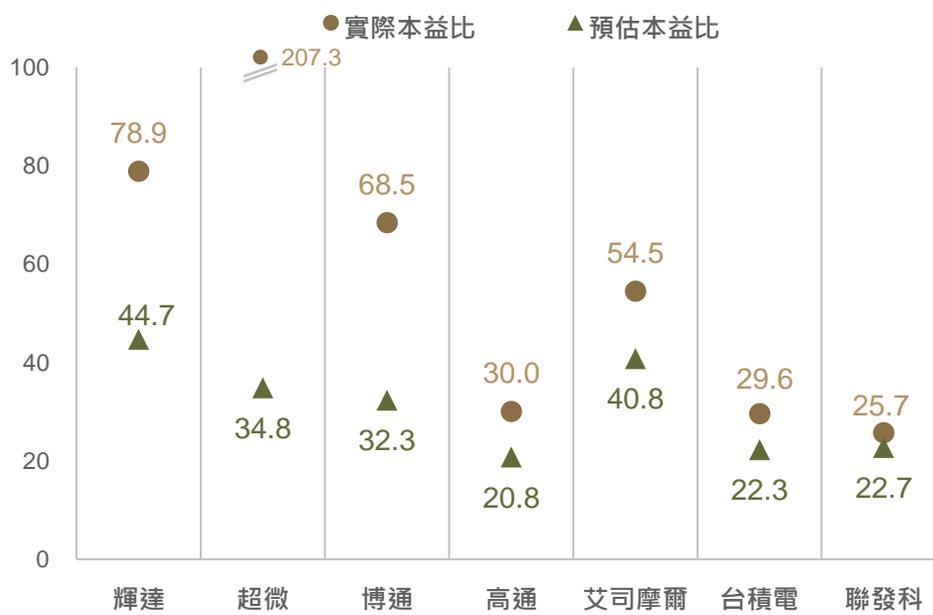
台灣景氣燈號自綠燈轉為黃紅燈後一年股市漲幅：



資料來源：國發會 (2024/05/27) · 玉山整理

AI硬體巨頭本益比 / 主要科技指數本益比及科技股權重

台股無論AI个股或整體股市，與全球AI龍頭个股或指數相比之下皆具評價面優勢



資料來源：Bloomberg (2024/06/18) · 玉山整理

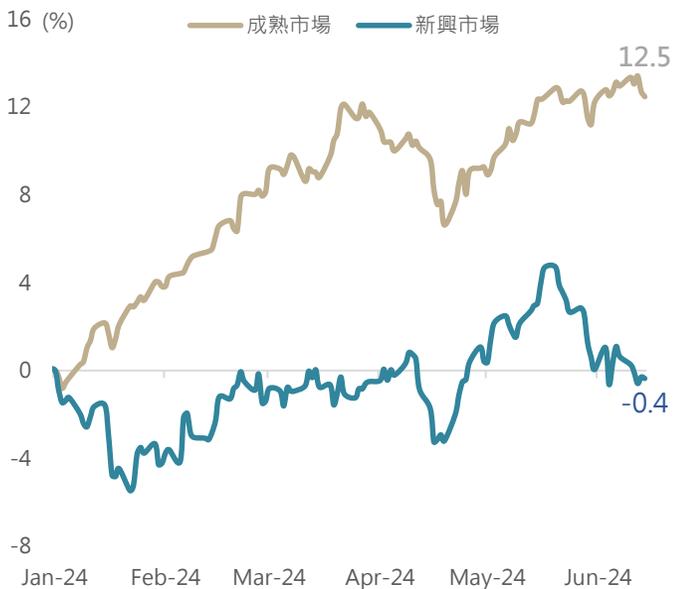
	實際本益比	預估本益比	科技股權重
台灣加權指數	24.4	18.7	69.2%
日經225指數	24.6	21.0	23.6%
美國標普500	24.1	21.3	42.2%
美國那斯達克指數	38.3	28.9	68.4%
美國費城半導體指數	39.7	30.5	100%

新興市場

整體新興市場表現欲振乏力 著眼布局個別利基市場

- 觀察年至今成熟與新興國家股市走勢，除中國在改革政策相繼推出後表現較突出外，新興市場表現普遍落後，主因在於上半年受金融緊縮情勢(Fed降息時點延後)、地緣政治衝突事件、多國選舉結果不如預期等負向因子影響下，資金持續流出新興國家股債市場；**儘管近期資金外流狀況有所緩解，以及通膨緩步下行，但為維護本地貨幣匯率之穩定性，各國央行對貨幣政策態度仍持較保守口徑。**
- 展望後市，機構對整體新興市場經濟基本面維持較樂觀看法，下半年通膨有望續放緩且經濟成長率逐步料回升至3%之上，**評估將提供新興市場下半年支撐，惟新興市場仍須等待成熟央行政策轉趨寬鬆後的外資回流動能，故投資新興市場將更側重個別新興市場之利多。**

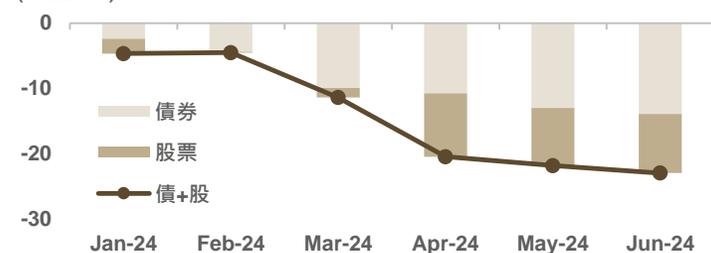
新興市場與成熟市場股市年至今表現比較
成熟市場股市表現仍優於新興市場



資料來源：Bloomberg (2024/06/16)，玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

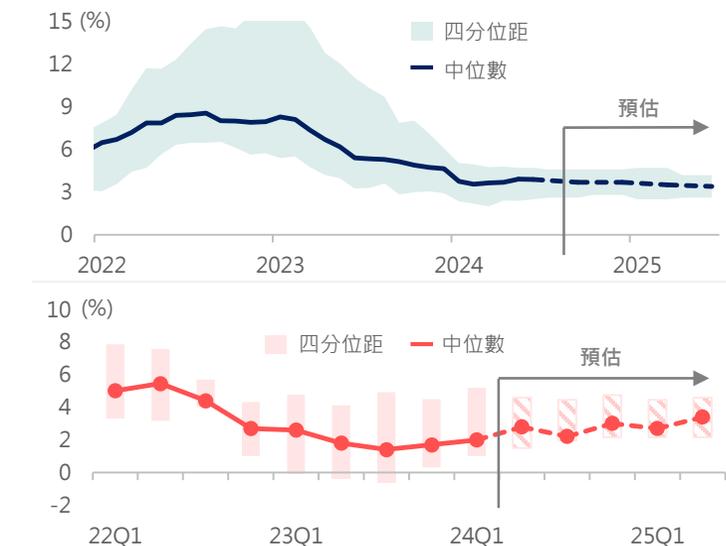
新興市場資金流向(上)/近期央行態度(下)
資金持續流出新興市場，且央行政策態度仍偏保守



國家	日期	近期央行資訊整理
墨西哥	5/9	服務通膨具黏性且Fed持謹慎態度，維持利率不變
菲律賓	5/16	通膨存上行壓力，維持基準利率6.5%，但態度轉鴿
印尼	5/22	為穩定匯率及防止資本外流，維持基準利率6.25%
智利	5/24	預期年底通膨存上行可能，放緩降息節奏
印度	6/7	經濟強勁且通膨存上行壓力，維持基準利率6.5%
秘魯	6/13	儘管通膨下滑，但為穩定匯率選擇暫停降息

資料來源：Bloomberg (2024/06/16)，玉山整理

近3年新興國家通膨(上)及經濟成長(下)趨勢
機構預估新興國家通膨持續放緩、經濟成長回升



*圖表數值包含中國、印度、巴西、南非、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯、捷克、匈牙利、波蘭、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國。

資料來源：Bloomberg (2024/06/16)，玉山整理

AGENDA

2024H2

投資市場展望

01

市場回顧

02

投資主軸

03

個別市場展望

04

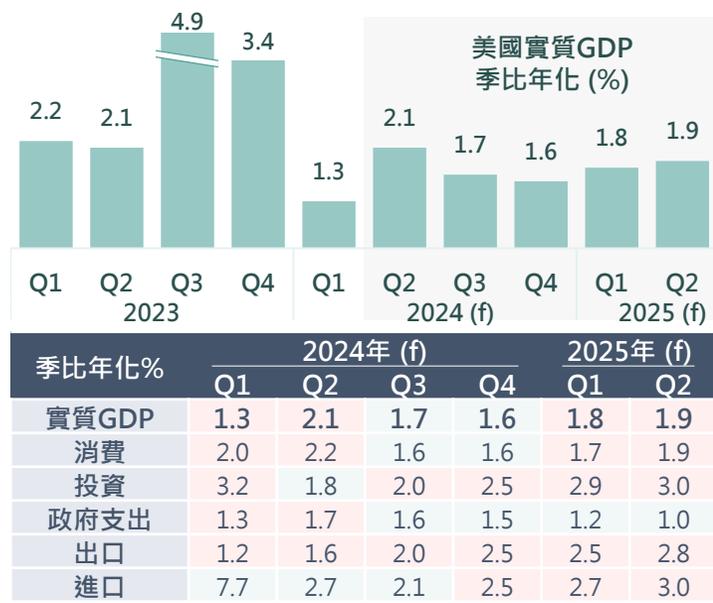
投資建議

美國經濟或於下半年調整步伐 長期擴張週期料延續

- 綜觀美國上半年之經濟數據表現相當強健，其實質GDP季比年化成長率於Q2料達2.1%；惟**美國通膨仍然偏高且較為僵固**，**Fed高利率政策之限制效果亦存在滯後性**，觀察零售銷售數據於上半年末亦初有放緩現象，故評估美國2024下半年之經濟增長動能將略趨降溫。
- 然以長期角度而言，預料美國之經濟擴張週期仍尚未結束；觀察整體企業存貨年比已自高點約20%降至0.7%，顯示企業存貨已降至較健康之水準，且若參考ISM製造業PMI歷史數據，推估目前製造業仍處落底後重返擴張之階段，而**預期隨製造業重返擴張，供應鏈亦有望重啟存貨回補行情**。綜上，雖評估美國經濟動能將於2024下半年間放慢腳步，惟料**長期之擴張週期仍尚未結束**，故仍可正面看待後市發展。

美國實質GDP及其細項季比年化預估

美國經濟增長動能料於2024H2落底後再轉回溫



資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

美國ISM製造業PMI及企業存貨年比變化

美國企業存貨去化告一段落，製造業週期料觸底回升



資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

標普500指數近1年日線圖



資料來源：StockCharts.com (2024/06/17) · 玉山整理

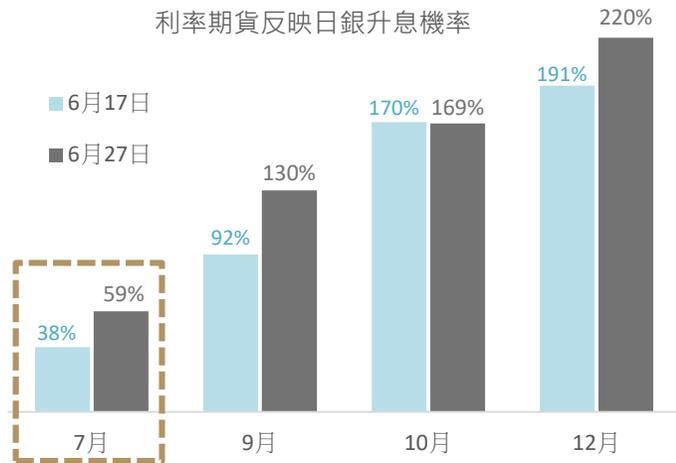
日銀放鴿壓抑今年日圓表現 惟後續料仍具回升空間

- 受3月以來日銀會議鷹派程度接連不如市場預期，壓抑日圓貶值，市場做空情緒濃厚下(CFTC期貨淨空頭創2007年最高)，日圓貶破160。
- 不過今年6月日銀會議上植田和男表示將觀察經濟數據，不排除7月升息可能性，且若日圓加速貶值將加快採取行動，而近期日圓貶勢再加劇，評估日銀提前升息阻貶的可能性升溫，且7/1公布最新短觀報告，日本企業對未來前景轉趨正向，經濟回升亦強化日銀升息(7月)可能性，料日銀有望於Q3啟動升息，另一方面美國於Q3-Q4至少降息1碼，故評估近期日圓弱勢整理後，Q3-Q4有望轉趨回升。
- 此外，觀察過往美日公債利差與日圓走勢趨勢一致，而目前美日公債利差已回落，惟日圓仍續貶值，待後續回歸基本面，預期明年日圓仍具升值空間。

日銀官員談話及利率期貨隱含升息機率

植田和男 (6/14)	外匯對通膨影響正加劇，若日圓貶值過快，央行將加快做出回應。
鈴木俊一	密切關注匯率，將在必要時採取適當措施

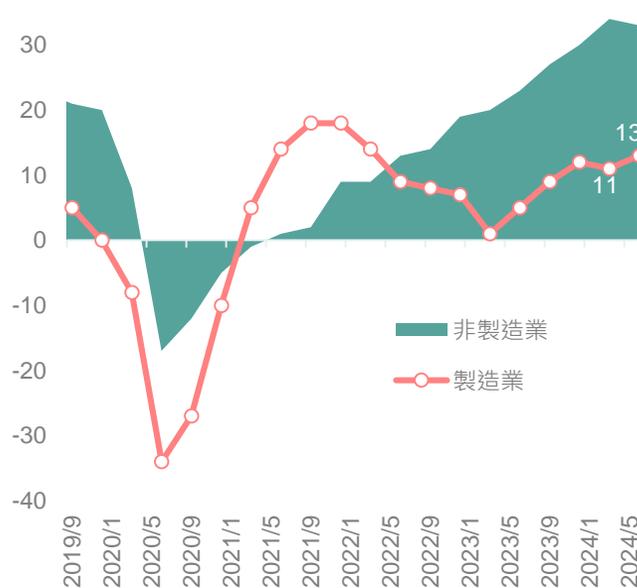
利率期貨反映日銀升息機率



資料來源：Bloomberg (2024/06/27) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

日銀短觀大型製造業及非製造業信心



資料來源：日銀短觀報告 (2024/07/01) · 玉山整理

美日公債利差及USD/JPY走勢及預估



資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

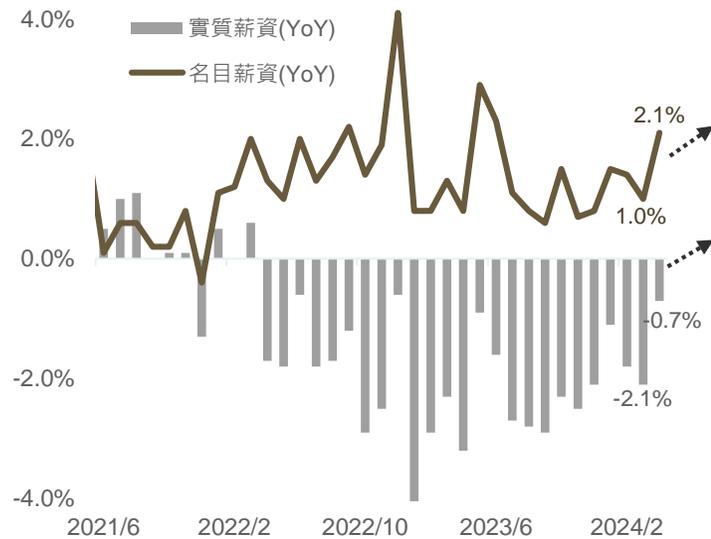
日本

薪資回升有望提振消費 料下半年日股先盤整後上漲

- 日股於今年3月創高後因:(1)經濟復甦不如預期(匯率貶值壓抑國內消費、汽車暫停出口使Q1 GDP年減2%)，疊加(2)日圓疲軟對日銀提前升息穩匯的不確定性使日股表現相對落後，而6月會議日銀行長釋出偏鷹言論，**日銀7月提前升息的貨幣不確定性未消下或添短期震盪**。
- 惟展望下半年，預期日本經濟有望隨工資調漲逐步回升，近期公布4月人均薪資年增2.1%，增速較3月(1.0%)加快，顯示今年春鬥薪資談判已漸反應於工資中，隨中小企業薪資談判陸續完成，後續**薪資還有成長空間，收入增加有望帶動因日圓疲弱抑制的內需動能**。此外政策方面，受益於**日本企業治理改革，公司回購股票金額持續增加**，且據摩根統計，目前日本企業帳上還有約40%淨現金比例，有望用於企業成長投資或股票回購空間，且在上半年弱勢日圓下，或支撐**Q2出口企業獲利上修可能性**。綜合以上，料支撐日股下半年盤整後上行動能。

日本實質薪資成長率走勢

日本4月名目薪資及實質薪資皆較3月明顯回升



資料來源：Bloomberg (2024/06/18) · 玉山整理

日本上市公司股票回購額(兆日圓)

2024年日本公司股票回購額創高



資料來源：NIKKEI Asia (2024/06/12) · 玉山整理

日經225指數近一年走勢圖



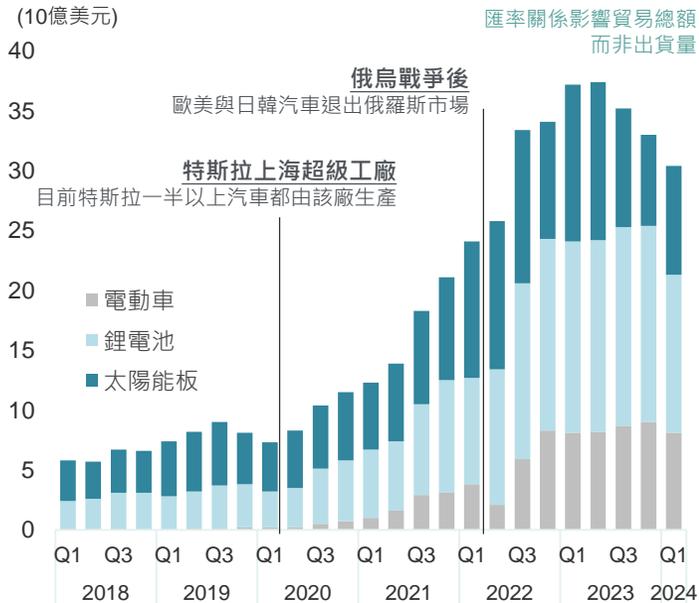
資料來源：StockCharts.com (2024/06/18) · 玉山整理

中國出口回升 惟美歐貿易圍堵下成長動能料受壓抑

- 中國政府補助下中國電動車、鋰電池、太陽能板已達規模經濟，成本優勢使得此些領域位居全球市占第一，然而隨著全球保護主義興起，美歐加強對於中國經濟圍堵，除半導體層面由設備延伸至晶片銷售、先進製程領域之外，近期**美歐皆針對中國出口「新三樣」加徵關稅**。
- 美方制裁方面，中國「新三樣」僅有10%出口至美國，因此評估實質影響較低；但另一方面主要出口地-歐盟亦針對中國出口的電動車課徵27.4-48.1%新關稅，高於原先的10%關稅，且像是特斯拉、雷諾、寶馬等由中國出口的歐美品牌(占比60%)也將受影響。
- 儘管中國出口在海外需求強勁下出現回升，**然美歐貿易圍堵添中國復甦雜音**，雖以總出口角度衡量影響小，但卻使長期發展蒙上陰影。

中國「新三樣」出口趨勢

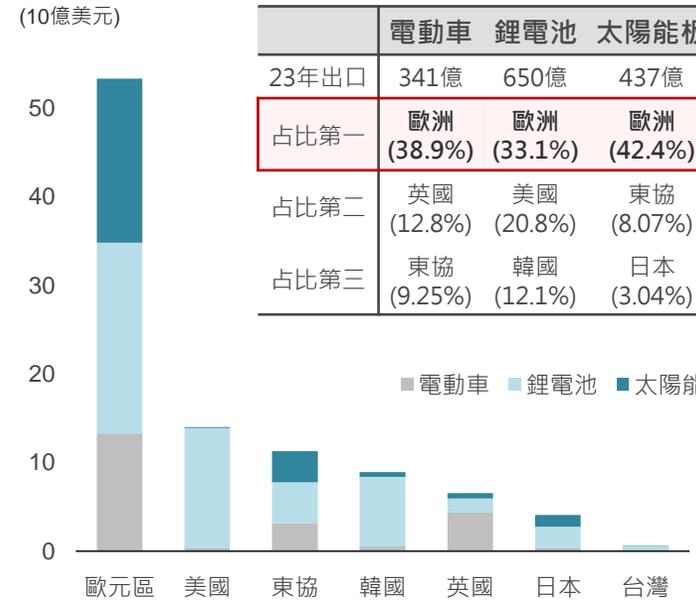
在中國補助下，中國新三樣出口量持續上行



資料來源：中國海關總署 (2024/06/15) · 玉山整理

中國「新三樣」主要出口地

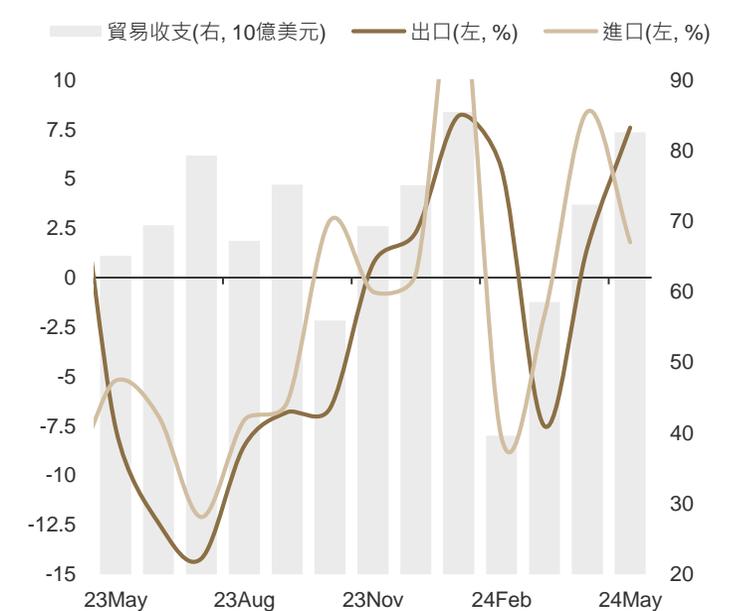
歐洲為中國新三樣主要出口地



資料來源：中國海關總署 (2024/06/15) · 玉山整理

中國進出口數據

中國出口數據在海外需求提升狀況下提速



資料來源：Bloomberg (2024/06/07) · 玉山整理

中國

經濟數據低速成長 下半年復甦仍待進一步政策支持

- **中國5月經濟成績單顯示目前成長整體偏弱**，相比去年，今年5月工作日較少(假期錯位)，導致5月工業生產回落，故剔除影響後，仍對工業生產保持樂觀看法；另一方面，零售銷售呈彈升，但同樣受到假期錯位影響，且房地產價格尚未回穩，仍評估消費維持相對低速增長。
- 至於房地產方面，儘管自4月底以來中國出台了新一輪住房寬鬆措施，此次公布房地產投資依然未有起色，惟好消息是在上海5/27推出房產新政「滬九條」後，上海6月二手房網簽數日已達800套，**將其視為領先指標仍樂觀預期後續房地產政策效果持續發力**。
- 綜上，目前出籠的政策仍未見明顯成效，雖支撐整體經濟維持低速復甦，但進一步提速評估需要額外政策支持，又尤其在消費面上更需要貨幣以及財政政策挹注，因此陸港股布局建議**著眼下半年潛在的各一次降準降息**，可於年線附近介入，**並以港股更為看好**。

中國經濟成績單

製造業及工業維持強勁，房產投資相對較為疲弱

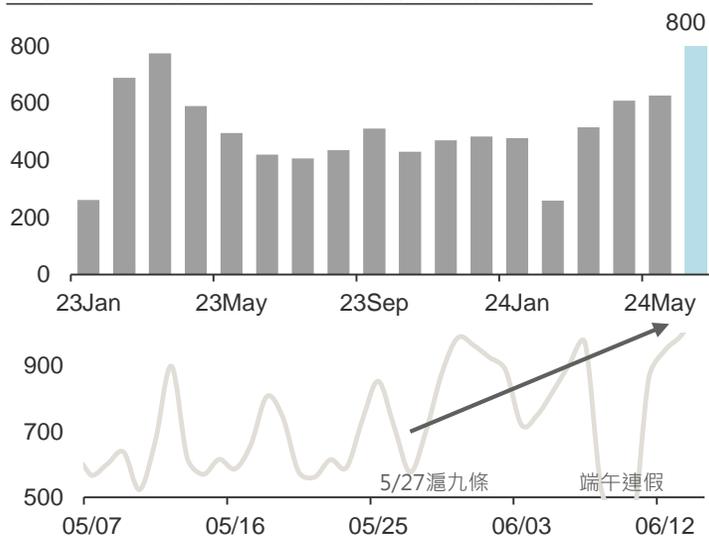
項目	經濟數據	2024年				2023年	
		5月	4月	3月	1-2月	12月	11月
生產	工業生產	5.6	6.7	4.5	6.8	6.8	6.6
	服務業生產	4.8	3.5	5	5.8	8.5	9.3
內需	社消品零售	3.7	2.3	3.1	5.5	7.4	10.1
	固定資產	4.0	4.1	4.5	4.2	3	2.9
	房產投資	-10.1	-9.8	-9.5	-9	-9.6	-9.4
	基礎建設	5.7	6	6.5	6.3	5.9	5.8
	製造業	9.6	9.7	9.9	9.4	6.5	6.3

資料來源：Bloomberg (2024/06/18) · 玉山整理

上海二手房網簽日均套數(上)/每日套數(下)

5/27上海房地產新政實施後網簽數出現提升

* 網簽表示房產簽約後，至房地產相關部門備案



資料來源：Bloomberg (2024/06/18) · 玉山整理

上證指數以及國企指數近一年走勢圖



資料來源：StockCharts.com (2024/06/18) · 玉山整理

服務出口帶動所得成長 內資支持推助印股動能延續

- 印度服務產業占整體出口比重在2014年莫迪上任後從33%成長到45%，除原有資通訊優勢的電腦服務業連年成長外，也因近年眾多科技、金融、顧問等行業的跨國公司在印度設立全球能力中心(GCC)，使專業諮詢服務出口呈現翻倍成長，並提高國內經濟的附加價值，有助帶動所得成長，高盛預估印度未來3年收入超過10,000美元將會超過1億人口以上(現：6,000萬人口)，有望給予未來消費支出動能。
- 資本市場方面，透過系統性統資計畫(SIP)在股票基金投資金額持續走高，5月增加量首度超過2,000億盧比，整體股票基金的國內資金也在今年推動股市延續上行趨勢。展望後市，在基本面及資金面的支持下，保持對印度股市後續正面發展之看法。

近年重要服務經常帳收入及GCC發展狀況 服務出口對印度經濟重要性連年上升



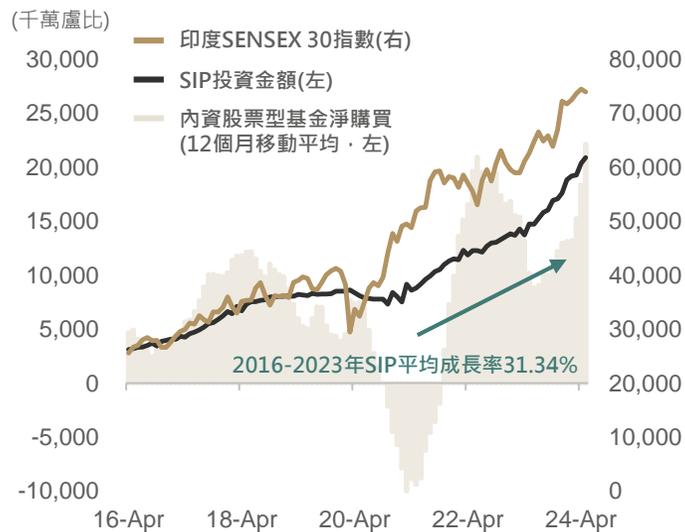
年度	2010	2015	2023
GCC營收(十億美元)	12	19	46
GCC家數	700	1,000	1,580

*全球能力中心(Global Capability Center)：通常由大型企業公司在世界各地建立的後勤單位，提供一系列服務，如研發、IT服務、業務流程外包等。

資料來源：Bloomberg、GS (2024/06/18) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

2016年至今印股走勢及內資每月投資金額 今年以來國內資金持續提供印度股市支持



*SIP：系統性統資計畫為印度投資者小額定期投資共同基金之方案

資料來源：Bloomberg, AMFI (2024/06/18) · 玉山整理

印度SENSEX 30指數近3年週線走勢圖



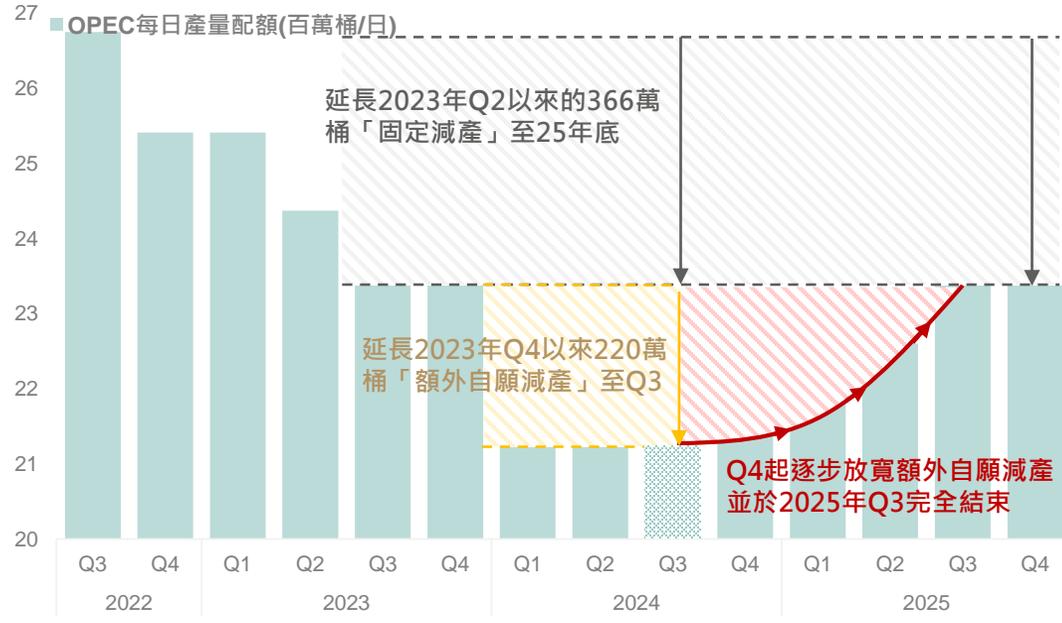
資料來源：StockCharts.com (2024/06/18) · 玉山整理

OPEC+ 自願減產至Q3 全球油市有望轉向供不應求

- 6月初OPEC+決議延長去年Q4以來的「額外自願減產」220萬桶/日至今年Q3，並於今年Q4開始計畫逐步退場；另外，其持續展延去年Q2以來整體組織的「固定減產」366萬桶/日至明年底。整體來說，本輪會議額外自願減產的延長將予以Q3油價有力之下檔支撐。
- 美國能源署(EIA)在OPEC+會議後將Q3全球石油的供應量由每日1.0346億桶下修至1.0301億桶，修正幅度達每日46萬桶，並將原先Q3全球油市可能呈現供過於求每日10萬桶的預測修正為每日供不應求57萬桶(修幅為67萬桶/日)。料整體油市於暑期旺季有望轉向供不應求。
- 綜上，OPEC+減產決策的延續以及暑期油市旺季的寄託，評估短期料為能源類股帶來轉機。

第37屆OPEC+會議產量決策示意圖

維持220萬桶「自願減產」至Q3，延長366萬桶「固定減產」至25年底

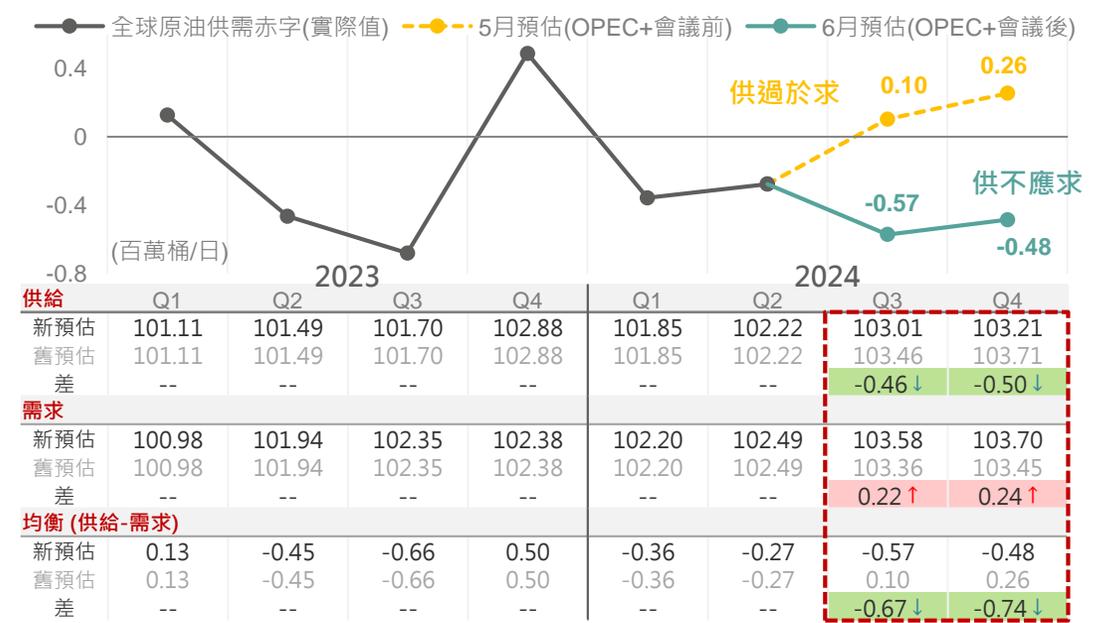


資料來源：OPEC+, Bloomberg (2024/06/04) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

美國能源署(EIA)於OPEC+會議前後對全球油市預估

EIA下修Q3每日石油供給約46萬桶，並預估油市將由供需盈餘轉往赤字



資料來源：EIA STEO (2024/06/11) · 玉山整理

黃金利多因子仍在延續 市場正向看待金價未來走勢

- 全球央行對黃金儲備的需求以及黃金擁有的對沖地緣政治風險特性，讓今年以來黃金一直保持不錯的報酬率。展望下半年，黃金儲備、地緣政治風險對沖仍是黃金的利多因子，加諸隨聯準會緊縮週期邁入尾聲，持有機會成本的下行將為黃金挹注更多上漲動能。
- 綜觀各機構對下半年金價展望仍處看漲階段，**Q3預估中位數為2,400美元，Q4甚至來到2,500美元價位**。而類股方面，市場也為下半年金礦類股EPS進行樂觀預估，Q3之EPS季增率有望達37%，Q4則有望達25%。整體來說，市場與機構均對下半年黃金表現抱持正向觀點。
- 綜上，黃金各項利多因子延續下，評估**長期基本面仍屬良好，樂觀看待年內金價觸及2,500美元價位，並有望帶動整體金礦類股表現**。

世界黃金協會(WGC)統計全球央行黃金淨購買量

自Fed升息以來，全球央行對黃金儲備的偏好發生結構性的轉變



資料來源：世界黃金協會 (2024/05/14) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

全球主要金礦商EPS與黃金現貨價格與預估

市場與各大投研機構對於年內金價有望逼近2,500美元價位



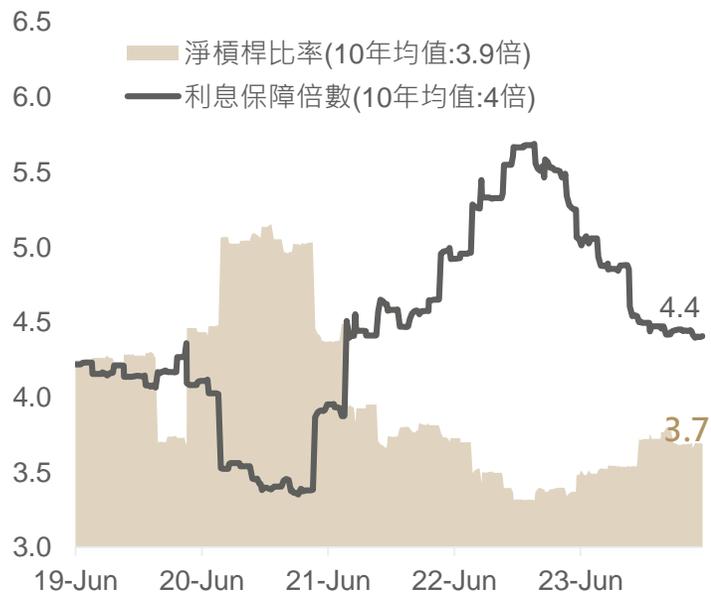
資料來源：Bloomberg (2024/06/17) · 玉山整理

基本面保持穩健 且退休金資金有望續流入支持債市

- 受Fed維持高利率影響，非投資等級債企業財務體質存有部分削弱，包含淨槓桿倍數由2023年初3.3倍升至3.7倍，利息保障倍數由5.9倍降至目前4.4倍，然兩者皆仍優於10年均值，且下半年企業獲利預估將回升，加上Fed有望啟動降息，有助非投等債企業財務體質改善。
- 2023年Q4固定年金以創紀錄淨流入債券市場，且觀察今年截至5月底，美國前100大企業退休金資金指數已攀升至103.4%，為2007年來新高，反映退休金資產充裕，通常隨著此比率提升，退休金操作將逐步轉趨保守，將更多資金轉至固定收益資產，預期此將有利資金持續回流至固定收益中，故在資金支持下，且企業財務體質穩健下，建議可持續布局債券市場。

非投資等級企業財務基本面

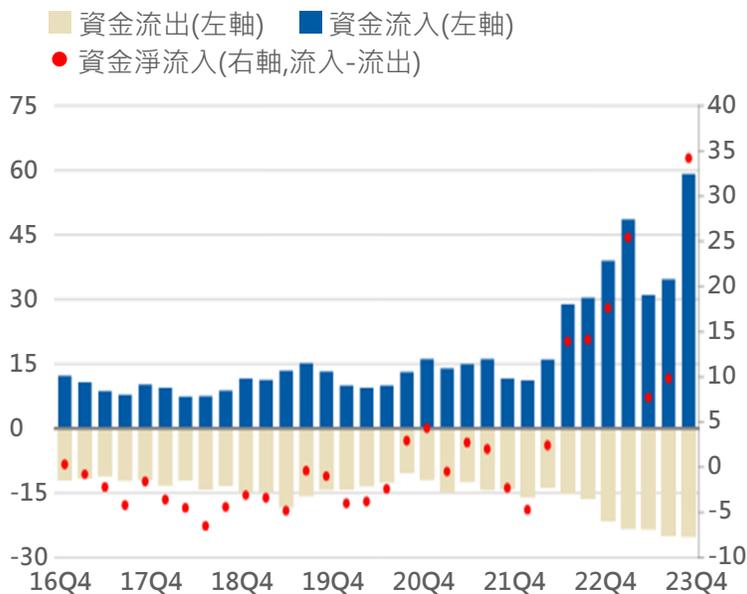
財務體質削弱趨緩，且仍優於長期均值



資料來源：BofA (2024/06/01)，玉山整理

固定年金各季資金流向(10億美元)

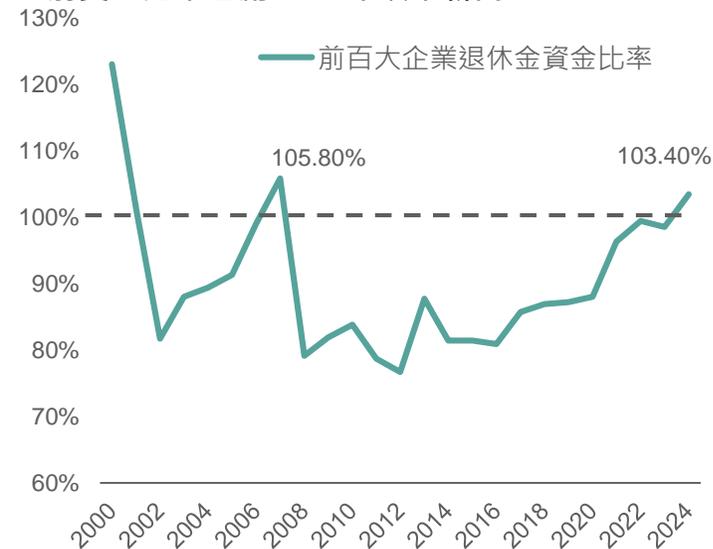
2023Q4固定年金創計入流入債市



資料來源：Morgan Stanley (2024/05/29)，玉山整理

美國前百大企業退休金資金比率

目前資金比率已創2007年以來新高



註:退休金資金比率=退休金資產/負債(履行退休金義務金額)，大於100%反映此退休基金資產大於退休金支付義務。

資料來源：Milliman (2024/06/13)，玉山整理

新興市場經濟基本面穩健 惟美元債優於本地債

- 在全球製造業復甦的背景下，製造業PMI細項新訂單指數持續攀升，觀察與新興美元債利差走勢呈現反向關係，反映全球製造業回溫促進新興國家出口成長，使經常帳表現有所好轉，推動新興美元債利差走低，評估在新興國家經常帳持續好轉情況下，有利新興美元債表現。
- 年初至今美元債與本地債報酬表現呈現明顯分歧，主要因為美元今年上半年表現仍屬強勁，以及地緣衝突以及選舉風險使市場風險偏好回落，使新興貨幣波動度呈現上揚壓抑本地債表現，考量美元在下半年不至於走弱之下，布局建議為美元債優先於本地債。
- 綜上，受惠全球製造業復甦，新興市場基本面將持續保持穩健，2024H2隨著Fed啟動降息，可著眼中長天期新興美元債。

新興美元債利差與全球製造業新訂單指數兩者走勢呈現反向關係

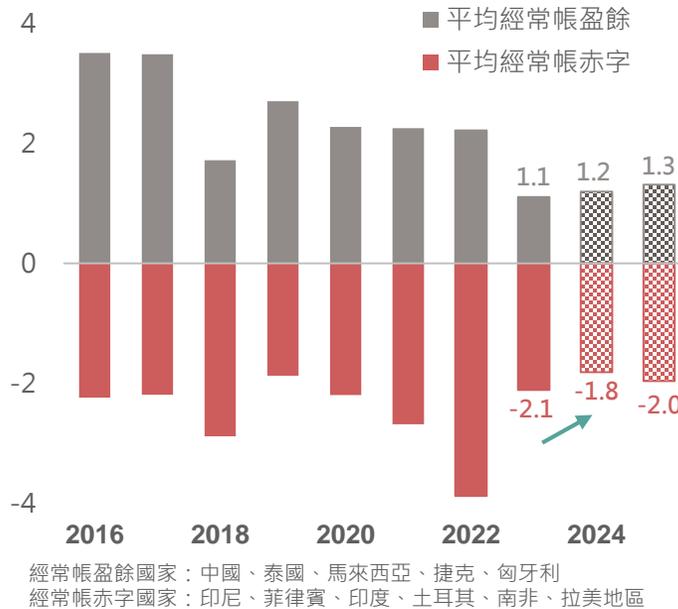


資料來源：Bloomberg (2024/06/15) · 玉山整理

資料僅供參考，本頁僅供搭配專人解說使用，相關應注意事項請詳見本說明資料第38頁

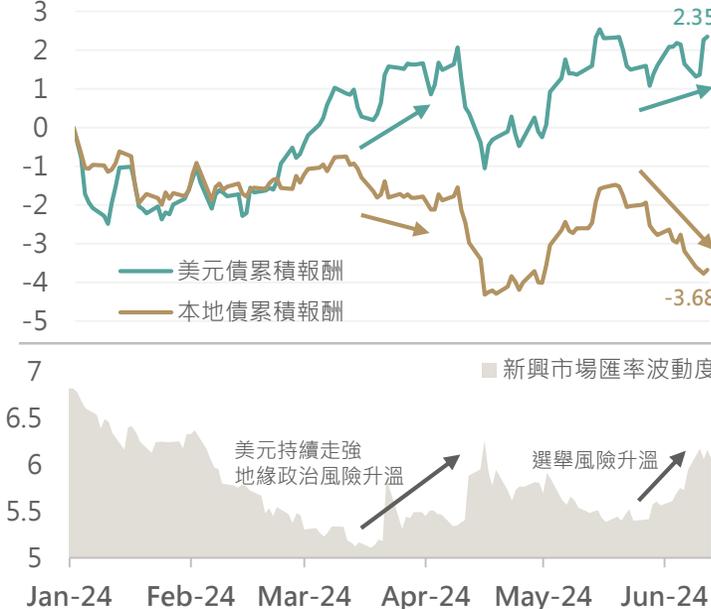
新興國家經常帳占GDP比例(%)

在全球製造業復甦的背景之下，經常帳赤字好轉



資料來源：Bloomberg (2024/06/15) · 玉山整理

美元債與本地債報酬表現及匯率波動度(%)



資料來源：Bloomberg (2024/06/15) · 玉山整理

AGENDA

2024H2

投資市場展望

01

市場回顧

02

投資主軸

03

個別市場展望

04

投資建議



2024年下半年市場展望與策略主軸

	上半年	下半年
經濟展望	高利率下經濟放緩	經濟放緩後年底回升
通膨展望	溫和下行	或有顛頗，長期再趨下行
貨幣政策	停止升息並維持高利率環境	Fed最快9月啟動降息 (年內估降息1-2碼)
美債殖利率	震盪格局	回升後再趨下行
投資策略	債先股後	股債並進
布局主軸	複合債、新興美元債、投等債 平衡型基金	非投等債、新興美元債、投等債 平衡型基金、股票型基金
重要風險	Fed轉鴿立場再有變化	美國總統大選不確定因素

資料來源：Pinterest (2024/06/18)，玉山整理

2024H2



全球財經大事記

24Q3

- 7月 美國Q2企業財報
- 7月 中國三中全會
- 6/30~7/7 法國國會選舉
- 7/4 英國國會選舉
- 7/18 ECB利率會議
- 7/26-8/11 巴黎奧林匹克運動會
- 7/30~7/31 FOMC會議
- 7/31 BOJ利率會議

- 8/1 BOE利率會議
- 8/22~8/24 傑克遜霍爾全球央行年會

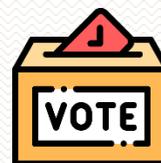


- 9月蘋果秋季發表會
- 9/6~9/10 歐洲最大消費電子展IFA
- 9/10 日本自民黨總裁選舉
- 9/12 ECB利率會議
- 9/17~9/18 FOMC會議
- 9/19 BOE利率會議
- 9/20 BOJ利率會議

24Q4

- 10月美國Q3企業財報
- 10/17 ECB利率會議
- 10/25~10/27 國際貨幣基金/世界銀行年會
- 10/31 BOJ利率會議

- 11/5 美國總統暨國會大選
- 11/6~11/7 FOMC會議
- 11/7 BOE利率會議
- 11/18~11/19 G20峰會(巴西)
- 11/11~11/22 聯合國氣候峰會(COP29)



- 12/12 ECB利率會議
- 12/17~12/18 FOMC會議
- 12/19 BOE、BOJ利率會議

A graphic featuring the letters 'AI' in a large, white, sans-serif font. The 'A' is slightly larger than the 'I'. The text is centered within a square frame that has a glowing purple and blue gradient. The background is a dark blue with intricate, glowing circuit board patterns in lighter blue and purple. The overall aesthetic is futuristic and technological.

AI

資料來源：Rawpixel.com (2024/06/21) · 玉山整理

AI賦能新經濟

股債布局贏先機

各國對科技發展共識及AI應用不斷落地使科技類股在下半年仍有望表現強勁
AI技術的應用擴展至消費性電子和機器人領域，更有望引領新一波科技革命
下半年建議股債並進，於AI浪潮中探尋投資機會

相關告知事項

- 本行所提供之資訊僅供參考用途。本行當盡力提供正確資訊，所載資料均來自或本諸我們相信可靠之來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行並不負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，並就投資結果自行負責。未經本行許可，本資料及訊息不得逕行抄錄、翻印或另作派發。投資建議均依市場變動而差異，投資前請務必留意市場最新訊息。本行以上市場資訊與分析，不涉及特定投資標的之建議。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權(包括但不限於著作權、專利權、商標權等)均屬玉山金融控股股份有限公司及其子公司(以下簡稱「玉山金控」)所有。除非獲得玉山銀行事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散布、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

Intellectual Property Rights

The rights and the intellectual property rights (including but not limited to the copyrights, patents and trademarks, and etc) of the Material belongs to E.SUN Financial Holding Co., Ltd. and its subsidiaries (hereinafter referred to as "E.SUN"). Any copy, reproduction, modification, upload, post, distribution, transmission, sale or illegal usage of the Material in any way shall be strictly prohibited without the prior written permission of E.SUN. Except as expressly provided herein, E.SUN does not, in providing this Material, grant any express or implied right to you under any patents, copyrights, trademarks, trade secret or any other intellectual property rights.