



# 富達分析師調查報告

富達分析師對2020年將會影響企業環境的趨勢，提供精闢觀點

富達市場情緒指標: 位於正向水準



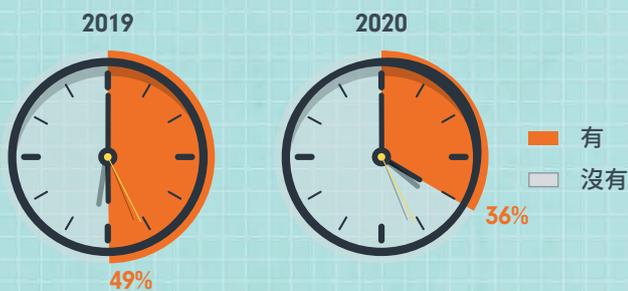
今年調查訪問了151名分析師



## 透視當前景氣循環

雖然市場情緒轉弱，但企業預期景氣循環將延續下去

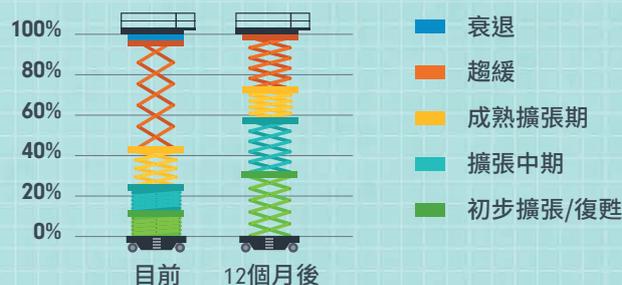
「你研究的企業是否對景氣循環結束作調整？」



## 製造產業出現一線曙光

雖然工業產業在過去一年備受挑戰，但富達分析師預期情況將會好轉

「你研究的產業，目前及12個月後，位於哪個景氣循環階段？」



## 企業廣泛招聘

幾乎所有地區和產業的企業都計畫增聘人員

「在你研究的公司中，計畫增聘人員的百分比有多少？」



## ESG:分水嶺的一年

2020年，ESG獲全球企業重視的程度，達到前所未見的水準。

「過去一年，你研究的公司是否越來越重視ESG政策的溝通和執行？」



回答「是，但占少數」或「是，占大多數」分析師比例

## 重點摘要

決策需要數據支持，富達分析師調查訪問了151名分析師，提供了大量數據。調查的圖表、報告和資訊圖表由超過12,000項數據所組成，描述了企業經理人的未來願景與憂慮、他們的支出計畫，甚至氣候變遷對企業的影響。一年一度的調查為我們提供豐富數據，作為投資決策的基礎。

以單一數值反映調查結果的市場情緒指標，在今年出現下滑。目前市場情緒指標為0.2，仍位於正水準，反映富達分析師預期整體基本面在2020年略微改善，但仍是2016年以來最低水平。這顯示出他們對地緣政治風險拖累貿易的擔憂，以及我們正處於漫長景氣循環的後期。

部份產業的表現較佳，包括健康護理和資訊科技分析師的看法，較為正面。反觀，原物料分析師認為今年產業表現將會緊縮。新興歐洲、非洲和拉丁美洲的分析師最為樂觀，而研究覆蓋中國的分析師則預料企業基本面稍遜於2019年，但認為轉弱的步調趨緩。

調查也反映環境、社會和公司治理(ESG)議題，對企業決策的影響力處於前所未見的水準。所有地區及(幾乎)所有產業的分析師都表示，企業更加重視ESG。歐洲在這方面的發展獨占鰲頭。

當然，儘管這些預測是透過深思熟慮，但難免會遇上一些意外事件。新冠肺炎疫情就是這種意外事件，並可能大幅改變預期。目前疫情對工業初步復甦的傷害，或者對科技和消費產業的網上購物公司業務的刺激作用有多大，仍不明朗，但在接下來的內文中，將會闡述有關潛在影響。

調查就支撐企業獲利的基本面動力提供參考概覽，以及預期相關因素在年內的變化情形。調查所呈列的數據，有助提升決策品質，希望投資人能從中受惠。

Richard Edgar  
總編輯

# 目錄

透視當前景氣循環	05
<b>ESG: 分水嶺的一年</b>	10
地區分析	13
產業分析	17



## 2020富達分析師調查 透視當前景氣循環

經濟循環一般持續數年，很少橫跨數十年。然而，目前的經濟循環卻有別以往，此波循環已超過十年，是史上最長的經濟循環。根據最新的富達分析師調查報告顯示，雖然企業管理層信心下滑，但預期循環將會持續。即使製造產業陷入衰退，但服務產業還未展現景氣循環後期出現的失衡情況，這還可稱之為一個景氣循環嗎？

富達分析師在準確預期2019年全球經濟同步成長的情況結束，但不會衰退之後，今年分析師們認為商業環境將改善，但幅度輕微且步伐緩慢。在低利的環境下，消費仍然強韌，經濟衰退可能延後，至少延到2021年。只有36%的富達分析師表示，其研究的企業，對景氣循環結束作好準備，低於去年的49%。然而，即使地緣政治風險仍然存在，加上新冠肺炎疫情全面的影響程度未知，但富達分析師預期，未來12個月的整體企業基本面將趨於穩定。

但投資人不可忽略的是，此次新冠肺炎疫情對中國和全球經濟所造成的影響。疫情擴散和防疫措施，都對全球經濟成長構成負面衝擊，某些產業將首當其衝，例如旅遊、實體零售及博彩。

### 重點摘要：

- 市場情緒指標依然正向…僅位於正水準
- 產業及地區前景呈現多空夾雜局面
- 儘管處於景氣循環後期，企業(尤其是公用事業)透過投資來帶動成長
- 人口高齡化的影響趨於均衡

另一方面，健康護理等產業則顯強韌，但其他產業(例如工業)持續轉弱，甚至有可能走出谷底，因為在較長的景氣後期變化下，這些產業有機會出現較短暫的小型循環。

此次調查報告中有兩項頗為出乎意外：一、計畫增聘職員的企業比去年多，且沒有引發高通膨；二、全球各地有越來越多企業考量環境、社會及治理(ESG)因素，公用事業更出現許多與氣候變遷相關的投資機會。

# 新冠肺炎疫情：灰天鵝事件

對國際公司和市場而言，新冠肺炎疫情的擴散，即便不完全屬於黑天鵝事件，也至少是灰天鵝事件。在疫情擴散和各國政府落實檢疫措施之前，富達分析師在去年12月參與包括68個問題的調查報告。

調查報告具影響力，是因為分析師對其研究的企業進行詳細研究。富達分析師一年進行15,000次的公司訪談，與高階管理人員會面，調查結果令分析師能夠實際深入了解影響這些公司業務的問題。而自進行調查以來，訪問中經常談及新冠肺炎疫情。

富達分析師注意到中國酒店和旅遊業受到立即性的衝擊，因為中國關閉邊境，使觀光產業陷入停頓狀態，大宗商品也受到影響；預期疫情會使復甦延遲。由於航班取消和機場支出減少，運輸業分析師同樣預期營收將出現短暫而急劇的下滑。分析師比較此次疫情與2003年的SARS疫情，當時航空公司的股價下降20%到40%，但是在SARS疫情受控後，相關股價便飛快回彈。

預期線上企業表現好。由於民衆持續不外出，串流服務和線上遊戲的使用增加，而實體商店正正陷入困境。在春節期間的首五天，澳門的訪客人數驟降了80%，分析師認為此次疫情使旅遊產業承壓，直到2020年中為止。更廣泛而言，大部份分析師預期中國政府將加強刺激措施，以因應疫情對今年首季國內生產毛額成長的衝擊。

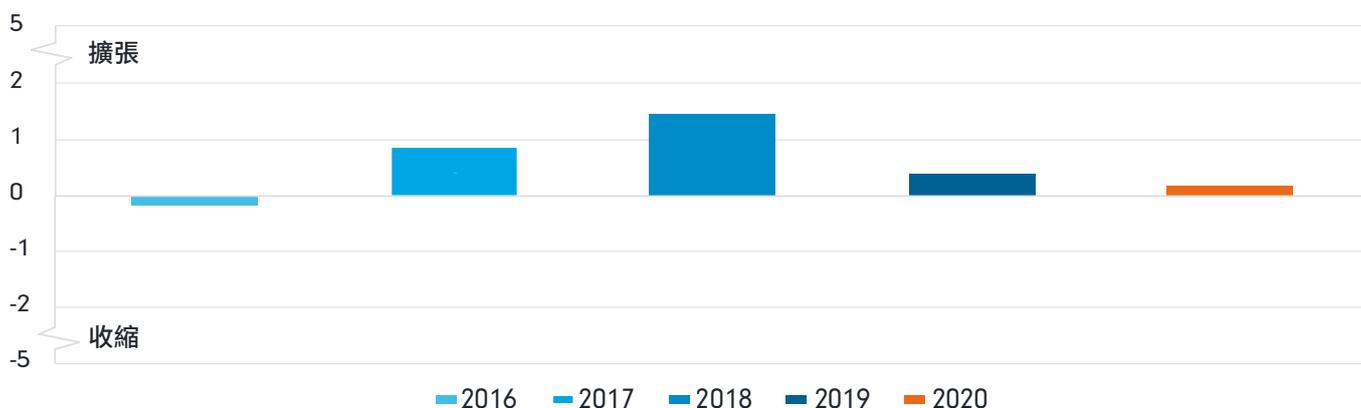
然而，新冠肺炎疫情擴散，以及疫情對全球經濟的影響程度幾乎是無法預測。相反，調查報告是一個工具，以預測企業的基本面走向，並確定將在未來12個月影響企業的週期和結構趨勢。從這方面而言，證明調查報告的結果準確。

舉例來說，我們預期在經歷2017年和2018年的升勢後，企業獲利成長會在去年趨緩。事實上，2019年是全球公司獲利成長基本持平的一年。但是，調查報告是關於公司基本面，而不是估值；在美國聯準會於年初調降利率後，股市升勢強勁。另外，富達分析師認為，中國經濟減緩和全球政治動盪是必須關注的主要風險。在美中貿易緊張局勢下，中國2019年的經濟成長確實減緩到6%，此外，智利和香港的抗議活動也對企業造成影響。

此次，中國再度成為市場焦點。無論疫情發展如何，藉由維持接觸和聆聽管理高層的意見，富達分析師作出前瞻性預測和投資決定。

圖1：市場情緒較去年下滑，但仍處於正水準

富達市場情緒指標



富達獨有專屬的前瞻性市場情緒指標，量化分析師對管理層信心、資本支出、股利、股本報酬率和財務狀況的意見，以-5分（顯著惡化）至5分（顯著改善）分為評等。資料來源：2020富達分析師調查。

## 全球市場情緒仍然正向…僅處於正水準

富達市場情緒指標係衡量富達分析師對企業基本面的整體展望，用以反映企業經營環境的變動。該指標結合富達分析師對未來12個月企業管理層信心、財務狀況、資本支出、資本報酬率和股利趨勢的觀點。今年針對151名分析師作調查，共回收179份問卷（部分分析師的研究多個產業）。

展望2020年，他們預期整體企業活動輕微擴張，但較2019年減緩。

我們發現產業和地區差異大。例如，中國企業的績效持續溫和成長，但較去年顯著趨緩。富達分析師表示，企業管理層相信中國主管機關除了實施緩減新冠肺炎疫情的干預措施外，將會進一步運用政策，來緩衝經濟活動下滑的衝擊。美國企業在先前帶動全球成長擴張後，前景平平，而歐洲及日本企業未來一年的展望轉佳。

從產業來看，消費產業好壞參半，核心消費品走升，非核心消費品則面臨挑戰，雖然承壓的程度低於去年。能源和原物料仍然疲弱，工業繼續走跌，但富達分析師預期未來12個月，工業範疇中的次產業將出現回升跡象。

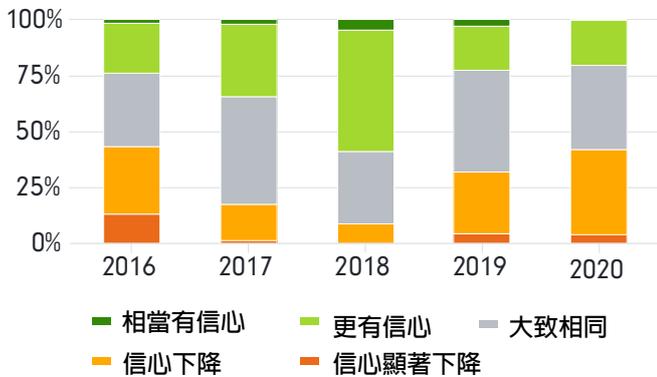
預期健康護理產業今年的績效將繼續強勁，企業併購活動將較其他產業頻繁。預期大部份併購都是為補強而收購，但對比去年，較多的分析師預期健康護理產業將出現重要策略性的併購。

## 管理層看法悲觀，但股利穩健

針對市場情緒指標中的主要分項因子進行分析後發現，企業管理層信心較去年下滑，情況與2016年相似。這可能是因為管理層在景氣循環後期採取審慎態度，以及地緣政治持續不明朗所致。但資本支出成長（富達預期增加1.8%），以及預期企業妥善管理資產負債表，則抵銷管理層情緒轉趨悲觀。前者是由於企業持續投資；後者則因利率偏低及有機會進行業務重整。而升幅最大的是股利：富達分析師預期，目前的高水準很可能持續。

## 圖2：企業高層對景氣循環後期看法悲觀

「在你研究的產業當中，與12個月前相比，企業管理團隊對投資有多少信心？」



資料來源：2020富達分析師調查。

## 隨著ESG備受矚目，企業投資帶動成長備受矚目，企業投資帶動成長

仔細分析資本支出可發現企業為致力掌握結構性趨勢，擬增加投資來推升業務成長。在氣候變遷和低碳技術需求助漲下，所有地區的ESG投資意願均躍升，使得能源及公用事業的投資成長比例升幅最高。

鑑於帶動成長的投資增加，富達分析師預期在未來12個月，籌資的企業數目將會上升 – 占全球企業約38%，去年約為30%。然而，利率維持低水準，富達分析師認為這不是企業承壓的指標，不過，違約率應稍微上揚。美國債券到期及與此相關的再融資可能會使借貸環境緊縮，但這樣的情況，預期要到2021年才會展開。事實上，綜觀整體市場情緒指標，財務狀況管理的評分甚高，而且富達分析師預期槓桿比率在2020年將會下滑。

## 駕馭無止境的景氣循環

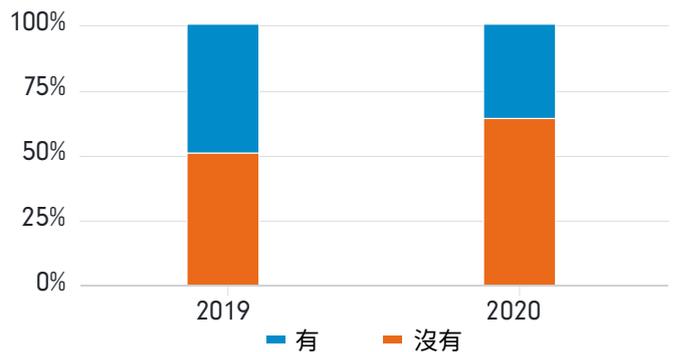
自2019年初以來，市場對經濟衰退的憂慮減退，尤其在中國，73%的富達分析師表示，企業並無為景氣循環結束作準備，相較去年只有30%。然而，企業以某些其他方式因應景氣循環後期的變化，例如減少借貸。

當然，新冠肺炎疫情的灰天鵝事件，可能使上述正向情緒逆轉。鑑於市場憂慮疫情擴散造成的經濟衝擊波及投資人信心，導致中國境內和境外股市大幅回檔。市場、投資人以及企業，均趨避不確定因素。新冠肺炎疫情爆發，對企業活動造成的全面影響尚未明朗，而在疫情受控之前仍屬未知數。

然而，此次調查結果的資本支出數據，以及綜觀所有產業和地區，擬增聘人員的企業數目出乎意料地飆升（儘管失業率已偏低），反映許多企業相信當前的景氣循環可能延續。

## 圖3：長期景氣循環尚未結束

「你所研究的企業，有沒有為經濟或市場景氣循環結束作準備？」



資料來源：2020富達分析師調查。

鑒於貨幣政策寬鬆及市場憧憬當局祭出激勵經濟措施，上述結果並非不合情理。事實上，相較2019年，富達分析師預期財政激勵措施在2020年的成效較大，並認為基礎建設支出，對企業基本面的潛在影響最顯著。這些財政激勵措施，在亞洲已逐漸發揮成效；美國方面，無論哪位候選人勝出2020年總統大選，美國最終也可能受惠於這些激勵措施。歐洲的步伐可能較緩慢，但隨著持續十年的緊縮措施減退，公共投資應會增加。即使如此，通膨看來並非2020年的關注焦點，81%的富達分析師相信成本通膨對企業來說不是問題。

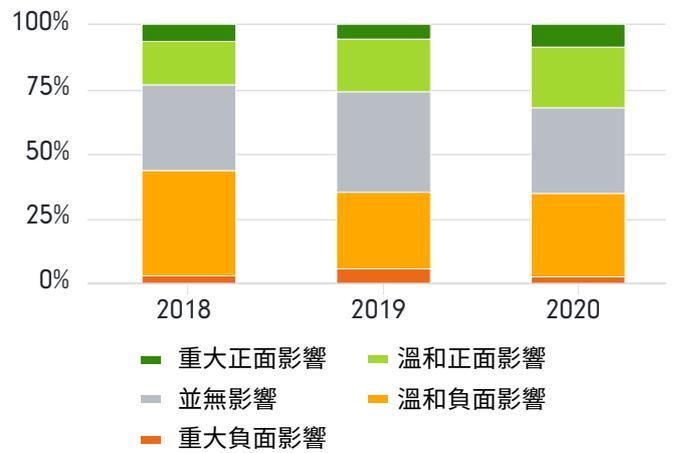
## 人口高齡化趨勢利多

雖然調查主要聚焦於2020年，但也反映一些長期趨勢發展。例如，近年企業監管法規逐步增強，尤其是有關資料隱私、醫療保健及環保方面。55%的富達分析師預期，主管機關將於今年加強監管法規，去年僅為32%。

此次調查結果，也反映人口結構轉變。與去年相比，今年富達分析師預期，人口高齡化對企業的影響較顯中立，有關影響在過去普遍被視為負面因素。邁向未來十年，企業因應高齡人口的需求作出調整，而資訊科技及健康護理產業最能受惠其中。

圖4：高齡人口的影響較過去均衡

「未來十年，人口高齡化將會如何影響您研究覆蓋的企業？」



資料來源：2020富達分析師調查。

企業的調適能力，加上利多的政策環境，和市場日漸重視ESG，將使全球企業前景，較去年1月的預期更為均衡。

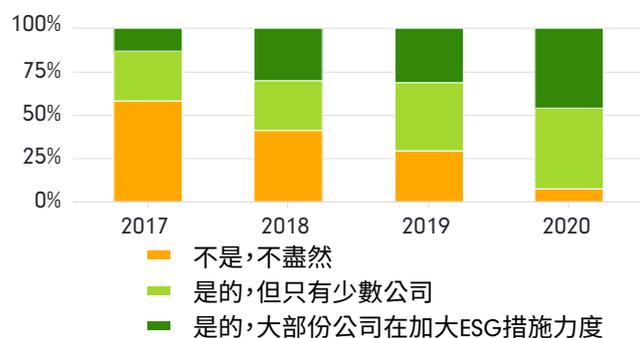


# 2020富達分析師調查 ESG: 分水嶺的一年

環境、社會和公司治理(Environmental, Social and Governance(ESG)議題的重要性與日俱增，2020年，ESG在公司業務決策占日趨重要的位置。

超過90%的富達分析師指出，隨著人們對氣候變化的意識顯著提高，加上更多公司進行改革，他們研究的部份或所有公司都越來越重視ESG。大部份產業和所有地區都出現上述轉變，包含以往對ESG關注似乎停滯不前或逐步下滑的領域。

圖1: ESG議題在公司業務決策重要性提高



資料來源: 2020富達分析師調查。

## 重點摘要:

- ESG在公司業務決策占日趨重要的位置
- 公用事業因氣候變遷意識脫穎而出
- 政府撤銷補貼前，中國可望成為可再生能源的熱點
- 董事多元化步伐落後於其他措施

## ESG在中國和美國逐漸受重視

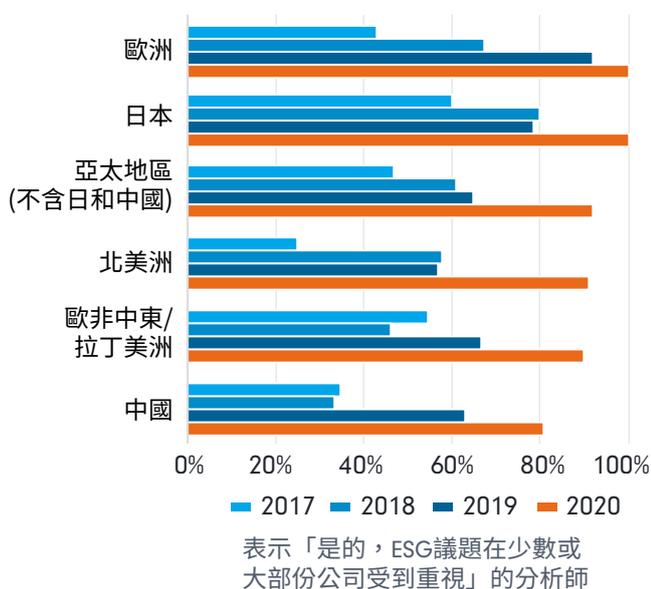
ESG議題在歐洲受到重視已有一段時日，目前中國等國家備受關注，80%的富達分析師表示，其研究的部份或所有公司在2020年，對ESG的重視程度有所提升。與去年調查的63%和2018年只有33%比較，這是一個顯著的成長。

公司對ESG日趨重視，肇因於中國政府致力提升治理水準，加上公司在政府削減補貼前急於投資可再生能源，且投資人倡議提高供應鏈的透明度。更多中國公司也在考慮向股東增發股利並與投資人互動合作，從而吸引更多資本。雖然中國出現這些趨勢，但把ESG議題納入考量因素的公司數量，仍低於其他全球市場。

即使在美國，總統川普政策雖使環境規範的力度減弱，但美國證券交易委員會已警告ESG投資人不能忽視實現最大報酬的受託人責任，且市場逐漸對ESG的關注度與日俱增。事實上，市場對永續議題的熱衷程度曾在去年減弱，但在Business Roundtable公開對公司的存在價值重新定義後，永續性再次成為熱門話題。Business Roundtable是一個由領先企業執行長組成的組織，倡議大型美國企業為更廣泛的利害關係人提供價值。超過90%的富達美洲分析師指出，今年部份或所有公司越來越重視ESG，而2019年只有57%。歐非中東/拉丁美洲的情況也是如此。

一名富達美國能源分析師表示：「毫無疑問，ESG[以(E, 能源)為主]對美國公司越來越重要，但比較基期相對低。這些公司不僅需要逐步改變其業務戰略，更需要很大的躍進。」

圖2：歐洲獨占鰲頭，但ESG正在中國以至美國日漸受重視



資料來源：2020富達分析師調查。

## 日本企業改革使ESG越來越受重視

與此同時，歐洲和日本的ESG發展正在前驅直進。相較去年的92%，今年所有富達歐洲分析師均指出，部份或所有他們的公司都密切關注ESG議題。日本市場也是100%，高於2019年的79%，因為政府激勵公司簡化股權結構，和委任更多獨立董事。董事會的結構和組成突然引起更多公司的關注，有73%富達日本分析師認為這些因素是企業決策的重要元素，由去年僅為18%的水準急增。

一名富達日本分析師表示：「日本大型機構投資人的要求越來越高，尤其是對公司治理，而且目前有更多公司認真對待公司治理的發展。這是因為日本引進和修訂了盡職治理守則，而這股趨勢在過去一兩年迅速上升。」

## 能源和工業對ESG的關注度回升

就產業而言，能源和工業在2019年因疲弱的財務績效受到干擾後，ESG議題再度受重視。3/4能源分析師表示，大部份公司正加大ESG措施的力度，去年只1/3，而工業產業的比例更由16%增至45%，接近3倍。健康護理產業的比例也大幅上升。有45%的富達健康護理分析師表示，公司在2020年越來越重視ESG，高於2019年的29%。

## 氣候意識增強 為公用事業帶來商機

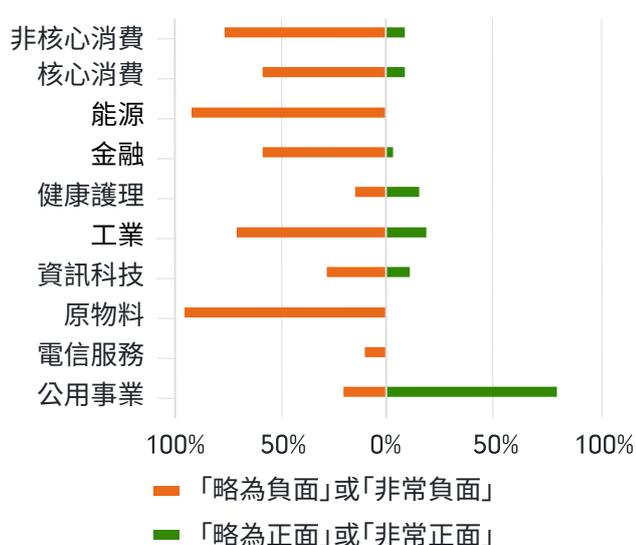
然而，真正脫穎而出的產業是公用事業，其對ESG的關注度，在過去三年處於高水準和不斷上升。

一名富達公用事業分析師指出：「每次管理層會議和分析師電話會議必定會討論到ESG議題。數年前，ESG只是作為一個隨意的評論，偶然在談話中提到。但時至今天，ESG已成為對話的重點。」

就氣候對產業的影響而言，公用事業的表現大相逕庭。整體而言，其他產業的富達分析師比去年更加擔心氣候變化，59%的分析師預期對他們研究的公司帶來負面影響，高於去年的35%。相反，有80%的公用事業分析師預期，業內公司將受惠於正面助益，其他產業僅有8%的分析師持這個觀點。

**圖3：公用事業受惠於氣候變化影響**

氣候變化的影響（按產業別）



資料來源：2020富達分析師調查。

公用事業與其他產業之間的分別，在於更強的氣候變化意識。具體而言，人們越來越了解氣候變化對資產價值的影響，並了解到採取緩和及適應氣候策略的公司，將會得益於業務更強韌的抵禦力以及締造的新機遇。

一名富達歐洲分析師表示：「那些仍然依賴傳統發電（特別是煤炭）的公司資產，自然會較可再生能源存在估值折價，鑑於前者將會受到淘汰，因此壽命也較短。」

根據調查結果顯示，儘管處於經濟景氣循環後段，但公用事業公司將更大比例的資本支出投入增長而非維護，為擴大電網、可再生能源和其他發電方法的投資提供資金，使供暖氣運輸電氣化。

### 2020年中國成為可再生能源和天然氣投資熱點

一名富達香港分析師表示，中國對能源的需求殷切，可能在2020年成為可再生能源的投資熱點。今年中國不會再對新的陸上風力發電項目提供補貼，驅動公司紛紛在限期前啟動項目。鑒於太陽能價格下跌至接近煤炭的水準，政府也下砍太陽能補貼。富達分析師指出：「未來12個月，由於中國推動煤改氣政策，作為降低碳排放的另一種方法，大量公司將會增加在中國的投資，不只是可再生能源和電網，也會投資於天然氣公司。」

### 董事多元化步伐落後 應急起直追

公司治理的水準普遍提升，全球市場更加推崇投資人互動合作，但與此同時，公司在推動董事會成員多元化的進展不大。大部份分析師表示，公司董事會成員的多元性屬於低至中度水準，與去年比較幾乎沒有變化。

不過，在其他領域和整體來看，有一個很明顯的趨勢：2020年看來是ESG發展到達分水嶺的一年。董事會的熱門話題將是：碳與氣候變化、廢物管理、健康與安全、資料保護、再投資政策和高階管理人員薪資。環顧全球，最受關注的議題很可能是氣候變化，美國、中國、歐洲和日本的政府和公司均到了認同和應對氣候變化的臨界點。



# 2020富達分析師調查 地區分析

重點摘要不同地區的調查結果。

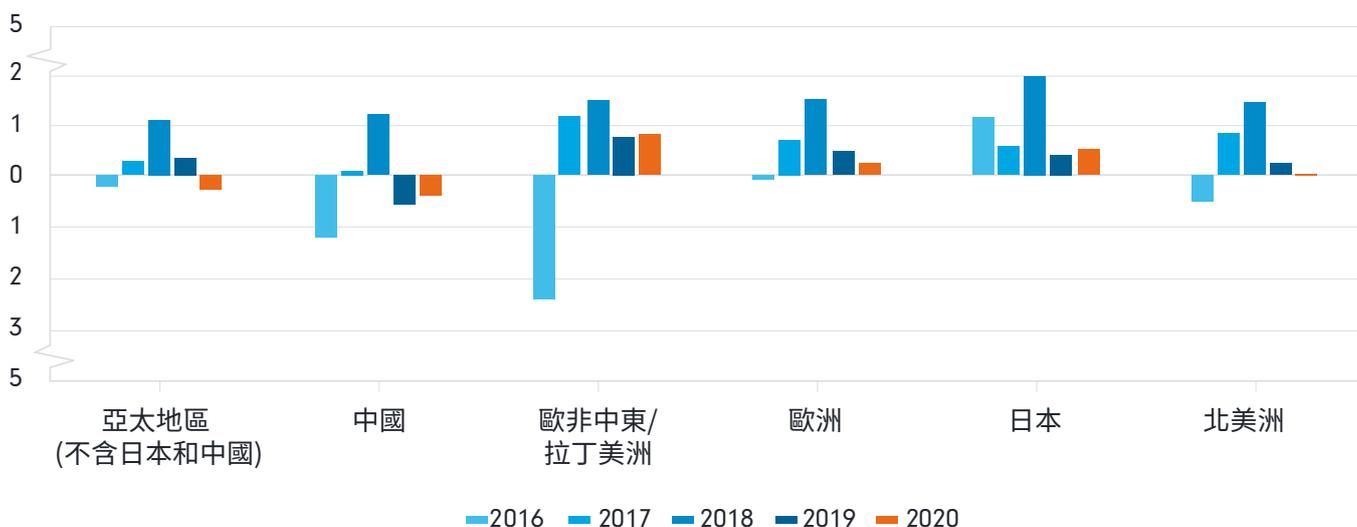
## 北美洲：還能持續多久？

北美市場情緒指標已回落到中立水準，富達分析師指出，企業沒有充滿樂觀情緒，也沒有為最壞情況做好準備。由於多頭景氣循環期間已超乎常態，因此將越來越難準確預測未來走向。

若不含那些穩定（即非景氣循環）產業，剩下的40位北美分析師中，有高達34位認為他們所研究的產業，現在已過了景氣循環初期或中期的成長階段。因此，分析師正在關注景氣循環能持續多久，其中一位分析師表示，「任何可延長景氣循環的因素」都會帶來意外驚喜。現階段，有幾位分析師指出，產品創新是企業績效領先的關鍵條件。

## 圖1：北美景氣循環持續已久

富達市場情緒指標



富達獨特專有的前瞻性市場情緒指標綜合分析師對管理層信心、資本支出、股利、資本報酬和資產負債表的意見計算得出，數值介於-5至+5。  
資料來源：2020富達分析師調查。

接近40%的富達分析師認為，企業資本報酬率將會下滑，大部分的原因係來自於成本上漲和當地最終需求成長趨緩。如果消費市場最終失去強韌性，將代表進一步接近景氣循環結束。美國失業率處於歷史低點可望帶動消費市場，但對薪資成長的作用有限。薪資可能會繼續上升，但大部份的分析師認為漲速正在減緩。

今年調查當中，有個與貿易戰影響有關的有趣結果。相較於其他地區，負責研究北美企業的分析師中，有更高比例認為，貿易保護主義措施將會打擊企業明年的獲利。這表示策動這次貿易戰，並同時展開多條戰線的美國，可能會因隨之而來的貿易保護主義而蒙受最大損失。其中一位分析師言簡意賅地指出：「如果貿易戰持續帶來不確定性，企業只會不想投資」。

### 歐洲：趨向成長

歐洲去年的市場情緒評分為0.5，今年則為0.2，僅略高於盛衰的分界點。然而，富達分析師預期經濟成長來自兩方面：資本支出和資本報酬率上升。

近一半的分析師預期企業將提高資本支出，其中支出在成長專案，比維持現有專案略多，也有一些併購項目。資本報酬的前景也相當樂觀：2/3的富達歐洲分析師預期，未來12個月，資本報酬率將維持不變或上升，預計相關改善將來自終端需求增加。

英國脫歐將仍是市場關注焦點。富達分析師認為企業對在英國的投資仍有保留，可能是因為英國與歐盟之間的貿易關係尚待談判。英國政府自行將達成貿易協議的最後期限，定於2020年底，代表企業仍有可能面臨懸崖危機(Cliff Edge)。考量到貿易和監管的不確定性，英國脫歐對當地經濟的最終影響仍未明朗。一位富達工業分析師指出：「英國脫歐，使英國總經環境不確定，導致企業不願投資英國大型計畫，部份企業有意將營收分散到海外。」

歐洲企業在環境、社會和公司治(ESG)的議題上，繼續領先全球。雖然世界各地已逐漸重視ESG，但歐洲保持領先，富達49位分析師全都認為，歐洲企業更重視執行和傳達ESG政策。氣候變遷是首要的環境議題。

歐洲對ESG的關注，在一定程度上，解釋了為何富達分析師預期在歐洲營運業務時，會受到更大限制。大部份的分析師都預期歐洲加強監管，很可能在氣候變遷、博彩、藥品、數據保護和數位廣告方面的法規更趨嚴格。過去一年，歐盟執委會、歐盟高峰會、歐洲議會和歐洲央行先後替換領導人，新一屆領導人將希望在此議題上立下功績。

### 中國：情況大致改善 但仍然落後

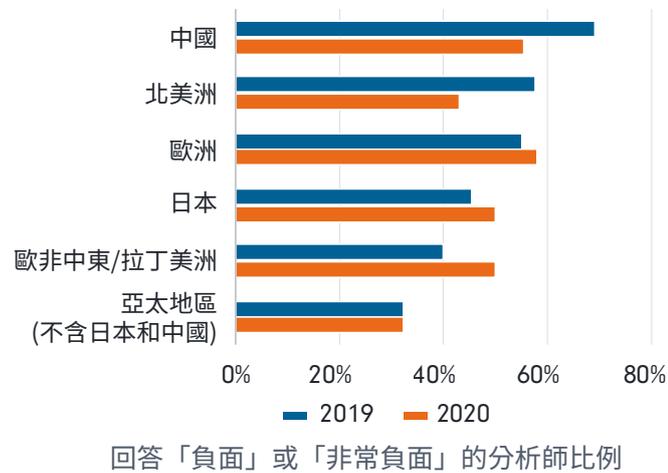
中國的市場情緒評分為-0.4，儘管改善幅度大於其他地區，但仍然名列榜末。中國市場情緒與其他地區的差距縮小，但依然落後。即使經濟趨緩，降速似乎也只屬溫和。認為中國企業景氣循環結束影響的富達分析師比例，從去年的70%，快速下滑到今年的27%，26位分析師中，沒有一位認為中國經濟會硬著陸。雖然這似乎比市場稍微樂觀，但此調查是在新型冠狀病毒爆發之前取得，而疫情可能會令前景不穩。

事實上，即使沒有疫情爆發，中國市場情緒指標的各個成份指標，也幾乎全面減緩。資本報酬率特別疲弱，超過半數的富達分析師預期將2020年下滑；而資本支出也將同樣走低；但財報較去年顯著改善，是表現較佳的指標。理想的資產負債表不應過於審慎，因為這可能代表資本運用欠效率；也不宜過度負債，因為這代表公司承擔過大風險。整體來說，富達中國市場分析師認為企業資產負債表處於剛好的狀態，但宜留意違約情形。

有三分之一的富達分析師預期違約數字將略為上升，而有4%的分析師預期會由2019年的零違約案例，大幅增加。按目前水準來看，違約狀況並不令人憂慮，分析師們普遍預期籌資成本將保持不變或下降，但考慮到中國經濟的槓桿程度，這種情況可能會迅速改變。

## 圖2：儘管中美達成部分貿易協議，但地緣政治仍抑制中國投資

「地緣政治格局如何影響企業策略性投資計劃(資本支出和併購)?」



資料來源：2020富達分析師調查。

中國市場面臨貿易戰的壓力，並不令人感到意外，中國同時應對兩個強大的阻力：經濟趨緩以及與美國(中國最大貿易夥伴)貿易戰帶來的負面衝擊。對於中美表面上達成貿易協議，富達中國分析師普遍沒有買單，當中2/3仍然認為川普政策對其所研究的產業不利，其中一位分析師表示：「企業現在已充分了解中美緊張關係，將成為新常態，因此不會太著眼於短期發展。」

### 亞太地區(不含日本和中國)：管理層信心受到打擊

市場流傳一種說法，美國經濟打噴嚏，世界其他地方都會著涼，這比喻同樣適用於中國及其亞洲鄰國。中國經濟趨緩，似乎正影響亞洲其他地區。

亞太地區(不含日本和中國)的市場情緒指標變動幅度是所有地區最大，但走勢向下，從2019年的0.3下降到2020年的-0.3，企業領導者缺乏信心是其中一大主因。

區域內超過80%的富達分析師指出，企業管理團隊信心低於去年，對公司決策產生相當大的連鎖反應。1/3的富達分析師認為2020年的資本支出將下滑。儘管分析師預期大部分其他地區，將增撥資金投資於成長機會，但預料亞洲(不含日本和中國)的相關支出將會縮減。

股利前景也不大樂觀。認為今年亞太地區(不含日本和中國)股利漲幅，將僅次於中國，為第二低的地區，也有分析師認為股利將會減少，甚至完全不發股利。對於一個主要以成長見稱的亞太地區，這難免令人失望，顯示企業高層尤為悲觀。

也許最能反映相關看法的是，當分析師被問到區內有多大空間出現優於預期的發展，最常見的答案是「不大」或類似說法。

### 日本：人口高齡化帶來機會 但須審慎

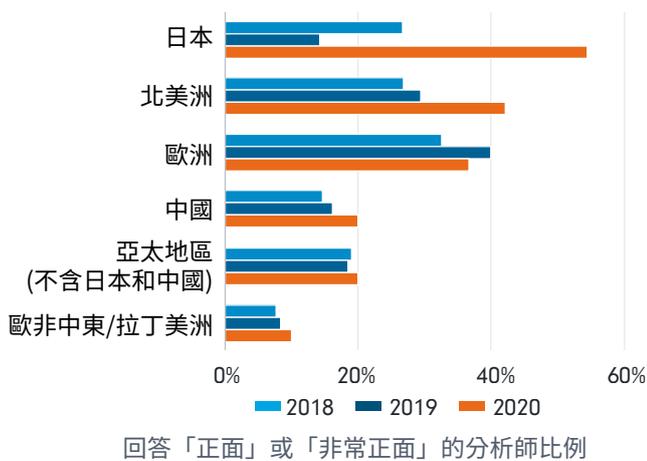
近期日本經濟疲軟，管理層信心也不足。儘管日本市場情緒評分排名第二，代表實際商業環境不會太差，但超過一半的富達分析師表示，今年信心將會下滑，只有9%認為會改善。

近年來，「穩固資產負債表」一直是日本企業的一種趨勢，情況在2020年應不會改變。接近3/4的富達分析師表示，企業資產負債表過於保守，經常儲備大量現金，未有充分利用槓桿。更有1/3的分析師預期槓桿比率將進一步下滑，因此，企業資產負債表保守的情況可能會加深。

但儘管如此，日本市場開始出現機會。認為當地人口高齡化有利商業前景的分析師人數急增。在前四年的調查中，高齡化被視為負面發展，但今年超過一半分析師認為，這將對他們所研究的公司有利，因為民眾對健康護理和資訊科技解決方案的需求增加，抵銷勞動力縮減影響。人口結構壓力，也可在一定程度上解釋為何80%的分析師預期2020年，日本企業資訊科技支出將會增加。

### 圖3：日本準備好發揮人口結構優勢

「未來十年，人口高齡化將會如何影響你研究的公司？」



資料來源：2020富達分析師調查。

政府支出也在增加。我們將近一半的日本分析師，預期今年的財政政策，將有利於他們所研究的公司，高於去年的14%。預期調降所得稅，將抵銷去年調升消費稅的影響，使得家庭有更大空間作出非必要支出。如果總經環境維持利多(日本的開放型經濟，使日本企業對全球風險非常敏感)，加上企業落實財政支出計劃，一系列不同產業的投資機會便可望展現。

#### 歐非中東/拉丁美洲：再次領先其他地區

新興歐洲、非洲和拉丁美洲的綜合市場情緒評分連續第二年，超越所有其他地區。雖然智利發生抗議活動、委內瑞拉經濟崩潰、阿根廷債務違約，以及中東國家之間情勢動盪，但區域內對企業正面的利多環境，則一直維持穩定。

市場需求是主要因素。有半數的富達分析師指出，企業執行長預期終端需求增加，能夠提升獲利成長。這些執行長的信心不會低於去年，這可以解釋為何只有14%的分析師認為今年投資額將低於2019年。絕大部分的富達分析師認為，今年的投資將投入成長計劃，而非維護現有專案。

接近1/3的富達分析師認為，股利將會上升，沒有人預測股利減少，且預期僱用職員人數將會增加，薪資成本不會構成問題，企業資產負債表狀況也相當謹慎，一般無需再融通。

然而，匯率波動可能帶來挑戰。許多歐非中東和拉丁美洲國家完全符合新興市場的特色，傳統以來，新興市場表現對美元走勢非常敏感。一位富達消費產業分析師如此描述有關影響：「營收主要以新興市場貨幣計算，但不少成本都跟著美元連動。這將影響毛利率、通膨和總經景氣。」

當問到風險因素時，富達分析師幾乎全都認為來自總經和地緣政治事件，但也意味著區內市場過去能克服有關影響，這次也可以安然度過。貿易保護主義的負面影響，已較去年減輕，而且隨著美墨加協定(USMCA)簽署，取代北美自由貿易協定(NAFTA)，貿易戰對拉丁美洲企業的影響無論如何都應會減少。

# 2020富達分析師調查 產業分析

富達分析師調查報告涵蓋10個不同產業的結果。

## 非核心消費

非核心消費業包含奢侈品、娛樂和休閒，在富達分析師所研究的10個產業中，市場情緒評分的升幅最大，從去年-0.7，攀升到今年-0.2，雖然仍位在負值，但已顯著改善，透露美國和中國的消費暢旺，而且大部份成熟經濟體的失業率偏低，甚至為高價值商品的消

費帶來支撐。然而，前景將取決於近期中國新冠肺炎疫情。若疫情受控，只會影響短期的中國經濟，否則全球經濟預期值將持續下修。

美國聯準會採取較溫和的政策立場，加上中國祭出定向刺激措施，有助推升全球非核心消費業。只有32%的產業分析師表示，企業對經濟景氣循環結束相關的指標作出反應，低於去年的60%。雖然經濟衰退的憂慮減弱，但管理層的信心不及去年，突顯企業對景氣循環延長持審慎態度。

圖1：富達市場情緒指標顯示，未來一年的產業基本面存在重大差異

富達市場情緒指標



富達獨特有的前瞻性市場情緒指標計量分析師對管理層信心、資本支出、股利、股本報酬率和資產負債表的意見，以-5分（顯著惡化）至5分（顯著改善）作為評等。資料來源：2020富達分析師調查。

監管規例日益增加，也可能對未來一年的報酬帶來阻力。舉例來說，一名分析師表示，澳門博弈業的監管更加嚴格，「將遏抑貴賓廳的博弈需求」。此外，保護主義措施或可能不利該產業的績效 - 3/4的富達分析師指出，這將會在未來12個月產生負面影響。中美兩國簽署初步貿易協議，但兩國之間的緊張關係，很可能影響供應鏈所在地和長線投資。

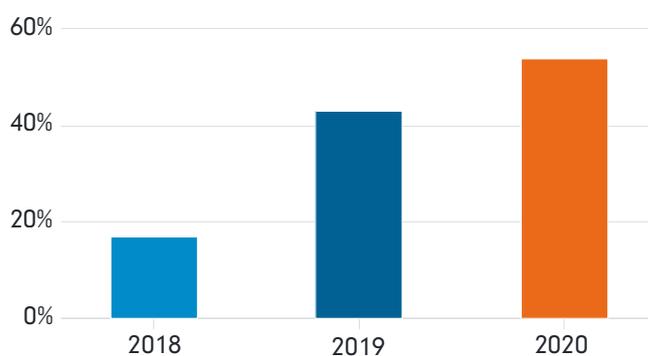
顛覆創新，也是重要關注題材。超過60%的富達分析師預估，自動駕駛、共享經濟、食品配送等消費模式變遷、電子商務和支付，以及機器人科技供應生產線等顛覆創新，將帶來溫和影響。不過，能夠在本地和海外市場充份把握這些大趨勢的企業，可享有龐大利基。一名富達分析師表示：「在分析的產業中，約有50%企業顛覆許多消費市場。」當問到哪些公司在業內表現亮眼時，不少富達分析師指產品創新將是區分業績的主要因素。

## 健康護理

富達分析師對健康護理產業，抱持的樂觀態度與去年幾乎一樣強勁。該產業的市場情緒指標連續第二年在所有產業中排名最高。管理團隊對未來一年更有信心，預估資本支出將會增加，而且沒有一名分析師預測股利會減少。只有7%的富達分析師認為，企業對景氣循環結束做準備的比例是所有產業中最低。

## 圖2：健康護理產業可望再次表現強勁

在你所研究的產業中，相較於12個月前，管理團隊對業務投資有多少信心？



富達分析師回答「更有信心」或「相當有信心」的比例

資料來源：2020富達分析師調查。

今年再次聚焦於健康護理產業的併購活動，超過一半的富分析師表示，這是其所研究企業的「重大焦點」或「策略性優先重點」。鑒於資產負債表並無過度負債，企業已作好準備擴增資本支出，而且分析師指籌資成本和槓桿水準，較去年大幅回檔。企業調高價格的能力，比去年還強，且成本通膨不會構成問題。

至於風險方面，富達分析師最關注藥物定價的監管規範，川普總統曾多次呼籲對此範疇採取行動，這正是為何62%的富分析師預期，川普政策將會造成負面影響。如果華倫(Elizabeth Warren)或桑德斯(Bernie Sanders)在2020年美國總統大選勝出，那麼監管規範可能更加嚴格，或會削弱市場信心。

然而，其他地區的監管卻朝著相反方向發展，隨著藥物審核政策加快，將有利該產業表現，這從中國近期大量創新藥物及監管機關精簡程序中可見一斑。因此，62%的富達分析師預期，企業將增加對新興市場的投資，這個比例高於任何其他產業，但情況並不令人意外。

不過，健康護理是一個發展快速和競爭激烈的產業，非常容易受醫療科技公司的顛覆創新所影響。富達分析師預期，產品創新和雄厚的財務實力，將是今年決定勝負的關鍵。

## 工業

工業的市場情緒指標位於零，略高於去年。超過一半的富達分析師指出，該產業去年在景氣循環成熟期攀升後，現已開始趨緩，但這個大型且多元化的產業正逐步浮現細微差別。全球製造業去年雖面臨挑戰，但調查報告顯示經濟出現嫩芽的跡象。富達分析師認為在12個月後將進入「初期擴張或復甦」階段的人數，比認為沒有擴張或復甦的人數多出近三倍。

即使在爆發新冠肺炎疫情之前，富達分析師即已意識到產業面對成長趨弱等多重難關，而疫情將會使問題更為嚴重。一名分析師表示：「少數工業公司正在進行重整或減少非核心支出項目，如減少投資和差旅預算。隨著企業自有成長動力趨緩，紛紛透過併購活動來推升未來成長。」

雖然產業的整體資本支出勢必低於去年，但一些次產業將會持續投入資金。一名富達工業分析師認為：

「許多汽車製造業『被迫』增加資本支出，來迎合日趨嚴格的排放標準、緊貼電氣化趨勢，以及研發自動化技術。」

地緣政治也可能構成阻力。富達分析師指出，即使美中達成首階段貿易協議，歐美進入彼此加徵關稅的較勁期，特別不利汽車業，因為該產業非常仰賴跨境貿易。儘管如此，先前關於川普政策負面影響的擔憂已消退，市場也變得更加樂觀，預料他在選舉年將穩固經濟動能，包括提高國防和基礎建設支出，可望為工業帶來支撐。

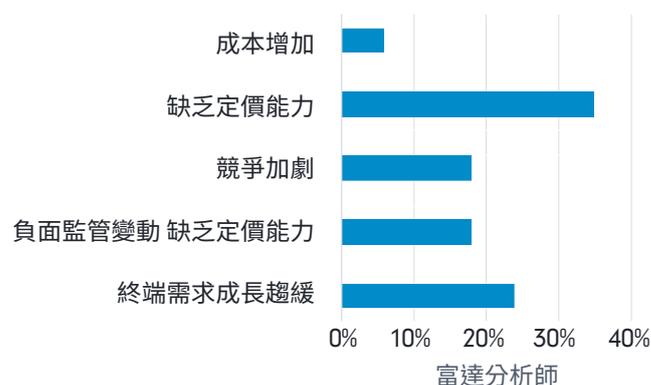
## 金融

金融產業的市場情緒反映基本面將適度改善，但各項組成因素的差異大。富達分析師預期資本報酬將低於去年，主因缺乏定價能力和競爭加劇，以及管理層對本業的投資信心趨弱，但財務狀況穩健和股利增加，將會帶來支撐。45%的富達分析師認為，股東在2020年獲配發的股利將會高於去年。

富達分析師被問到金融產業的景氣位於哪個階段時？最常見的答案是「成熟擴張期」，稍微多於「趨緩」。然而，分析師們預期這個情況將於12個月內逆轉，45%的分析師認為金融業將進入趨緩階段，僅有31%的人認為金融業仍處於成熟擴張期。雖然寬鬆貨幣政策有利於個別產業，但目前的低利環境削弱了許多金融機構的利潤率和股東權益報酬率。由於利率前景沒有太大變化，難怪不少管理團隊對前景感到黯淡。

### 圖3：低利環境不利於金融產業

資本回報率下滑的主因是甚麼？



資料來源：2020富達分析師調查。

令人感到振奮的是，富達分析師預期金融產業在資訊科技支出，將會大幅加碼，尤其在資安、軟體和雲計算方面，以迎合市場顛覆創新趨勢。中檯和後檯作業正在進行自動化，但這是跟時間的競賽，因為金融科技公司和機器人顧問，正奪去傳統業者的市占率，並且壓低費用。

## 核心消費

核心消費產業的前景相對樂觀。產業的市場情緒指標為0.4，僅次於健康護理和科技，排名第三高，反映產業正處於擴張環境，基本面也有所改善。

央行的舉措暫時使景氣循環結束的擔憂消退。只有17%的富達產業分析師表示他們所研究的企業正在為景氣循環結束作準備，低於去年的43%。資本支出同樣轉佳，1/3的核心消費分析師預期資本支出將會增加，並在成長和維持原狀的項目中取得平衡。相比之下，只有1/5的非核心消費分析師認為資本支出將較去年成長。

核心消費產業將成本上揚轉嫁給消費者的能力較強。僅8%的富達分析師預期成本上揚，會因為缺乏定價能力而構成問題，半數則認為一旦通膨上揚，企業有調高價格的能力。值得一提的是，環境、社會和公司治理(ESG)在今年成為企業焦點，超過90%的富達分析師表示，他們所研究的公司更願意傳達和執行ESG政策，主要集中在供應鏈、健康與安全、氣候變化和資源管理方面。

## 資訊科技

資訊科技的市場情緒指標，從去年的0.5增加至0.6，是今年僅次健康護理，排名第二高的產業。沒有富達分析師認為產業正在趨緩或衰退，相較去年28%好很多。一名富達分析師表示：「當變差的情勢穩定下來，一切將回復到景氣循環中期水準。」

調查報告顯示，資訊科技產業將受惠於人口結構的利多趨勢，65%的富達科技產業分析師指出，人口高齡化為企業帶來正面影響。相對於去年，只有28%的富達分析師有此看法。管理團隊感到樂觀，認為隨著勞動人口減少，可掌握自動化的機會，以及人口高齡化在醫療保健科技方面的龐大商機。

富達分析師預期，資訊科技產業今年需要籌資的企業並不多（排名是各產業中最低之一），因為這些企業的財務狀況穩健，並持有大量現金，且定價能力是所有產業中最高的，39%的分析師表示，資訊科技公司有能力將定價設於消費者物價指數以上的水平。

然而，政治為資訊科技業蒙上陰影。認為今年管理層投資信心下跌的富達分析師人數，多於認為信心上升的人數，某種程度上是由於今年的地緣政局不確性高。一名富達分析師表示：「不確定性意味著許多企業較難審視營運環境，以及能否將產品出售給某些客戶。」

美國總統川普的政策特別令人擔憂，65%的富達分析師認為將會構成負面影響，是各產業中最差，而且略高於去年的61%。貿易戰持續可能導致全球供應鏈分裂，西方企業正將生產線撤離中國，由於前景較不明朗，作出投資決策時，必須審慎行事。與此同時，中國企業嘗試將供應鏈在地化，從而減少對美國供應商的依賴，但新冠肺炎疫情或滯礙這股趨勢。雖然貿易不確定性依然是管理團隊需要面對的重大議題，但已被視為新常態，而美中達成首階段協議，可望使前景明朗化。事實上，最經常被提出的風險因素是今年全球經濟同步趨緩。撇除這因素，產業可望持續表現強勁。

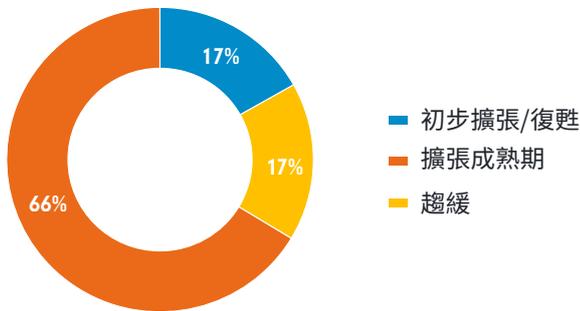
## 能源

在2019年經歷全球需求大幅趨緩和供應過剩後，能源產業的市場情緒指標處於-0.3的四年低位。一半的富達能源分析師表示，所研究的企業管理團隊今年的投資信心下滑，超過60%的人更表示能源業處於景氣趨緩階段。3/4的富達分析師認為，終端需求成長減弱是報酬下跌的主因。一名富達分析師說：「鑑於市場情緒普遍利空，如果企業若有符合預期的好表現，已經算是正面的驚喜了。」

#### 圖4：全球經濟趨緩使能源產業受壓

您所研究的產業目前處於哪個景氣循環階段？

資料來源：2020富達分析師調查。



產業面對重重挑戰，42%的富達分析師預期，政府將會推出更多監管條例，不少旨在執行更嚴格的環境標準，例如是減碳目標、限制航運燃油的硫磺含量，以及液體壓裂法禁令。然而，富達分析師提到的最大風險，是全球總體經濟活動趨緩，即使景氣循環持續，但看來暫時將成為常態，在近期爆發新冠肺炎疫情後尤其如此。

川普總統的政策對能源產業帶來多空夾雜的影響。雖然他領導的政府支持美國放寬產業監管，但貿易戰使亞洲需求受到壓抑。

在未來可能充滿挑戰的一年，富達分析師預期企業將穩當地進行資本配置（包括發放現金股利）的公司表現將會優於同業。

#### 原物料

原物料是今年最弱勢的產業，市場情緒指標由+0.3急跌至-0.9。全球經濟活動在2019年趨緩、貿易急挫、大宗商品價格全年停滯不前，促使管理團隊調整預期。由於此份報告是在新冠肺炎疫情爆發前所調查的，疫情勢必影響上述所有因素，前景將進一步轉弱。

原物料企業紛紛降低資本支出、調整生產水準、下調價格以攻奪市占率，並專注改善營運效率。一名富達分析師指出：「企業正暫時放棄提升產能，致力調整供應以迎合需求。」又指出，今年多了許多執行長認為削減成本是提升獲利成長的主要機會，而管理層信心的跌幅，創2016年以來所有產業中最大，足以印證此點。

由於政府日益重視對產業的支出，或能為原物料產業提供喘息空間。預期財政政策為原物料產業帶來助益的分析師人數，從去年的36%，攀升至74%。隨著全球政府再次聚焦於財政政策，原物料產業特別能受惠於基礎建設支出。

近年市場非常關注ESG議題，為這些公司帶來沉重壓力，68%的富達分析師預期監管將會緊縮，並涉及大量環境目標。意料之內的是，95%的富達分析師預期，氣候變遷（以及政府和社會對問題的反應）將不利他們所研究的公司，這數字與能源產業相似。

富達分析師最關注的仍然是地緣政局，因為大宗商品容易受宏觀不確定性和本土局勢動盪影響。接近80%的分析師認為，保護主義政策將不利企業獲利能力，高於所有其他產業。雖然美中貿易戰近期看似降溫，降低中國經濟下行的風險（將會嚴重打擊大宗商品需求），但其他地區亦面對自身的問題。

一名富達分析師說：「智利和阿根廷等拉丁美洲國家社會動盪不安，促使企業的管理團隊重新思考他們的長期投資計畫。非洲連番調高專利權稅 / 稅項也令他們三思。」

投資人應謹記原物料產業的的循環性。雖然有79%的富達分析師認為，原物料產業目前處於景氣循環的趨緩或衰退階段，但對今年抱持相同觀點的分析師只有42%。在製造業數據初現復甦跡象之際，新冠肺炎疫情將使原物料產業好轉的前景破滅。

## 通訊服務

當被問到今年有沒有機會出現正面驚喜，一名富達通訊服務分析師表示：「機會甚微。」產業的市場情緒指標跌至略為負數水準，主要源於財務狀況轉弱。2/3的富達分析師認為業內公司的資產負債表債務偏高，而去年只有一半的分析師持有此觀點。

儘管如此，其他指標較為樂觀。在5G網絡投資帶動下，預期今年資本支出增加的步伐，將高於所有產業。股利應與去年相當，而管理團隊的熱衷程度則在近年降溫，與去年大致相同。

地緣政治和監管狀況，是基金經理人今年最關注的議題。富達分析師預期川普總統的政策將會使通訊服務產業受到壓抑。他對華為採取的行動為全球企業供應鏈和5G計畫帶來不確定性。對於這個本身監管已經十分嚴厲的產業，56%的富達分析師預期條例將會被緊縮(相去年只有11%)。

競爭可能加劇是最大風險之一，將會導致價格下跌，同時迫使企業加碼支出以吸引和挽留客戶。富達分析師表示，品牌成熟、財務狀況穩健和槓桿比率偏低的通訊服務公司將勢今年將贏家。

### 圖5：通訊服務公司為推出5G大灑鈔票，刺激資本支出上升

「相對於過去12個月，未來12個月的企業資本支出計畫有何分別？」



資料來源：2020富達分析師調查。

## 公用事業

公用事業的總體市場情緒指標大致持平，掩飾了背後多項因素之間的差異。不利的監管變動，加上終端需求成長趨緩，顯著削弱今年的股本報酬。今年的財務狀況似乎較去年遜色，同時也打擊管理團隊的信心。儘管如此，產業發放的股利仍然具吸引力，40%的富達分析師認為企業將會調高股利，是繼金融產業第二多富達分析師看好的產業。

然而，公用事業今年最重要的議題，是產業臨近轉捩點，計畫從高碳排放能源轉投於其他能源。企業定下積極的可再生能源目標，可望刺激今年資本支出回升，高達70%的富達分析師認為，今年資本支出將會增加。

富達分析師也預期財政政策將是重大利多因素。由於社會輿論不斷支持採取行動，以因應氣候變遷，並就應否提升發電網絡或興建風力和太陽能發電廠展開討論，預期有利的動力來源將是「綠色」專案計畫。任何有關「綠色新協議」支出計畫的公佈，都將會顯著提振該產業。

為了籌集資金以進行投資，進而達到政府定下的可再生能源目標，公用事業公司勢必緊握機會，在當前的低利環境下發行債券以為債務再融通，當中就有許多是綠色債券。

公用事業通常是監管最嚴格的產業之一，因為他們是基本生活服務的提供者。雖然監管變動永遠是產業面對的最大風險，但令人意外的是，富達分析師預期今年的整體監管程度只會略為收緊，而且是所有產業為中，預期監管收緊程度最低（20%的富達公用事業分析師甚至認為監管將會放寬）。在如此溫和的環境下，財務狀況強勁和現金流穩健的公司將享有極佳優勢。

# 感謝

## 調研主編

George Watson

## 作者

Sophie Brodie

Lisa Twaronite

Adnan Siddique

Bob Chen

Ben Moshinsky

Raji Menon

## 美術設計

Mark Hamilton

Oliver Godwin-Brown

## 警語

【富達投信獨立經營管理】各基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，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；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，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，各基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。以上所提及之個股或公司，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網<http://www.fidelity.com.tw/> 或境外基金資訊觀測站<http://www.fundclear.com.tw/> 查詢，或請洽富達投信或銷售機構索取。投資人應注意投資必有因利率及匯率變動、市場走向、經濟及政治因素而產生之投資風險。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券投資信託股份有限公司為FIL Limited在台投資100%之子公司。台北市忠孝東路五段68號11樓。服務電話 0800-00-9911。Fidelity 富達, Fidelity International, 與Fidelity International 加上其F標章為FIL Limited之商標。SITE2003-039