



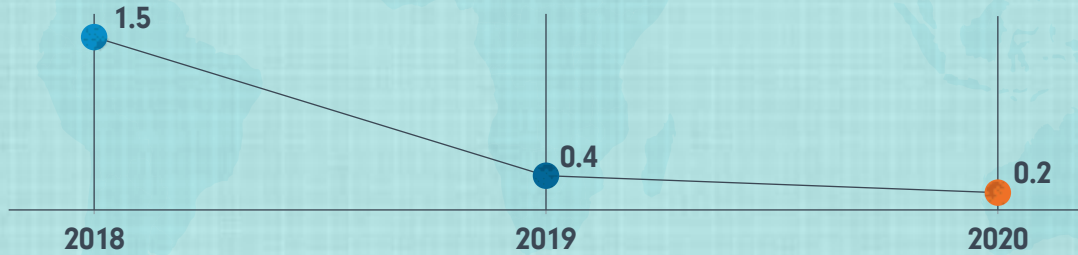
## アナリスト・サーベイ 2020

---

# フィデリティ・アナリスト・サーベイ

## 今年企業が向かう方向性に関するフィデリティ独自のインサイト

フィデリティ・センチメント指数：若干ポジティブ

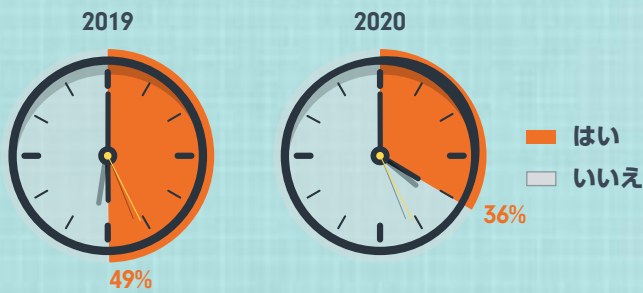


151名のアナリストがサーベイに参加



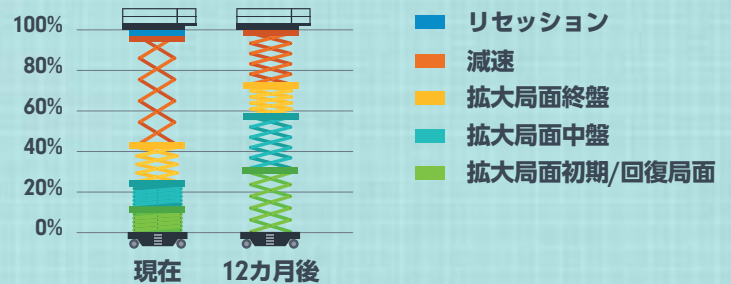
## サイクル、どんなサイクル？

センチメントの低下にもかかわらず、企業は今回のサイクルが今しばらく続くと予想  
「担当企業はサイクル終焉に備え始めているか？」



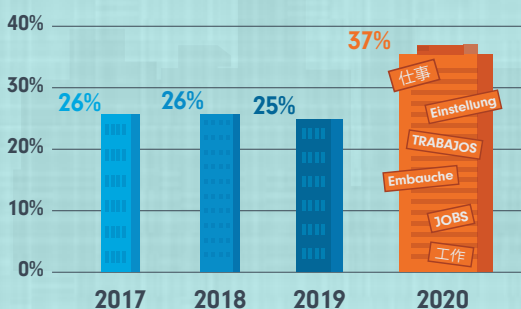
## 製造業に回復の芽

製造業は低迷してきたが、アナリストは改善を見込んでいる  
「担当セクターはサイクルのどの局面にあるか？」  
(現在および12カ月後)



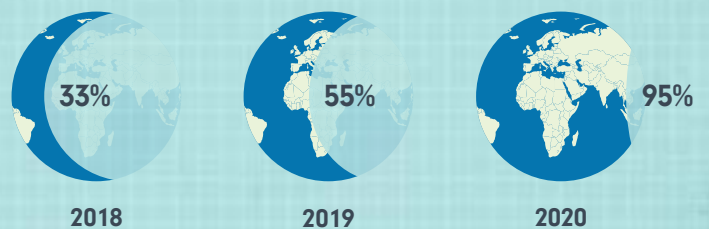
## 雇用拡大

企業は、ほぼ全地域・全セクターにおいて陣容の拡大を企図  
「担当企業の何パーセントが従業員数の増加を見込んでいるか？」



## ESG転機の年

ESGは全世界でかつてないほどに経営の優先課題に  
「担当企業がESGポリシーの策定・執行についてより前向きになっているか？」



一部もしくは大多数の企業でYESと回答したアナリストの割合

## エグゼクティブ・ サマリー

---

意思決定にはデータが必要ですが、当社アナリスト151名の見方を集計した「アナリスト・サーベイ」はデータの宝庫です。チャートやコメントなどの背景には、企業が抱く希望や恐れ等を表す12,000ものデータポイントがあります。企業としての支出計画や気候変動がビジネスに与える影響等もこれらのデータに含まれています。我々が日々投資判断を下す上で利用している様々なデータの年一回のスナップショットです。

今年はセンチメント指標が低下しました。0.2ということで若干のプラスですが、これは2020年は企業ファンダメンタルズが改善するということを示しています。ただし、水準としては2016年来の低水準です。もちろん貿易摩擦問題もありますが、そもそも今回のサイクルが既にかなり長期化しているということも関係していると思われます。

セクター毎では濃淡が出ています。素材セクターのアナリストは今年は低下を見込んでいますが、一方でヘルスケアやテクノロジーのアナリストはより楽観的です。また国別では、欧州新興国、アフリカ、ラテンアメリカのアナリストが最も楽観的です。一方で中国については若干の悪化を見込んでいます。ただし、減少幅は緩やかになっています。

環境・社会・ガバナンス (ESG) 問題については、かつてないほど経営の意思決定に影響を及ぼしつつあります。全地域、ほぼ全セクターで、ESGの重要性が高まっているとの結果が出ています。地域別では欧州がリードしています。

こうした見方は、常に予想外のイベントに左右される可能性をはらんでいます。実際、最近発生したコロナウイルスは正にこれにあてはまります。これが製造業セクターの脆弱な回復にどの程度悪影響を与え、またオンライン小売企業がどのくらい恩恵を享受できるか、等についてはまだ完全には分かっていません。潜在的な影響については、後段で触れられています。

このサーベイでは、企業収益の背後にあるファンダメンタルズ・ドライバーを明らかにし、それらが今年1年間でどのように進展していくかについて分析を行っています。データは意思決定の助けになります。当サーベイが皆様のお役に立てば幸甚です。

Richard Edgar  
チーフ・エディター

# コロナウイルス：「グレー・スワン」

コロナウイルスの感染拡大は、企業や市場にとって必ずしもブラック・スワンではないとしても、少なくともグレー・スワンであると考えます。ウイルスが拡散し検疫措置が取られる前の12月に、フィデリティのアナリストに対して68の質問からなるサーベイが行われました。

サーベイ結果が有益であるのは、アナリストが担当企業について徹底したリサーチを実施しているためと考えます。回答は年間約15,000件の経営陣とのミーティングで得た情報に基づいています。アナリストはそうしたミーティングにより企業に影響を及ぼす問題をリアルタイムで捉えることができます。サーベイが実施されて以降、コロナウイルスに関するやり取りが大幅に増えました。

中国では移動が制限され観光旅行が中止になる等、ホテル・旅行業界が直撃を受けています。コモディティも悪影響を受け、コロナウイルスにより回復が遅れると予想されています。同様に、運輸アナリストは短期的には航空便運休や空港での消費支出減を背景とした売上の急減を予想しています。この点で参考になるのは2003年に発生した重症急性呼吸器症候群 (SARS) であり、当時航空株は20~40%下落しましたが、その後ウイルスが封じ込められると急回復しました。

オンライン・ビジネスは好調が予想されています。人々が自宅に待機する中で、動画配信サービスやオンライン・ゲームの売上が上向き、一方で実店舗を展開する衣料品店は打撃を受けています。春節最初の5日間でマカオへの訪問者は80%減少し、アナリストは今年年央まで尾を引くと見込んでいます。またマクロ的な観点では、大半のアナリストは1-3月期GDP成長への影響を鑑みて中国政府が景気刺激策を打ち出してくると予想しています。

実際には、感染拡大の規模や世界経済への影響度合いを予測することは不可能に近いと考えます。しかしながら、サーベイは今後12カ月にわたり企業に大きな影響を及ぼすであろう循環トレンドと構造トレンドを見極める方法の一つとしては有効であると考えます。実際その点において、過去サーベイは正確であったことが判明しています。

例えば、企業の利益成長に関しては2017年、2018年と続けて増益となった後、2019年は減速すると予想しました。実際、昨年は世界的に利益成長率が概ね横ばいとなりました。しかし、サーベイはバリュエーションではなく企業ファンダメンタルズの見通しにフォーカスしており、株式市場自体は年初に米連邦準備制度理事会 (FRB) が金融緩和に転じたことから大きく上昇しました。また2019年の注視すべき主なリスクとして、中国景気減速と政治リスクを挙げていました。実際、これらのリスクは2019年に顕在化しており、中国の経済成長率は米中貿易摩擦の影響で6%まで減速しました。また、政治リスク面では2019年はチリから香港まで市民による抗議デモが散見され、企業活動が影響を受けました。

そして中国がまた注目を浴びています。フィデリティのアナリストはどんなにブラック・スワンが現れようとも、経営陣とのつながりを保ち話を聞くことにより、先を見据えた予測を立て、投資判断のための情報を提供することが可能になっています。

# 日本企業へのインプリケーション

## 日本企業のファンダメンタルズと人口高齢化の影響

日本の人口高齢化はビジネスチャンスであり、新たな事業機会が生まれようとしていると当社アナリストは分析しています。特に、ヘルスケア・セクターにおける医療の効率化、テクノロジー・セクターにおける省力化・自動化などが追い風となっています。

ヘルスケア・セクターについては、人口高齢化は脅威でありかつチャンスであると考えられます。人口高齢化は患者の増加から医療コスト増につながり、経済協力開発機構（OECD）主要各国とも国内総生産（GDP）以上の成長率で2030年まで医療費が増加すると推定されていることは社会的な脅威です。しかし、解決策として「医療の効率化」と「予防・早期診断」の重要性が高まり、新たな事業機会が生まれています。

例えば、AI画像診断は、医師の目視による見落とし防止を促すとともに、早期発見・早期治療に大きく寄与しています。これは、医師の働き方改革の支援にもつながり、医療費抑制にも貢献することができます。また、ITを活用した例として、従来MR（医薬情報担当者）が医療機関を訪れて対応していた薬品情報や教育ツールの提供をウェブで代替するほか、患者のデータベースを活用した効率的な薬品開発、医療ビッグデータの保険会社による活用といったB to Bビジネスも登場しています。また、患者自身が自ら医療情報の記録・保存を行い、医療機関と共有することで、最適な医療を受けられることを目指すB to Cサービスも出現しています。

インターネットやIT技術の普及によって患者と医師の情報の非対称性が薄れていく中で、従来型のビジネスモデルから今後は患者自身によりフォーカスしたビジネスモデルへの変革が必要になってくると考えられます。つまり、予防治療から患者の社会復帰まで含めたソリューションを提供することが求められ、患者の問題を効率的に解決し付加価値を提供することができる企業が生き残るでしょう。

このような事業環境に加え、ヘルスケア・セクターにとっては中国市場がさらなる成長ドライバーになっています。中国は医療制度・インフラの整備が進捗し始めているものの、医療費の対GDP比はOECD諸国と比較して大きく下回る水準であり、医療インフラがまだまだ改善される余地があります。さらに、中国においても高齢化の進展がみられる中で、ヘルスケア市場は高いポテンシャルが期待されます。

中国企業と比較すると、日本企業は製品の品質の良さ・サービス体制に強みがあります。例えば、日本製の緑内障向けの点眼液が1次治療として中国にて政府認定されています。医薬品・医療機器企業の海外売上比率は今後も上昇すると見込まれ、特に成長の早い中国と、市場規模の大きい米国、さらにインドもターゲットになると考えられます。ただし、現状では医療インフラの未整備などからインドの開拓には時間がかかるでしょう。

テクノロジー・セクターについては、日本を含むグローバルな人件費の増加を背景にファクトリー・オートメーション（以下、FA）とロボットの導入が自動車、精密機器など様々な分野で進展しており、関連する企業の追い風となっています。特に産業用ロボットの分野において、日本には世界をけん引するトップメーカーや部品メーカーが存在しており、こうした流れの恩恵を多大に受けています。近年では、産業用ロボット以外にも、人間とともに作業を行う「協働ロボット」の普及が始まっており、医療分野等での活用が進展しています。

半導体・半導体製造装置関連の売上高比率でもPCやスマートフォンといった民生品市場向けからFAや自動車、さらにはデータセンター向けへのシフトが足元で起きています。今後については、5GやIoT向けの需要がさらなる利益成長をけん引していくことが見込まれます。

## 日本企業の株主・資本政策における変化

当社アナリストの分析によると、8年前と比較し足元では、株主資本利益率 (ROE) のターゲットを公表する企業は35%から65%まで増加しています。同様に、株主利回り (Shareholder return) のターゲットを公表する企業も30%から45%まで増加しています。こうした企業の取り組み姿勢を反映し、実際の日本企業のROEは改善傾向がみられるほか、自社株買いの増加や配当性向の改善もみられています。ヘルスケア・セクター、テクノロジー・セクターともに利益水準の上昇に沿って増配を行っており、2020年にかけては業績の回復とともに、配当もそれに合わせた増加幅になると推測されます。

なお、このような株主を重視した政策の進展はアクティビストの台頭だけでなく、アクティブ・ファンドを手掛ける運用会社によるエンゲージメントの影響も大きいと考えられます。なお、日本企業の対株式時価総額でのキャッシュ比率をみると、依然諸外国よりもはるかに高いため、さらにROEを改善するにはこうした過剰なキャッシュを効率的に使用していく必要があります。

このほか、日本企業におけるM&Aの増加も見逃せません。M&Aの増加が株価のバリュエーションの適切な評価につながると期待されます。ヘルスケア・セクターにおいては、自社の弱みである分野を買収によって補う動きがあります。また、テクノロジー・セクターにおいては、親子上場の企業も目立ち、こうした企業の株式公開買い付け (TOB) 増加などがバリュエーション改善の遠因となると見込まれます。

ESGおよびSDGsについては、日本企業全体として近年取り組みが急速に強化されています。例えば、医療インフラが未整備の新興国で、その国の価格水準に合わせた価格で医薬品を提供する、という取り組みがなされています。また、エネルギー消費の削減という社会的な長期目標の下、省力化・自動化という流れはFAや省エネ半導体などへの需要の追い風となっており、ESGおよびSDGsが直接的な収益に結びついているケースもあります。一方で、ガバナンスについては各社改善の余地がある領域であり、社外取締役の増加や外国人の取締役起用がみられる企業もありますが、今後さらに強化がなされるべきと考えられます。



## 新型コロナウイルスの日本企業への影響

日本企業にとっても、中国におけるサプライチェーンを通じた新型コロナウイルスの影響が懸念されておりますが、食品関連や電子部品関連の工場が先んじて再開したほか、自動車についても各社の工場の再開が進んでいます。しかし、非常に稼働率が高かった工場では、迅速に生産の遅れを取り戻すことができるか否か、今後も慎重に見極める必要があるでしょう。なお、中国政府は自動車企業へのサポートや購買へのインセンティブ策の導入を通じて自動車業界をサポートすると見込まれ、その点では長期的には需要が上向くとの前向きな見方も台頭しています。医薬品業界などでは、検査機器・検査薬などで複数の企業に“特需”が発生している一方で、政府の入札・予算執行の遅れ等が悪影響を及ぼすと懸念されます。

また今回の件を受けて、様々なサービスのインターネットへの移行や、工場の自動化が一段と加速していくと見込まれ、テクノロジー・セクターにとっては売り上げの増加が期待されます。また、リモートワークやテレワークが今回の出来事ではクローズアップされている一方、同時多発的なアクセス負荷が処理できず、様々な企業にて通信インフラのキャパシティ不足が露呈したという結果になりました。これらの課題を解消するために、サーバー等の通信インフラに関する需要なども増加していくと見込まれます。このように、短期的な影響のみならず、長期的に人々の消費パターン、行動パターンにどう影響を及ぼしていくのかが重要なポイントとなるでしょう。

最後に、新型コロナウイルスによる影響は各企業によって異なるため、経済や企業の成長に対する長期的な視点に基づく個別企業の分析がより重要になるでしょう。当社としては、これらの影響を慎重に見極めつつ、市場の変動がもたらす投資機会を探ってまいります。

# Contents

サイクル、どんなサイクル?	09
ESG: 転機之年	13
地域別	16
セクター別	20





## アナリスト・サーベイ 2020: サイクル、どんなサイクル?

**景気サイクルは通常10年単位ではなく数年単位で続きます。しかし、今回のサイクルは異なります。景気拡大局面は既に10年を超え過去最長を記録しているだけではなく、最新のフィデリティ・アナリスト・サーベイによると、経営者マインドが低下しながらも、同局面は今後も続くと言われます。**

製造業は不況に陥っていますが、通常サイクル終盤に見られるサービス業における不均衡の兆候は見られません。そもそもサイクルと呼べるのでしょうか?

フィデリティのアナリストは2019年に同時並行の景気拡大が終わると的確に予想しましたが、今後はビジネス環境がゆっくりとしたペースでわずかに改善すると考えています。景気後退は、低金利、世界貿易の回復、依然堅調な個人消費が支えとなり、少なくとも2021年までは起きないと予想されています。担当企業がサイクルの終焉に備えていると回答したアナリストは全体の36%に留まりました(2019年:49%)。地政学リスクや新型コロナウイルスによる影響など不透明要因は残るものの、今年企業ファンダメンタルズは落ち着いてくると予想しています。

このアナリスト・サーベイは12月に実施されましたが、15,000件の企業ミーティングから得た情報を基に回答されています。その後新型コロナウイルスの感染拡大が続いており、もはや中国経

### 要点:

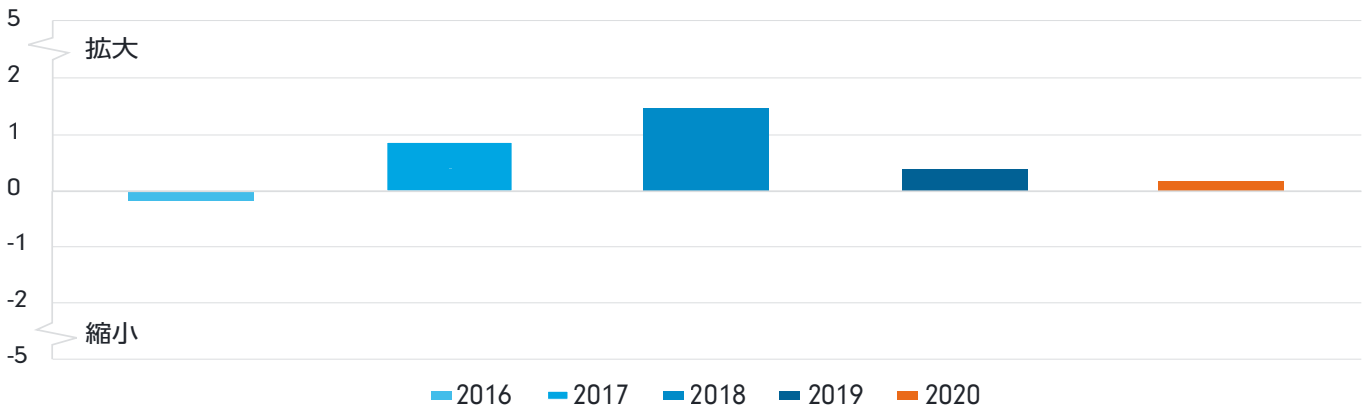
- センチメント指標は依然若干ポジティブ
- セクター及び地域はまちまちの状況
- 企業(特に公益セクター)はサイクル終盤の局面にありながらも成長への投資を実施
- 高齢化の影響はプラスとマイナスが拮抗

済や世界経済に与える影響は無視できない状況です。実際に感染拡大と感染防止策は世界の経済成長に悪影響を及ぼすものと思われます。旅行、店舗小売、レジャーなどのセクターは、最初に打撃を受けるものと予想されます。

アナリスト・サーベイ結果の内訳を詳しく見ると状況はまちまちです。ヘルスケアなど一部のセクターは堅調ですが、一方で、資本財などのセクターは引き続き軟調な状況です。ただし、長期サイクルの中にも短期サイクルがあり、資本財セクターは停滞した後に底打ちしてくる可能性もあります。サーベイの結果は概ね市場のコンセンサス予想を反映していますが、中では二つの大きなサプライズもありました。一つは昨年よりも増員を計画している企業が増えたこと、そしてそうした動きが未だインフレ高進につながっていないことです。もう一つは、全地域でより多くの企業が環境・社会・ガバナンス(ESG)要因を重視しているということです。そうした中で公共セクターが気候変動関連の投資機会として注目を集めています。

## 図表1：センチメントは昨年から低下したが、依然プラス領域にある

フィデリティ・センチメント指標一前年比変化



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

### グローバル・センチメントは引き続き若干ポジティブ

フィデリティ・センチメント指標は、当社アナリストによる企業ファンダメンタルズ見通しを集計したものです。いかにビジネス環境が変化したかを示すものです。同指標は、今後12カ月の経営者マインド、バランスシート、設備投資、資本利益率(ROC)、配当のトレンドに対するアナリストの見方の集計結果です。今年には151名のアナリストから179(一部アナリストは複数セクターをカバー)の回答を得ました。アナリストは2020年の企業活動が2019年よりもペースダウンしながらも緩やかに拡大すると予想しています。

M&Aについては、今年もヘルスケアにおいて他セクターを上回る活発な動きが見込まれます。M&Aは全業種ベースでは補完的買収がメインになるものと思われませんが、ヘルスケアにおいては、より多くの戦略的M&Aが予想されています。

全体の見通しは概ね横ばいながらも、セクター及び地域レベルでは大きなばらつきが見られました。例えば、中国の企業業績は引き続き鈍化していますが、昨年よりは減速ペースが緩やかになっています。アナリストの回答によると、企業経営者は中国当局の政策対応が経済活動の落ち込みを緩和すると考えています。これまで世界経済をけん引してきた米国企業の見通しは横

ばいである一方で、欧州と日本の企業は改善が見込まれます。

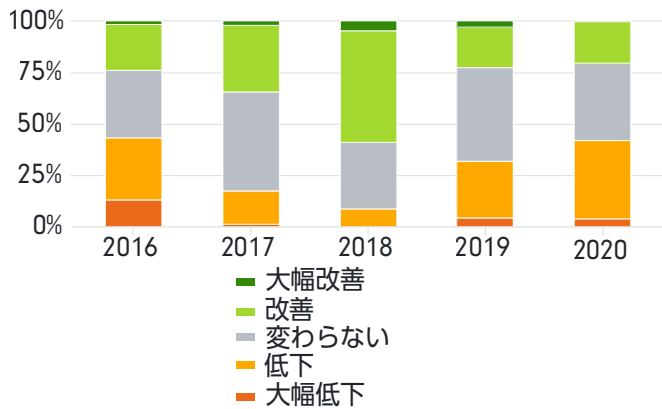
セクター別見通しについては、生活必需品の好調が見込まれる一方で、一般消費財・サービスは昨年ほどではないものの低調な状況です。またエネルギーと素材が弱く、資本財・サービスは引き続き減少が見込まれます。ただし、資本財・サービスについては、今後12カ月の間にサブセクターの一部で回復の兆候が見られると予想しています。M&Aについては、今年もヘルスケアにおいて他セクターを上回る活発な動きが見込まれます。M&Aは全業種ベースでは補完的買収がメインになるものと思われませんが、ヘルスケアにおいては、より多くの戦略的M&Aが予想されています。

### 経営者マインドは低調、配当は堅調

センチメント指標の主要項目を分析するとより詳細が見えてきます。経営者マインドは前年比で下落しており、センチメント指標と逆の方向性を示しておりますが、これは2016年の状況と似ています。その背景にある要因としては、サイクル終盤にあるという警戒感や地政学リスクの継続などが挙げられます。一方で経営者マインドの不振は設備投資の前年比拡大(フィデリティの推定によると+1.8%)によって相殺されました。低金利環境のおかげでバランスシート運営については余裕が生じており、企業の設備投資を後押ししています。また、今年もセンチメント指標を最も大きく押し上げたのは配当で、過去数年と同じ傾向を示しました。アナリストは足元の高水準が維持されると予想しています。

## 図表2: サイクル終盤の経営者マインドの落ち込み

「担当セクターの経営陣の投資マインドは1年前に比べてどうか?」



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

## ESGが議題の上位に上る中、成長への投資が拡大

企業は長期的な構造変化を捉えようとしています。設備投資を詳細に見ると、昨年とは異なり、単に事業を維持するのではなく、成長に向けての投資を計画していることがわかります。気候変動や低炭素技術に対する需要などを背景に、全地域でESGへの関心が急速に高まっています。そうした中で、特にエネルギーと公益セクターにおいて成長投資の比率が著しく上昇しています。

企業は長期的な構造変化を捉えようとしています。設備投資を詳細に見ると、昨年とは異なり、単に事業を維持するのではなく、成長に向けての投資を計画していることがわかります。

アナリストは、今後1年間で世界の約38%の企業が資金調達を行うと予想しています(2019年:約30%)。ただし、これは財務上のストレスを示唆するものではなく、低金利環境下、デフォルト率の上昇はわずかなものに留まると見込んでいます。融資条件のタイト化につながる可能性がある米国債券の大量償還とそれに伴う借り換えは、2021年までは始まらない予定です。実際、バランスシート運営のスコアはセンチメント指標の中では高く、アナリストは2020年に負債比率の低下を見込んでいます。

## 終わりのないサイクルに乗る

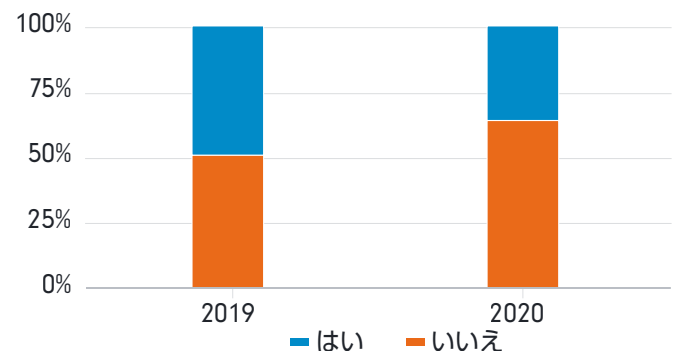
2019年年初と比べ、景気後退懸念は払拭されてきました。特に中国ではアナリストの73%が企業はサイクルの終焉を意識していないと回答しています(2019年:30%)。借入を減らす等、企業はいくつかの点でサイクル終盤の局面に対応しています。

そうは言っても、コロナウイルスという不透明要因がこうした楽観に水を差す可能性も否定できません。年初来、経済活動に与える悪影響が意識されてきた中で、内外の中国市場も不安的な動きとなっています。市場、投資家、企業、みな不確実性を嫌うものです。最終的にコロナウイルスがどの程度企業活動に影響を与えるかは、実際に感染拡大が止まり収まるまでは読みにくい状況です。

しかし、設備投資の見通しや人員採用計画が全業種/地域で拡大していることは(低失業率にもかかわらず)、多くの企業がサイクルの持続を見込んでいることを示唆しているものと思われます。

## 図表3: 長期サイクルの終わりはまだ見えず

「担当企業は景気/市場サイクルの終焉を示唆する指標に反応しているか?」



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

## 上手に老いる

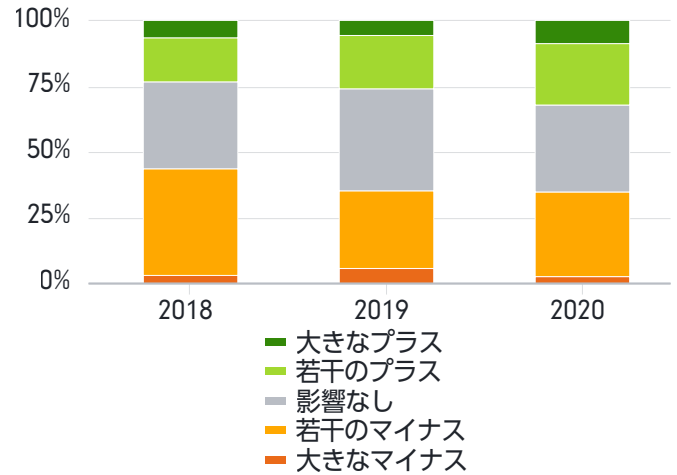
サーベイの多くは2020年に焦点を当てていますが、長期トレンドの方向性も捉えています。例えば企業規制は近年、特にデータ保護、衛生、環境にかかわる分野で強化されてきました。2020年も同様で、アナリストの55%が一段の規制強化を予想しています（2019年：32%）。

高齢化が企業に及ぼす影響に関してはこれまで圧倒的にネガティブ要因と見られてきましたが、今年はプラスとマイナスが拮抗しています。

人口動態の変化も特徴的です。高齢化が企業に及ぼす影響に関してはこれまで圧倒的にネガティブ要因と見られてきましたが、今年はプラスとマイナスが拮抗しています。2020年代に入り、企業は高齢者のニーズに適応しつつあり、情報技術とヘルスケア・セクターが最も大きな恩恵を受けるものと思われます。

### 図表4： 高齢化の影響は従来とは異なりプラスとマイナスが拮抗

「今後10年間で人口高齢化は担当企業にどのような影響を及ぼすか？」



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

終わりの見えないサイクルが徐々に進む中で、好ましい政策環境とESG重視の動きを背景に、企業の適応力向上が見通しの改善につながっています。



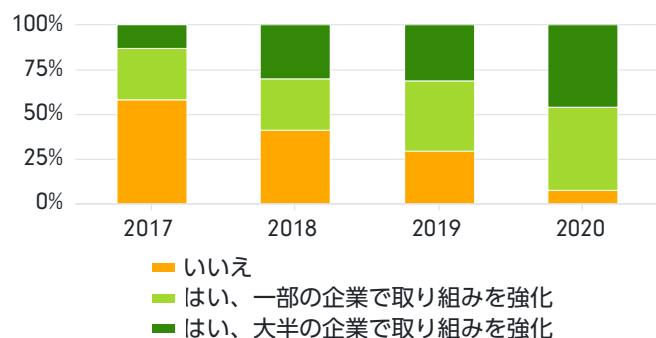
# アナリスト・サーベイ 2020: ESG: 転機の年

環境・社会・ガバナンス (ESG) 問題の重要性はしばらく前から認識されていますが、2020年の調査では重要な経営課題となっています。

90%を超えるアナリストが、気候変動に対する認知度向上と企業改革を受けて、担当する企業の一部または全てがESGを重視していると回答しています。変化は大半のセクターと全ての地域(これまでにESGへの関心が低下しつつあった地域を含む)で見られます。

## 図表1: ESG問題は企業の重要な経営課題となっている

[担当企業がESGポリシーの策定・執行についてより前向きになっているか?]



出所:フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

### 要点:

- ESGは企業の重要な経営課題となっている
- 公益事業セクターは気候変動問題もあり、最も色々な動きがある
- 中国は政府補助金の終了を前にして再生可能エネルギーへの投資拡大が見込まれる
- 取締役会のダイバーシティ (多様性) について改善の余地あり

## 中国や米国でもESGの重要性が高まりつつある

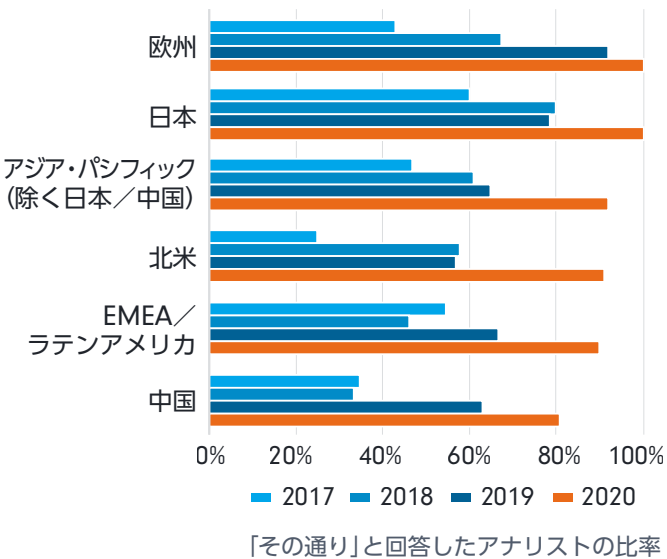
欧州では、従前よりESGの重要性が認識されてきましたが、今では中国でもアナリストの80%が担当企業の一部または全てでESGの重要性が高まっている、と回答しています。80%という水準は2019年の63%、2018年のわずか33%に比べると極めて高く、(1) 中国当局によるガバナンス改善の推進、(2) 政府補助金支給終了前の再生可能エネルギーへの駆け込み投資、(3) 企業のサプライチェーンに関する開示要求の高まり、等を反映していると考えます。より多くの中国企業は増配を検討しているほか、将来の投資資金を呼び込む手段として投資家とのエンゲージメントも行っています。ただこうしたトレンドにもかかわらず、ESG問題を考慮する中国企業の絶対数は他地域よりは依然低い水準にあります。

トランプ大統領が環境規制を緩め、また米証券取引委員会 (SEC) がESG投資家にリターン最大化という受託者責任をおろそかにしないよう注意を促した米国においても、ESGについての関心が高まっています。実際、持続可能性に対する関心は2019年に一旦弱まった後、今年は再び高まっています。これは経営者団体「ビジネス・ラウンドテーブル」が企業の目的を見直し、米大企業が幅広いステークホルダー（利害関係者）全体に価値を生むことを推奨する声明を出したことにより、拍車がかかりました。米国及びカナダをカバーするアナリストの90%強（2019年は57%に留まった）は、担当する企業の一部または全てでESG重視の姿勢が強まっていると述べています。EMEA/ラテンアメリカも同様のパターンを辿っています。

米エネルギー・アナリストの1人は、「米企業にとってESG、中でも特に環境（E）が明らかに重要となっている。しかし低いレベルからの変化であるため、企業は経営戦略上、段階的ではなく抜本的な変革が必要となっている。」と述べています。

## 図表2： ESGは欧州がリード。中国や米国でも重要性が高まっている

「担当企業がESGポリシーの策定・執行に関して、より前向きに取り組んでいるか？」



出所:フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

## 日本では企業改革の動きが広がる

一方、欧州と日本が先頭に立っています。欧州では、アナリストの全員（2019年：92%）が担当企業の一部または全てがESG問題を重視していると回答しています。日本でもアナリストの全員（2019年：79%）が同様に回答しています。日本政府は企業に株式持ち合いを解消することや社外取締役を増やすことを推奨しています。取締役会の構造と構成メンバーへの関心が一気に高まりました。日本のアナリストの73%（2019年のわずか18%から急増）はそれらの要因が担当企業の意思決定において重要となっていると述べています。

米国及びカナダをカバーするアナリストの90%強（2019年は57%に留まった）は、担当する企業の一部または全てでESG重視の姿勢が強まっていると述べています。

日本のアナリストの1人は、「日本の大手機関投資家は特にガバナンスについて要求を強めており、今や多くの企業がそうした動きを深刻に受け止めている。これは日本版スチュワードシップ・コードの導入と改訂を受けたものであり、トレンドは過去1~2年にわたり加速している。」と指摘しています。

## エネルギー・セクターと資本財・サービス・セクターでESGに対する関心が再び高まる

セクター別では、エネルギーと資本財・サービスにおけるESGへの関心が2019年の業績不振を経て、今年再び高まりました。エネルギー・アナリストの4分の3（2019年は3分の1に留まった）は担当企業の大半がESGへの取り組みを強化していると回答しています。資本財・サービスの場合、同様の回答をしたアナリストの比率が、昨年の16%から今年は45%へと約3倍になりました。ヘルスケア・セクターでも大きく上昇しました。ヘルスケア・アナリストの45%（2019年：29%）は担当企業がESGに着目していると回答しています。

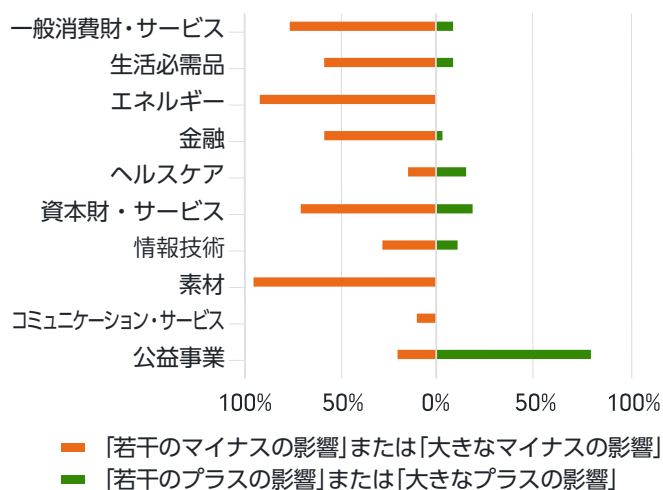
## 気候変動に対する危機感が高まる中、公益事業セクターにビジネス機会

しかし、最も際立っているセクターは公益事業セクターです。かねてよりESG重視の姿勢が強く、そのスタンスがこの3年の間で更に強まりました。

公益事業アナリストの1人は、「ESGは全ての経営陣とのミーティングで議題となり、アナリストも必ず議論する。数年前は散発的に言及されるだけで内容も十分ではなかったが、今や対話の中心となっている。」と述べています。

同セクターは気候変動の影響という点でも目立っています。他セクターをカバーするアナリストは概ね昨年以上に気候変動に対して懸念を強めており、59%（2019年：35%）のアナリストが担当企業に悪影響が及ぶと見ています。しかし、公益事業アナリストは80%（他セクターはわずか8%）がプラスの影響を予想しています。

**図表3：公益事業会社は気候変動により恩恵を受ける**  
「気候変動は今後10年間で担当企業にどんな影響を及ぼすか？」



出所:フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

公益事業セクターが他セクターと異なるのは、気候変動問題に対する意識レベルの差に起因しているものと思われます。特に、気候変動が資産価値に与える影響、当問題への対処が既存事業の維持や新規ビジネスの創出につながる点等についての理解がポイントになっています。

欧州のアナリストの1人は、「伝統的な発電（特に石炭火力発電）に依然依存している企業の株価バリュエーションは、そうし

た発電の存続が難しくなっていく中で、当然再生可能エネルギー会社に対して割安になっていくであろう。」と述べています。

今回の調査によると、公益事業会社はサイクル終盤の局面にもかかわらず、設備投資をメンテナンス領域ではなく成長領域に高い比率で振り向けています。具体的には送電網拡充、再生可能エネルギーなどです。

## 2020年は中国が再生可能エネルギーとガスで注目を浴びる可能性がある

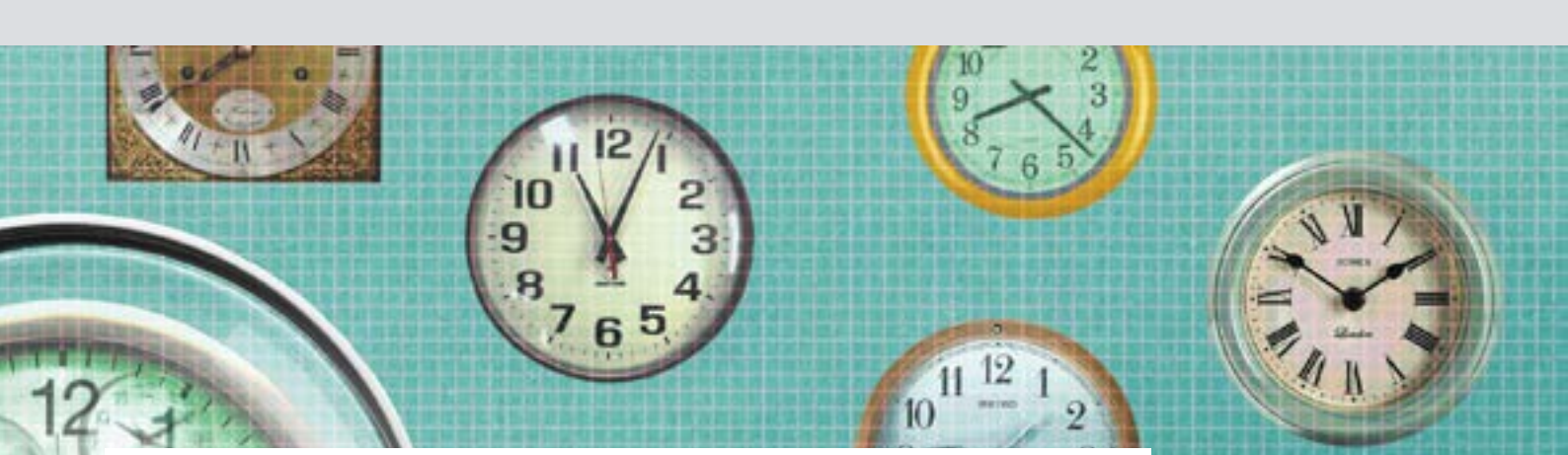
香港ベースのアナリストの1人によると、今年は中国が再生可能エネルギー投資で特に注目を浴びる可能性があります。中国は陸上風力発電の新規プロジェクトに対する補助金支給を来年には終了する予定であり、企業にとってはそれまでに新規プロジェクトを開始する動機が高まっています。また太陽光についても補助金が減額されてきています。

同アナリストは、「中国では、多くの企業が今後12カ月の間に再生可能エネルギーや送電網だけでなく、ガス関連への投資も増やすであろう。中国は温暖化ガス排出削減のための一つの方法として、石炭のガス化技術を推進している」と述べています。

## 取締役会のダイバーシティは遅れており、取り組むべきことが多い

コーポレート・ガバナンスは、投資家のエンゲージメントが世界的に活発化しており概ね改善していますが、一方で取締役会のダイバーシティについては進捗が見られません。大半のアナリストは、取締役会のダイバーシティが昨年からほとんど変わらず、進捗が「遅れている」か「ある程度進んでいる」と回答しています。

しかし、全体としてトレンドは明らかで、2020年はESGの転機の年になると考えます。取締役会での重要な議題として、温暖化ガス/気候変動、廃棄物処理、衛生・安全、データ保護、役員報酬等が挙げられます。世界的に重要性が極めて高いのは気候変動であり、米国、中国、欧州、日本の企業並びに政府は問題の認識と対処を迫られています。



# アナリスト・サーベイ 2020: 地域別

以下は調査対象となった地域の主な調査結果の要約です。

## 北米：景気拡大局面はどれくらい続くのか

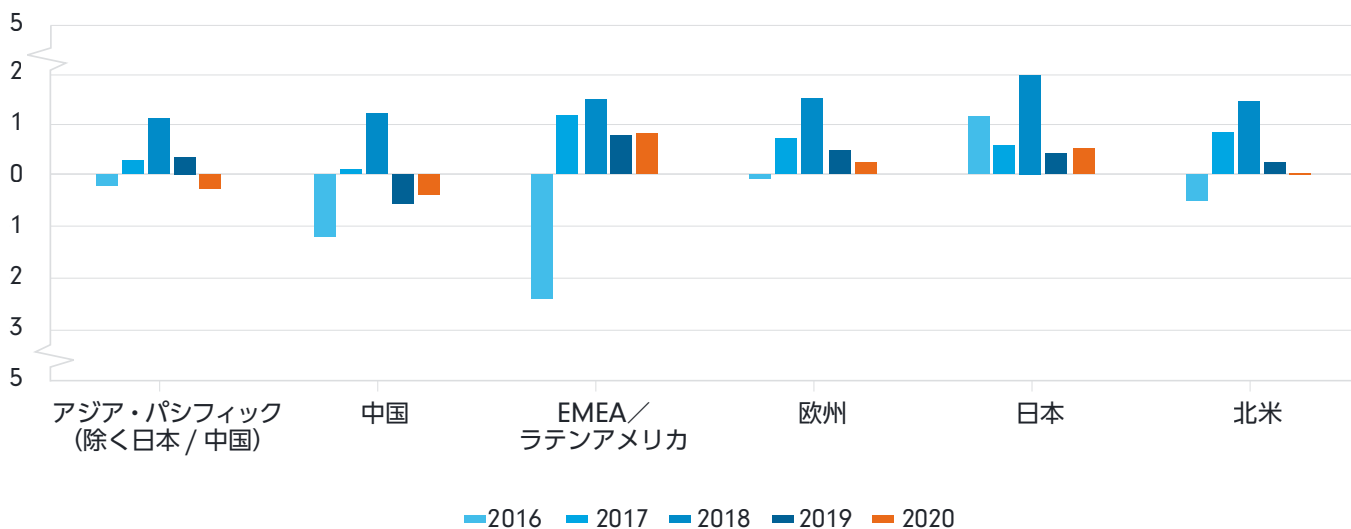
北米のセンチメント指標はニュートラルの水準まで低下しました。企業の楽観的見方が勢いを増しているわけでも、最悪の事態に備えているわけでもないアナリストは回答しています。現サイクルは過去平均を超えて持続しており、今後どうなるのか正確に予測することが困難となっています。

ディフェンシブ・セクター（＝非シクリカル・セクター）以外のセクターを担当するアナリスト40名のうち、34名は担当セクターが拡大サイクルの序盤／中盤を過ぎたと認識しており、今後のサイクルの持続性に注目しています。あるアナリストは拡大期間の持続自体がポジティブ・サプライズと捉えています。また、現局面において企業がアウトパフォームする上で重要な要件は、製品のイノベーションであるとの見方が複数挙がっています。

アナリストの約40%は、コスト上昇と国内最終需要の伸び鈍化が

## 図表1: 北米のサイクルはゆっくりと進む

フィデリティ・センチメント指標



フィデリティ・センチメント指標は、経営者マインド、設備投資、配当、資本利益率(ROC)、バランスシートに対するアナリストの見方を一つにまとめた総合指標。数値は-5から+5の間で示される。出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020



主な原因となり資本利益率 (ROC) が低下すると見ています。極めて堅調な個人消費が弱まると、サイクルの終焉に一歩近づくことになると考えます。米失業率は過去最低の水準に達しており、これが堅調な個人消費を後押しすると思われませんが、賃金上昇率への影響は限定的となっています。ほとんどのアナリストは、賃金上昇が続く中でもその伸び率は鈍化傾向と見ています。

今年の調査結果の中で特に興味深いものは貿易戦争の影響に関するものです。今後一年にわたり保護主義的政策が企業利益に悪影響を及ぼすと考えるアナリストの比率は、他地域に比べると高い水準にあります。これは、今回の貿易戦争を複数の国・地域に自ら仕掛けた米国が、結果的に最も損失を被る可能性があることを示していると考えます。あるアナリストは、「貿易戦争を巡る不透明感がある限り、企業は投資したくないだろう」と簡潔に表現しています。

## 欧州：景気拡大に傾く

欧州のセンチメント・スコアは0.2 (2019年：0.5) と拡大・縮小の分かれ目を僅かに上回っています。アナリストは設備投資や資本利益率 (ROC) の改善等が拡大につながっていると見ています。

またアナリストの半分近くが設備投資の拡大を予想しており、内容としてはM&Aや成長のための投資が維持管理のための投資を若干上回っています。ROCの見通しもかなり明るくなっています。アナリストの3分の2が今後12カ月にわたりROCは横ばいもしくは改善すると予想しています。また改善の大半は最終需要の拡大によるものと予想されています。

ブレグジットは引き続き問題です。アナリストは、欧州連合 (EU) との交渉がまだ済んでいないことから英国企業が投資について依然慎重であると認識しています。英国政府が通商協議の交渉期限を2020年末と自ら設定したことから、取り決めがないうまま離脱を迎える「断崖」に直面する可能性も依然あります。通商面、規制面の不確実性を踏まえると、ブレグジットの英国経済への最終的な影響は依然明らかではありません。ある資本財アナリストは、「ブレグジットに起因する不確実性が原因で大型投資案件が滞っており、一部の企業は海外への事業分散を図っている」と指摘しています。

欧州は環境・社会・ガバナンス (ESG) 問題で世界をけん引して

います。全地域でESGに焦点が当たっていますが、欧州は主導的立場を維持しています。担当銘柄がESGポリシーの実行と対話に重点を置いている、と49名のアナリスト全員が回答しています。気候変動が最も重要な環境問題です。

ESGに対する関心の高まりが、欧州での事業展開により制限を課すことにもつながると考えられています。気候変動、ギャンブル、医薬品、データ保護、デジタル広告にかかわる規制等、大半のアナリストは多くの規制が強化されることを予想しています。過去一年の間に欧州委員会、欧州理事会、欧州議会、欧州中央銀行 (ECB) のリーダーが代わり、彼らも成果を上げることに注力するでしょう。

## 中国：最も改善したが、依然弱い

中国のセンチメント指標は他のどの地域よりも改善が大きかったものの-0.4と最下位となっています。過去に比べると他地域に近づいていますが、依然劣後しています。景気は減速していますが、そのペースは緩やかなものとなっているようです。担当企業がサイクルの終焉を示す指標に対応すると予測するアナリストの比率は昨年の70%から今年は僅か27%まで低下しました。また中国をカバーするアナリスト26名のうち誰もハードランディングを予想していません。この点が若干楽観的な見方を支えていると思われませんが、これらの回答はコロナウイルスの感染拡大前に提出されたものであり、足元では変わる可能性があります。

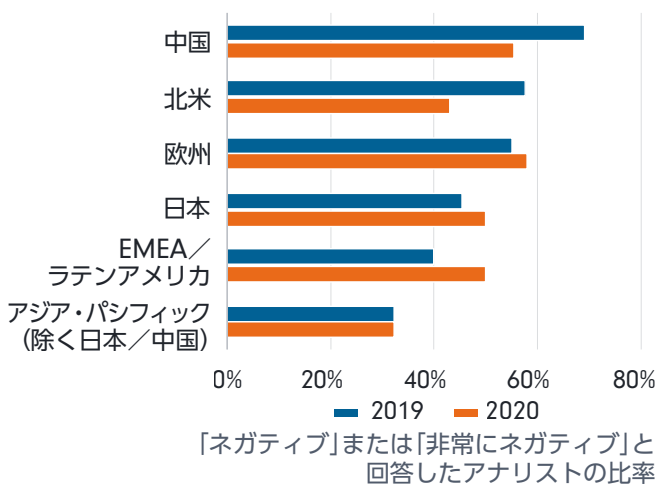
実際、新型肺炎の発生前でも、中国のセンチメント指標の内訳項目はほとんど全てが減速しています。特にROCは芳しくなく、2020年は半分以上のアナリストが低下すると予想しています。またおよそ半分のアナリストが設備投資も下落すると見込んでいます。一つの明るい材料はバランスシートの強さであり、昨年より大きく改善しました。完璧なバランスシートとは過度に慎重なもの (非効率な資本利用を示唆) でも、負債が過大なもの (企業の過剰リスクを示唆) でもありません。アナリストは概してバランスシートは適切な状態にあると見ています。しかしデフォルトには注意を払っています。

アナリストの3分の1はデフォルト件数が少し上昇すると予想しており、一方4%のアナリスト (2019年：0%) は大きく上昇すると予想しています。この水準であればデフォルトは特に懸念す

る必要はなく、資金調達コストは概ね横ばい、または低下すると予想されていますが、これは中国の負債状況を勘案するとすぐに変わる可能性もあります。

## 図表2：貿易について部分合意は成立したが、地政学リスクは中国の投資に依然打撃を及ぼしている

「地政学リスクが担当企業の戦略的投資計画（設備投資及びM&A）にどの程度影響を及ぼしているか？」



出所：フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

中国経済への下押し圧力は予想外のことでありません。中国はしばらく前から景気減速と最大の貿易相手国米国との深刻な貿易戦争という二つの大きな悪材料に対処しています。米中貿易協議の完全合意については、アナリストの確信度は概して高くありません。3分の2はトランプ政権の政策は担当セクターにとってネガティブになると依然考えています。あるアナリストは「企業は既に米中関係の緊張の高まりがニュー・ノーマルになると十分に認識しており、短期的な動きには過度にとらわれな

### アジア・パシフィック (除く日本/中国)：経営者マインドは打撃を受けている

かつては米国経済がくしゃみをすると残りの地域が風邪をひくといわれましたが、中国とアジアの近隣諸国にも同じことが言えると考えます。中国の景気減速は他のアジア諸国の重荷になっているようです。

アジア・パシフィック (除く日本/中国) のセンチメント指標は全

地域の中で最も大きく動きましたが、悪い方向に動きました。経営者マインドの低下が主な原因の一つと考えます。

同地域のアナリストの80%強は、昨年とは異なり経営者マインドが低下し、企業の意思決定にかなりの波及効果があると回答しています。同地域をカバーするアナリストの3分の1は2020年に設備投資が低下すると予想しています。他の大半の地域のアナリストは多額の資金が成長機会に配分されると見込んでいますが、同地域では成長への投資金額が減少すると予想されています。

配当性向の上昇も期待できないようです。同地域は今年配当が上昇すると回答したアナリストの比率が中国に次いで2番目に低くなりました。実際、同人数のアナリストが減配または無配を見込んでいます。これは成長が主な特徴である同地域にとって失望であり、特に経営者マインドが振るわないことを示唆していると考えます。

同地域のアナリストにポジティブ・サプライズの余地について質問したところ最も多かった回答が「あまりない」であったのが象徴的です。

### 日本：人口高齢化は潜在的なチャンスであるが慎重姿勢が勝る

直近の日本のマクロ経済データは弱く、経営者マインドの低さとも一致します。アナリストの半分以上が経営者マインドは今年も低下すると回答しており、僅か9%が改善すると見込んでいます。日本のセンチメント指標は2番目に高く、実際の事業環境は酷いことにはならないことを示唆しているにもかかわらず、そうした回答が出ました。

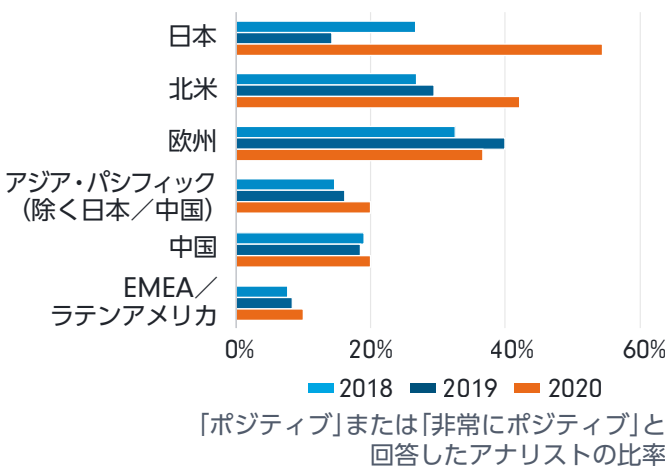
「安全なバランスシート」は過去数年の日本のトレンドであり、これは2020年も変わらないと考えます。保有キャッシュの規模が大きく、レバレッジが活用されないことが特徴であり、アナリストの約4分の3はバランスシートが過度に慎重であると述べています。アナリストの3分の1は負債がさらに低下すると予想しており、この慎重さは一段と強まる可能性があります。

しかしながら、日本では事業機会が生まれようとしていると考えます。日本の人口高齢化をビジネス・チャンスと捉えているアナリストの数が急激に増えています。昨年までの4年間のサーベイ

では、人口高齢化はネガティブな動きと受け止められてきました。しかし今年にはヘルスケア及びITソリューションに対するニーズの高まりが労働力縮小の悪影響を相殺するとして、半数を超えるアナリストが企業にとってポジティブと考えています。2020年はIT投資が拡大するとアナリストの80%が予想していますが、人口高齢化も理由の一つであると見えています。

### 図表3: 日本は人口動態を最大限活用する用意が できている

「今後10年、人口高齢化が担当企業にどのような影響を及ぼすか?」



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

財政支出も拡大しています。アナリストの約半分（2019年は僅か14%）は担当企業が財政政策によるプラスの影響を今年期待していると回答しています。昨年引き上げられた消費税の悪影響を相殺するために所得税減税の実施が予定されており、家計の裁量的支出拡大の可能性があります。マクロ情勢が落ち着き（日本経済は開放経済であることからグローバル・リスクの影響を受けやすい）、財政支出が本格化すると、多くのセクターで多様な投資機会が生まれるものと考えます。

### EMEA/ラテンアメリカ: 再び先頭に立つ

欧州新興国、アフリカ、ラテンアメリカの総合センチメント指標は2年連続で他のいずれの地域をも上回りました。チリの反政府デモ、ベネズエラ経済の崩壊、アルゼンチンの債務不履行、中東諸国での混乱にもかかわらず、同地域の企業を取り巻く環境は落ち着いています。

市場の需要がその理由と考えます。最終需要の伸びが利益成長を後押しすると経営者が期待していると、アナリストの半数が回答しています。アナリストの僅か14%が2020年の企業投資は2019年よりも低下すると考えており、また経営者マインドが2019年よりも低下すると回答したアナリストはいませんでした。ほとんどのアナリストは投資が維持管理のためではなく成長のために振り向けられると考えています。

約3分の1のアナリストが増配を予想しており、減配を予想するアナリストは一人もいませんでした。また人員は拡大するものの、賃金コストが問題になることはない予想されています。バランスシートは慎重に運営管理されており、特に借り換えの必要がない状況です。

欧州新興国、アフリカ、ラテンアメリカの  
総合センチメント指標は2年連続で  
他のいずれの地域をも上回りました。

しかし為替の変動性は課題です。EMEA/ラテンアメリカの多くの国は新興国市場カテゴリーに属しており、パフォーマンスは伝統的に米ドルの動きの影響を大きく受けます。ある消費アナリストはその影響を「売上は大半が新興国通貨建てで、費用の多くが米ドルに連動している。このことが粗利益率、インフレ、経済全体に対するセンチメントに影響を及ぼしている。」と表現しています。興味深いことに、通貨ボラティリティについて回答したアナリストの比率が過去4年にわたり低下しており、経済の成熟度が徐々に高まっていることが示唆されていると考えます。

リスク要因について問われると、ほとんど全てのアナリストがマクロ・イベントと地政学リスクを指摘します。しかし、これまでもこうした困難を乗り越えてきた実績があり、今後もそうなる可能性が高いと考えます。保護主義的政策のマイナスの影響は昨年よりも既に低下しつつあり、また米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) (新NAFTA) が署名・締結され、ラテンアメリカ企業にとって貿易戦争の影響は低下してきています。



# アナリスト・サーベイ 2020: セクター別

以下は調査対象となった10セクターの主な調査結果の要約です。

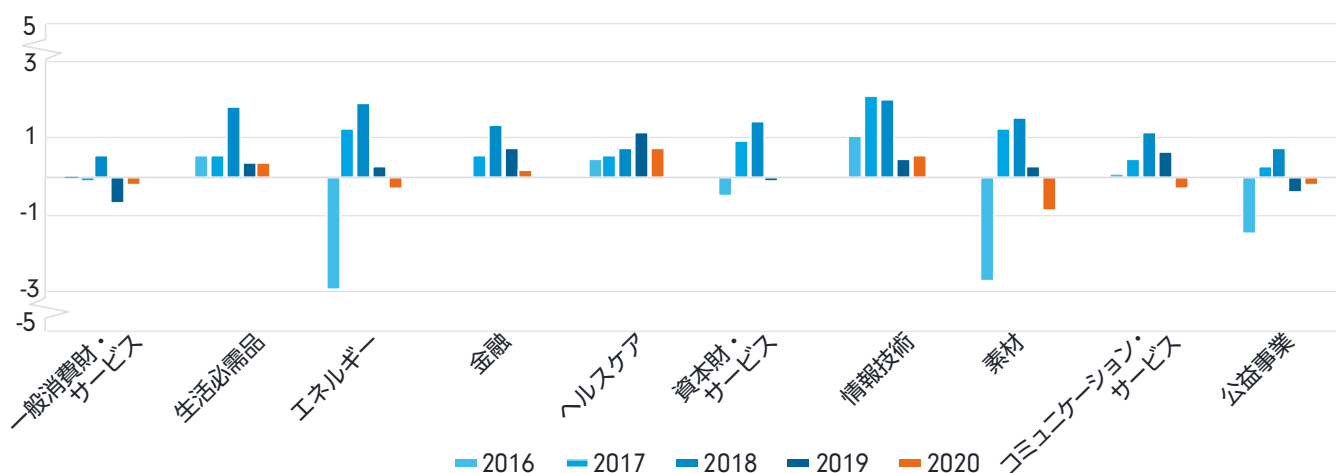
## 一般消費財・サービス

一般消費財・サービス・セクター（高級品、娯楽、レジャー等）のセンチメント指標は前年の-0.7から-0.2へと上昇し、依然マイナスながらも大きな改善を見せました。これは、米国及び中国の個人消費の堅調さと大半の先進国における失業率の低さを反映したもので、高級品の消費拡大にもつながっています。しかし、こうした見通しも今回の中国の新型コロナウイルスの状

況次第といえます。これを封じ込めることができれば、中国経済への影響は短期的な打撃に留まると思われます。しかし阻止できない場合、グローバル経済の予測は引き下げられるでしょう。

米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和バイアスと中国の景気対策が世界的に当セクターの業況改善につながっています。担当企業がサイクルの終焉を示す兆候に対応していると回答したアナリストの比率は昨年の60%から低下し今年は32%に留まりました。景気後退懸念は弱まりましたが、経営者マインドが昨年よりも低下し、サイクルの持続性に対する警戒感が示されました。

図表1: フィデリティ・センチメント指標は今後セクター間のファンダメンタルズ格差が拡大することを示唆  
フィデリティ・センチメント指標



フィデリティ・センチメント指標は、経営者マインド、設備投資、配当、資本利益率（ROC）、バランスシートに対するアナリストの見方をもとめた総合指標。数値は-5から+5の間で示される。出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

規制強化の動きも今年の株価見直しにとってマイナス材料になると考えます。例としてマカオのギャンブルに対する規制が挙げられますが、担当アナリストは「規制強化により富裕層のゲーム需要が縮小する」と述べています。保護主義政策も当セクターにとって悪材料になる可能性があります。アナリストの4分の3が今後12カ月の間に悪影響が及ぶと回答しています。米国と中国は貿易協定の第1段階の合意文書に署名をしましたが、超大国間の緊張はサプライチェーンの構造と長期の投資判断に影響を及ぼすものと考えます。

米連邦準備制度理事会 (FRB) の緩和バイアスと中国の景気対策が世界的に当セクターの業況改善につながっています。担当企業がサイクルの終焉を示す兆候に対応していると回答したアナリストの比率は昨年の60%から低下し今年には32%に留まりました。

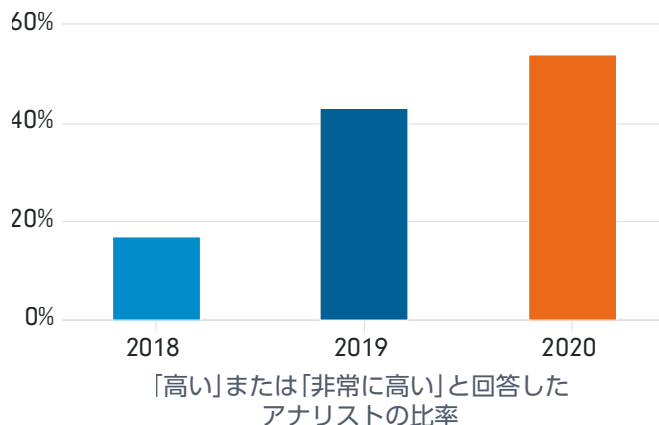
破壊的イノベーションも大きなテーマの一つです。60%を超えるアナリストが、自動運転、シェアリング・エコノミー、消費行動の変化（フード・デリバリー、Eコマース、電子決済等）、ロボットによる供給といった破壊的トレンドの影響を少なくとも若干は受けると予想しています。しかし、これらのトレンドは国内外で活用することができる企業にとっては大きなチャンスであると考えます。あるアナリストは、「担当企業の約50%はディスラプター（破壊的影響をもたらす企業）である」と述べています。当セクターの中でこういった企業がアウトパフォームするかという質問に対し、多くのアナリストが重要な差別化要因としてプロダクト・イノベーションを挙げています。

## ヘルスケア

ヘルスケア・セクターに対するアナリストの見方は昨年同様楽観的です。当セクターのセンチメント指標は2年連続で最も高くなりました。今年の経営者マインドは高く、設備投資は拡大が予想されています。また減配を予想するアナリストは1人もいませんでした。担当企業がサイクルの終焉に向けて準備していると回答したアナリストの比率はわずか7%（全セクターの中で最低）となりました。

## 図表2: ヘルスケア・セクターは今年も堅調となる見込み

「経営陣の設備投資意欲は12カ月前と比べてどうか？」



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

また当セクターについてはM&Aの動きが再び注目されると考えます。アナリストの半分以上が担当企業の「重点課題」、または「経営戦略上の最優先事項」と述べています。企業はバランスシートが健全な状況で、投資資金を確保できる状況にあります。一方で資金調達コストと負債は昨年から大きく低下することが見込まれています。企業のプライシング・パワー（価格決定力）が過去1年で大きく高まった中で、コスト増は問題にはならないと考えます。

ヘルスケア・アナリストがリスクとして最も懸念するのは薬価に関する規制です。トランプ大統領は薬価に関する対策の必要性を繰り返し訴えており、62%のアナリストが政策による悪影響を予想しています。米大統領選挙も経営者マインドにとってマイナス材料となっています。エリザベス・ウォーレン氏またはバーニー・サンダース氏が勝利した場合、規制強化のリスクが高まることが予想されます。

しかし、規制は別の面ではプラスの影響を及ぼしています。医薬品承認の迅速化の方針は当セクターにとってプラス材料と考えます。これは中国において、多くの技術革新や規制当局の合理化等と共に最近見られる動きです。そのため、新興国市場で企業が投資を拡大すると予想したアナリストが62%（全セクターの中で最高）に達したのは意外なことではありません。

しかし、ヘルスケアは急速に変化し、かつ競争が激しい業界であり、メディカル・テクノロジー企業による破壊的影響を大きく受けます。アナリストは、プロダクト・イノベーションとバランス

シートの健全性により勝者と敗者が決まると予想しています。

## 資本財・サービス

資本財・サービス・セクターのセンチメント指標は昨年より若干上昇しゼロとなりました。アナリストの半分以上が当セクターは2019年に周期的に成熟局面に達し、足元は減速していると回答しています。しかし、当セクターは幅広く多様であり、中では微妙な違いがあることも明らかとなりました。昨年は世界的に製造業が苦戦しましたが、今年の調査では回復の兆しが見られます。昨年に比べて3倍近い数のアナリストが今後12カ月の間に担当銘柄が「初期の拡大局面または回復局面」に入ると予想しています。

しかし、当セクターは景気減速への対応等、様々な問題に直面しています。そうした中でコロナウイルスの問題も追い打ちをかけています。アナリストからは「一部の資本財企業はリストアの強化や優先度の低い投資や旅費の削減などで対応を図っている」、「多くの企業が内部成長の鈍化を受けてM&Aに目を向けている」といったコメントが出ています。

セクター全体の設備投資は昨年よりも低下する見込みですが、一部のサブセクターは投資を継続せざるを得ません。アナリストの1人は、「多くの自動車メーカーが排出基準の強化に対応し、電装化のトレンドに追随し、自動運転技術を開発するために、設備投資拡大を『余儀』なくされている」と述べています。

地政学リスクも逆風になる可能性があります。同アナリストによると、米中貿易協定は第1段階の合意に至りましたが、米国と欧州間で追加関税の引き上げ局面に入ると、特に自動車産業は打撃を受ける可能性があります。しかしながら、トランプ政権の政策については悪影響に対する懸念が後退し、プラス面が評価されつつあります。今年は大統領選挙の年であり、トランプ大統領は景気を下支えすると予想されており、防衛及びインフラへの支出拡大が資本財セクターをサポートするものと考えられます。

## 金融

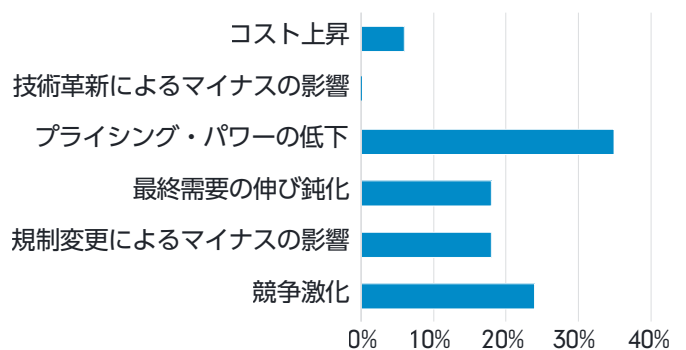
金融セクターのセンチメント指標は今後1年の間にファンダメンタルズが緩やかに改善することを示唆していますが、内訳項目に大きなばらつきが見られました。アナリストはプライシング・パワー（価格決定力）の低下と競争激化により資本利益率（ROC）が昨年よりも低下すると予想しています。また、経営者

も事業への投資に慎重になっています。プラス材料は健全なバランスシートと増配です。アナリストの45%が今年の配当性向は昨年より高くなると予想しています。

当セクターのサイクルは現在の局面にあるか、と質問したところ、最も多い回答は「成熟局面」であり、「減速局面」を僅差で上回りました。しかし、アナリストはこうした状況が12カ月以内に反転すると予想しています。アナリストの45%がセクターは減速局面に入ると見込んでおり、成熟局面の継続を予想したのは31%に留まりました。金融緩和は一部のサブセクターにとっては追い風となりましたが、多くの金融機関にとっては利益率と自己資本利益率（ROE）の低下を招きました。今年の金利見通しは大きく変わっていないことから、多くの経営者マインドが低調なことに驚きはありません。

## 図表3： 低金利が金融機関を直撃

「資本利益率（ROC）低下の主因は何か？」



出所：フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

プラス面では、当セクターは破壊的トレンドへの対応を図っており、セキュリティ、ソフトウェア、クラウド・コンピューティングの領域を中心にIT投資の大幅拡大が予想されています。また、ミドル・オフィス及びバック・オフィスの業務においては自動化が進んでいます。しかし、フィンテック企業及びロボ・アドバイザーが伝統的な金融機関から市場シェアを奪い取りが低下しつつある中で、これは時間との戦いとなっています。

## 生活必需品

生活必需品セクターの見通しは比較的明るいものとなっています。同セクターのセンチメント指標は0.4とヘルスケア、情報技術セクターに次いで3番目に高い水準にあります。これは拡大

局面にあること、そしてファンダメンタルズが昨年よりも改善していることを示唆していると考えます。

サイクルの終焉に対する懸念は中央銀行の緩和政策により後退しています。担当企業がサイクルの終焉を示す兆候に対応していると回答したアナリストの比率は昨年の43%から今年はずか17%までに低下しました。設備投資も改善しています。アナリストの3分の1が設備投資（内訳としては成長投資とメンテナンス投資が同程度）の拡大を予想しています。これはアナリストのわずか5分の1が設備投資の拡大を予想している一般消費財・サービス・セクターとは対照的です。

生活必需品セクターの見通しは比較的明るいものとなっています。同セクターのセンチメント指標は0.4とヘルスケア、情報技術セクターに次いで3番目に高い水準にあります。これは拡大局面にあること、そしてファンダメンタルズが昨年よりも改善していることを示唆していると考えます。

当セクターはコスト増を価格転嫁できることで突出しています。アナリストのわずか8%がプライシング・パワー（価格決定力）の不足によりコスト増が問題になると予想しています。一方、アナリストの半分がインフレ環境下でも価格転嫁できると確信しています。今年にはESG重視のスタンスも注目に値します。90%を超えるアナリストが、サプライチェーン、衛生と安全、気候変動、リソース・マネジメント等の分野を中心にESGポリシーの設定と執行が見込まれると、回答しています。

## 情報技術

情報技術セクターのセンチメント指標は昨年の+0.5から+0.6へと上昇し、ヘルスケアに次いで2番目に高い水準をつけました。当セクターが減速する、または不況に陥ると考えるアナリストはいませんでした（2019年：28%）。アナリストの1人は、「業況が安定化し、サイクル中盤の局面に戻った」と述べています。

アナリストは当セクターが人口動態の恩恵を受けると見ています。人口高齢化は担当企業にプラスの影響が及ぶとアナリスト

の65%（2019年：28%）が回答しています。経営者は労働力が縮小する中、オートメーション（自動化）のビジネス機会を、また人口高齢化が進む中、ヘルスケア・テクノロジーのビジネス機会を捉えられると楽観的に見えています。

今後1年は、潤沢なキャッシュや強固なバランスシートを背景に、多くの企業にとって増資は不要と見えています（今回も増資の必要性は全セクターの中で最低）。また担当企業のプライシング・パワー（価格決定力）は全セクターの中で最も高く、アナリストの39%は消費者物価指数（CPI）上昇率以上に価格を引き上げることができると回答しています。

しかし、政治問題は当セクターにとって懸念材料です。経営者マインドが低下すると回答したアナリストの数が、上昇すると回答したアナリストの数を上回りました。これは今後1年の地政学リスクも影響していると考えます。アナリストの1人は、「多くの企業にとって事業環境の先行きは不透明であり、特定の顧客に売ることができるか予測することが難しくなっている」と指摘しています。

特にトランプ政権の政策は懸念事項であり、アナリストの65%がネガティブな影響を予想しています。同水準は全セクターの中で最も高く、昨年の61%から若干上昇しました。今回の貿易戦争は世界のサプライチェーンを分断する可能性があります。欧米企業は生産を中国から移しつつあり、先行きが不透明なことから投資の意思決定に慎重にならざるを得なくなっています。一方、中国企業はサプライチェーンの現地化を進め米国サプライヤーからの分散を図っています。ただし、この動きもコロナウイルスの成り行き次第では影響を受ける可能性があります。貿易を巡る不確実性は経営者にとって依然大きな問題ですが、今やニュー・ノーマルと受け止められており、また第1段階の合意により先行きの見通しは多少改善したものと考えます。今年最も多く指摘されたリスク要因は世界経済の同時減速でした。それがなければ、情報技術セクターは高いパフォーマンスが予想されます。

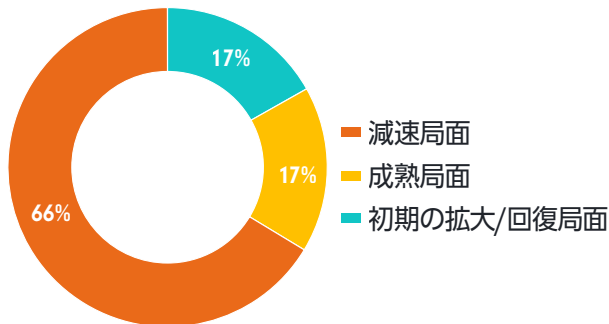
## エネルギー

エネルギー・セクターは、2019年の世界需要の鈍化と供給過剰という厳しい年を経て、2020年はセンチメント指標が-0.3と4年ぶりの水準まで低下しました。アナリストの半分が経営者は事業への投資に慎重になっている、また60%を超えるアナリストが当セクターは減速局面にあると回答しています。リターン低

下の主因として、アナリストの4分の3が最終需要の減速を指摘しています。あるアナリストは、「全体のトーンが悲観的であることから、業況が良好、ないしは市場予想通りでもポジティブ・サプライズとして受け止められるだろう」と述べています。

#### 図表4：世界経済の減速がエネルギー・セクターの重荷となっている

〔現在サイクルのどの局面にあるか？〕



出所：フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

当セクターは取り組むべき多くの問題を抱えています。アナリストの42%が規制強化を予想しており、それらの多くは、温暖化ガス削減目標、船舶燃料の硫黄含有量の制限、シェールガスのフラッキング（水圧破碎法）禁止等、環境基準の強化を図るものです。しかし、アナリストが指摘する最大のリスクは常態化しつつある経済活動の停滞です。また、コロナウイルス問題も新たなリスク要因となりつつあります。

トランプ政権の政策はエネルギー・セクターにはプラス、マイナス双方の影響が考えられます。同政権は規制緩和を推進していますが、一方で貿易戦争はアジアの最終需要の抑制につながっています。

当セクターにとって厳しい1年となる可能性があります。アナリストは適切な株主還元等、資本配分について有効なアプローチを取る企業が競合他社をアウトパフォームすると予想しています。

#### 素材

素材セクターのセンチメント指標は昨年の+0.3から今年は-0.9に落ち込み、最も振るわないセクターになると予想されています。2019年は世界の経済活動が減速し、貿易が急減し、コモディティ価格が停滞したことから、経営者は計画の見直しを迫られることとなりました。またコロナウイルス問題を受けて、足元では

状況が一段と悪化している可能性が高いと思われます。

企業は、設備投資を抑制し、生産量を下方修正し、市場シェア獲得のために価格を引き下げ、事業の効率化に注力しています。アナリストの1人は、「需給均衡を意識して生産能力の増強が見送られている」と指摘しています。また、「今年は利益拡大のために費用削減に注力する必要がある」と考えるCEOの数が急増したとアナリストは回答しています。以上のことは、全セクター内で2016年以降最大の下げとなった経営者マインドに集約されています。

財政支出に対する期待が高まっており、これが一定のプラス材料になる可能性があります。財政政策によるプラスの影響を予想するアナリストの比率は昨年の36%から74%まで上昇しました。財政出動は各国政府の課題となっており、素材セクターは特にインフラ投資の恩恵を受けると考えます。

最近のESG問題に対する関心の高まりは、素材企業の重荷となっています。アナリストの68%が規制強化を予想しており、それらの多くは環境目標に関連するものです。想定通り、気候変動、そして政府及び社会の対応は担当企業に悪影響をもたらすとアナリストの95%（エネルギー・セクターと同水準）が予想しています。

コモディティ価格はマクロ環境の不確実性と国内問題勃発の影響を受けやすく、地政学リスクは依然としてアナリストの懸念事項となっています。アナリストの約80%（全セクター内で最高）が保護主義政策の企業収益への悪影響を予想しています。直近では米中貿易戦争が鎮静化し、コモディティ需要に大打撃となりうる中国経済失速のリスクが後退したと思われませんが、他地域では各々固有の問題を抱えています。

アナリストの1人は、「チリ、アルゼンチン等、ラテンアメリカでは社会不安が拡大しており、経営者は長期投資計画を練り直している。アフリカでもロイヤルティ/税金の引き上げが散見され、経営者に戦略の再検討を促している。」と述べています。

投資家は局面変化の速さに留意する必要があります。現在、当セクターが減速局面または不況局面にあると見ているアナリストの比率は79%に上りますが、1年後を見通した場合、その比率は42%まで低下します。また1年後には初期の拡大局面に入っていると予想するアナリストの比率も相応に高い状況です。実際に製造業データは回復の兆候を見せ始めていましたが、一方で今回のコロナウイルスの問題が影を落としています。



## コミュニケーション・サービス

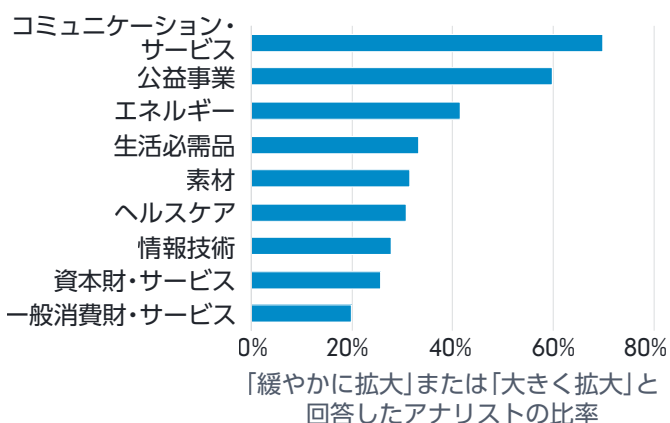
今年ポジティブ・サプライズが起きる可能性はどの程度かという質問に対して、アナリストの1人は「極めて低い」と述べています。当セクターのセンチメント指標は若干ながらマイナス領域に低下しました。主因はバランスシートの悪化であり、アナリストの3分の2（2019年は半分に留まった）がバランスシートに負荷がかかっていると回答しています。

しかし、他の内訳項目は明るいものとなっています。設備投資は5Gネットワーク投資によって拍車がかかり全セクターの中で最も速く拡大すると予想されています。配当は昨年に近い水準が予想されています。また経営者マインドは過去2〜3年にわたり低下してきましたが、今年は概ね昨年同様の水準が見込まれています。

今年は地政学リスクと規制が経営者にとって懸念事項となっています。アナリストはトランプ政権の政策が当セクターの重荷になると予想しています。ファーウェイに対する米政府の措置によって企業のサプライチェーンと5Gプランの不確実性が世界的に高まっています。業界は既に厳しく規制されていますが、今年は一段と規制が強化されるとアナリストの56%（2019年はわずか11%）が予想しています。

### 図表5: 5G導入に伴い設備投資が拡大

「担当企業の設備投資計画は過去12カ月に比べて今後12カ月はどうなるか？」



出所: フィデリティ・アナリスト・サーベイ2020

最大のリスクは競争激化です。これにより企業は、値下げや顧客獲得・維持のための支出拡大を強いられることとなります。今年は確立したブランドを持つ企業や、バランスシートが健全

で負債の少ない企業がベスト・パフォーマーになるとアナリストは述べています。

## 公益事業

公益事業セクターのセンチメント指標は概ね横ばいとなりましたが、内訳を見るとばらつきが見られました。今年は逆風となる規制変更と最終需要の伸び鈍化により資本利益率（ROC）が大きく低下すると予想されています。バランスシートには昨年よりも負荷がかかると思われ、これが経営者マインドの低下につながっていると考えます。しかしながら、当セクターの配当は依然魅力的で、アナリストの40%（金融に次いで2番目に高い水準）が増配を予想しています。

一方、今年は当セクターにとって重要な年になると考えます。公益事業会社は化石エネルギーからの移行の先頭に立ち計画を立てています。今年は企業が非常に高い再生可能エネルギーの目標を設定していることから設備投資が復活する見込みであり、アナリストの70%が拡大すると予想しています。

財政政策も大きなプラス材料になるとアナリストは見ています。気候変動の抑制につながる行動を支持する足元の大きな動きを踏まえると、設備投資拡大の多くは「グリーン」プロジェクト関連になるものと予想されます。具体的には電力網の強化や風力・太陽光発電所の建設などです。また、「グリーン・ニューディール」投資計画が追加で発表されると当セクターにとっては強力な追い風になるものと思われます。

政府の再生可能エネルギー目標達成に向けた投資の資金調達のため、公益事業会社は足元の低金利を活用して債券（多くの場合はグリーン・ボンド）の新規発行や借り換えを実施しようとしています。

公益事業会社は必要不可欠なサービスを提供していることから、規制が最も厳しいセクターとなっています。そのため規制変更は当セクターにとって常に最大のリスクですが、注目すべきことにアナリストは今年の規制強化がわずかなものに留まると予想しています。また、規制強化を予想するアナリストの比率が全セクターの中で最低となりました（アナリストの20%は規制緩和を予想）。こうした良好な環境の下、強固なバランスシートを有し、キャッシュ・フロー創出力の高い企業は良好な見通しが期待されます。

# Credits

---

## **Survey Editor**

George Watson

## **Writers**

Hiroki Hayafuji

Sophie Brodie

Lisa Twaronite

Adnan Siddique

Bob Chen

Ben Moshinsky

Raji Menon

## **Graphics**

Mark Hamilton

Oliver Godwin-Brown

## Important information

This material was created by Fidelity International. It must not be reproduced or circulated to any other party without prior permission of Fidelity.

This communication is not directed at, and must not be acted on by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required. Fidelity is not authorised to manage or distribute investment funds or products in, or to provide investment management or advisory services to persons resident in, mainland China. All persons and entities accessing the information do so on their own initiative and are responsible for compliance with applicable local laws and regulations and should consult their professional advisers.

This content may contain materials from third-parties which are supplied by companies that are not affiliated with any Fidelity entity (Third-Party Content). Fidelity has not been involved in the preparation, adoption or editing of such third-party materials and does not explicitly or implicitly endorse or approve such content.

Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organisation that provides products and services in designated jurisdictions outside of North America. Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are trademarks of FIL Limited. Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice, personal recommendations based on individual circumstances.

Issued in Europe: Issued by FIL Investments International (FCA registered number 122170) a firm authorised and regulated by the Financial Conduct Authority, FIL (Luxembourg) S.A., authorized and supervised by the CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) and FIL Investment Switzerland AG. For German wholesale clients issued by FIL Investment Services GmbH, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus. For German Institutional clients issued by FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg.

In Hong Kong, this content is issued by FIL Investment Management (Hong Kong) Limited and it has not been reviewed by the Securities and Future Commission. FIL Investment Management (Singapore) Limited (Co. Reg. No: 199006300E) is the legal representative of Fidelity International in Singapore.

FIL Asset Management (Korea) Limited is the legal representative of Fidelity International in Korea. In Taiwan, independently operated by FIL Securities (Taiwan ) Limited, 11F, 68 Zhongxiao East Road, Section 5, Xinyi Dist., Taipei City, Taiwan 11065, R.O.C. Customer Service Number: 0800-00-9911#2.

Issued in Australia by Fidelity Responsible Entity (Australia) Limited ABN 33 148 059 009, AFSL No. 409340 ("Fidelity Australia"). This material has not been prepared specifically for Australian investors and may contain information which is not prepared in accordance with Australian law.

ED20-27

## ■ ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
  - 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
  - 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
  - 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
  - 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
  - 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
  - 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入しておりません。
  - 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
  - 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
  - 投資信託説明書(目論見書)については、販売会社またはフィデリティ投信までお問い合わせください。なお、販売会社につきましては以下のホームページ(<https://www.fidelity.co.jp/fij/>)をご参照ください。
  - ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
    - ・申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.40%(消費税等相当額抜き4.0%)
    - ・換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 1%
    - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.123%(消費税等相当額抜き1.93%)
    - ・その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。
- ※当該手数料・費用等の上限額および合計額については、お申込み金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。ファンドに係る費用・税金の詳細については、各ファンドの投資信託説明書(目論見書)をご覧ください。

ご注意) 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

## フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

IM200227-2 CSIS200302-1