

摩根士丹利投資基金子基金

環球品牌基金

國際股票團隊

重要資料

- 本基金主要投資於全球已發展國家的公司之股本證券。
- 投資涉及風險。本基金的主要風險包括投資於股票的風險、匯率風險、新興市場風險、歐元及歐元區的暴露風險。
- 閣下於本基金的投資有可能蒙受全盤損失。
- 儘管投資於本基金是閣下的決定，除非銷售本基金的中介人已向閣下表明閣下適合投資於本基金，並已解釋箇中原因（包括購買本基金如何符合閣下的投資目標），否則閣下不應投資於本基金。閣下不應完全根據這份文件而作出投資決定。請仔細閱讀相關銷售文件以瞭解包括風險因素在內的基金詳情。

表現回顧

截至 2025年9月30日 止一個月期間，基金 A類股份錄得 -2.32% 回報（已扣除費用）¹，而基準的回報為 3.21%。

投資組合第三季的回報率為-3.12%，指數的回報率為+7.27%；年初至今，投資組合的回報率為+2.75%，MSCI世界指數的回報率為+17.43%。

目前市況對我們奉行的質素為本投資理念帶來挑戰。需要謹記的是，環球品牌基金專注於持有全球最穩健的公司，而且從往績來看，這類企業的盈利增長波幅長期低於指數。這種穩健特質目前與市場主旋律並不相合：投資者紛紛追捧人工智能概念，對後市充滿偏高的期望，而且似乎對絕對風險不以為意。我們對所持企業的盈利質素深具信心，即使市場格局有變，這些企業仍能發揮穩健表現。

回顧第三季，**為基金絕對表現帶來最顯著貢獻的持倉**是兩家超大規模雲端營運商**Alphabet**（+113個基點）及**Microsoft**（+44個基點）。兩者均受惠於企業對人工智能基建需求加快、雲端相關收入大幅增長，以及旗下具創收能力的主導市場平台盈利穩健。以Alphabet為例，其廣告趨勢改善，支持搜尋及YouTube業務收入強勁增長，並在美國一宗關鍵反壟斷監管案件中獲得有利裁決。另一方面，雖然上半年受壓，但**Thermo Fisher**（+48個基點）於季內表現反彈，錄得雙位數升幅。在管理層調整短期內部增長目標後，該公司的研發中項目出現令人鼓舞的跡象，因而重獲投資者信心。**AutoZone**（+22個基點）在公佈強勁的第四季業績後出現估值修復：業績顯示其收入增長穩健，國內及國際業務版圖持續擴張。投資組合於7月沽出前，**LVMH**（+10個基點）的持倉亦帶來貢獻。

指數於第三季整體表現強勁，但市場於下半季對生成式人工智能(GenAI)帶來的顛覆感到不安而對數據密集型企業一概看淡，卻忽視行業及相關公司的關鍵分野。這點在軟件業表露無遺：外界憂慮生成式人工智能工具（尤其是廉價的程式開發工具及智能代理）可能會削弱企業護城河；而金融（例如交易所與數據供應商）和工業（例如專業服務）等數據密集領域亦受波及，因為投資者憂慮生成式人工智能或會複製公司的專有數據。上述憂慮對廣泛業務模式別具一格並擁有多重防線抵禦科技顛覆的企業股價帶來衝擊，當中以**SAP**（-93個基點）、**FactSet**（-48個基點）、**Roper Technologies**（-41個基點）及**RELX**（-39個基點）最為顯著，這些企業都是**最削弱基金絕對回報的持股**。我們認為，投資組合持有的軟件公司的價值遠超單純的程式開發實力，例如SAP及Roper。兩家公司均深度融入客戶工作流程，背靠多年積累的成熟複雜技術，並有望透過提升現有服務而受惠於生成式人工智能：SAP透過在其核心雲端及企業產品中加設生成式人工智能，而生成式人工智能有助加速利潤豐厚的雲端轉型；Roper則透過在其垂直軟件平台中加入生成式人工智能而受惠。我們同樣認為生成式人工智能應可惠及RELX。實際上，人工智能技術正於該公司法律業務展現獲利能力。因此，我們對這些公司的複合增長能力保持信心。第三季度另一顯著削弱基金回報的持倉是**Accenture**（-64個基點）。受週期性利淡因素和生成式人工智能帶來的不明朗因素影響，該股今年表現備受考驗。該公司於9月底公佈的第四季業績，表現尚算理想：內部增長勝於預期，人工智能訂單亦明顯上升，但2026年業績指引仍遜於過往常態水平。令人鼓舞的是，管理層預期生成式人工智能帶來的定價影響屬於「擴張性」而非「通縮性」，有關言論在一定程度上有助安撫投資者，但我們仍會持續關注。鑑於前景尚未明朗，我們已減持Accenture。

從**相對表現**來看，市場對生成式人工智能顛覆性的憂慮格外影響選股及分類行業的表現。綜觀資訊科技業，我們偏好的軟件與服務股於第三季僅錄得2%升幅（以美元計算的指數回報），相比之下，半導體股大幅攀升17%，硬件股更上漲22%。金融業方面，支付股跌5%，交易所與數據供應商股走低7%，但銀行股（投資組合並無持有）則錄得雙位數升幅。至於工業，基金配置側重於專業服務股(-7%)，但表現大幅落後資本財貨股(+7%)。行業配置同樣拖累表現，主要由於對大市走強期間表現跑輸指數的必需消費品採取增持比重。

¹ 資料來源：摩根士丹利投資管理有限公司。截至 2025年9月30日。

投資組合的分類行業配置對年初至今表現的影響同樣明顯。自4月中旬低位以來，大市由投資組合倉位甚微或毫無配置的領域內週期性行業引領走勢，例如半導體、銀行及資本財貨。反觀我們偏好的上述領域則大幅跑輸大市。考慮到基金以穩守型回報為本，在市況走強下難免落後於指數，這實屬預期之內，但投資組合的行業配置未有奏效，加上個別選股失利（尤其醫療保健股），均導致基金相對表現更為遜色。對於投資理據面臨挑戰的持倉，我們已果斷採取行動，並深信在收入增長穩健的支持下，目前持有的企業能夠實現每股盈利增長及股息高單位數，假以時日有望取得雙位數複合增長。

市場回顧

環球股市於第三季再度穩步上升，美國經濟數據較預期強韌，加上市場持續看好人工智能發展，均提振投資者信心。MSCI世界淨回報指數於9月份報升3.2%（以美元計算），第三季則累升7.3%，若以當地貨幣計，表現亦非常接近（按月升3.2%，按季升7.5%）。綜觀各行業表現走勢：資訊科技按月(+7%)及按季(+12%)表現均明顯優於大市，但人工智能基建強勁需求與上述生成式人工智能憂慮交織，令升幅側重於增長型半導體(+17%)及硬件(+22%)股，軟件與服務(+2%)股則相形見绌。通訊服務業按月(+5%)及按季(+11%)表現同樣跑贏大市，主要受惠於Alphabet。美國聯邦法院裁定Alphabet毋須強制分拆裁決，消息帶動其股價累升近40%。整體而言，除了以人工智能概念為主的領漲股之外，第三季亦不乏強勢領域：在汽車股(+28%)強勁需求的帶動下，非必需消費品季內表現轉佳(+8%)，而工業則受惠於資本財貨股(+7%)而錄得5%升幅，但專業服務股(-7%)明顯走弱。金融業（整體+5%）同樣出現相似情況：受投資者憂慮生成式人工智能的發展影響，銀行股(+11%)表現遠優於支付股(-5%)及交易所與數據供應商股(-7%)。總括而言，投資者較青睞高增長領域多於現金流溫和且可預測的公司，這尤其利淡日常消費品業(-2%)，而醫療保健表現略勝一籌(+3%)，但仍落後於MSCI世界指數。（行業表現以美元計算。）

綜觀各地區表現，美國按月(+4%)及按季(+8%)均跑贏MSCI世界指數，但年初至今表現仍然落後。亞洲市場9月表現疲弱，但第三季整體走強，香港及新加坡均錄得約10%升幅。日本第三季以美元計表現同樣領先指數，源於日圓走弱及企業改革勢頭帶來的利好因素。與此同時，除意大利外（美元及當地貨幣計均升8%），法國、德國、英國及瑞士等歐洲市場於季內均跑輸指數。

投資組合活動

回顧第三季，我們把握數據密集型企業遭市場不分優劣拋售的機遇，在受惠於吸引增長利好因素的領域內吸納新的優質持倉，並增持我們仍具信心但相信跌幅過大的現有持倉。對於信心減弱或前景仍未明朗的持股，我們已作出減持，部分更已悉數沽清。

我們在季內建立三項新持倉，分別是**Synopsys**、**MSCI**和**Uber**，並完成沽售四項持倉餘下持股：**CDW**、**Jack Henry**、**Oracle**和**LVMH**。

我們對**MSCI**建倉，理據如下：該公司向環球金融機構提供至關重要的投資產品、數據及分析服務，屬優質複合增長企業；MSCI以高客戶留存率（超過95%）、強勁經常性收入(75%)及穩健現金產生能力見稱；²季初股價回調為我們提供吸引入市時機，我們相信該公司在持續收入增長及營運槓桿效應的推動下，可實現穩步利潤率擴張及盈利增長。

我們將**Synopsys**納入投資組合：該公司是電子設計自動化軟件(EDA)市場龍頭，市佔率達35%，收入與半導體研發預算掛鉤，較整體半導體週期更具韌性。我們趁其股價回調30%之際建倉。股價下跌主因其相對小規模的知識產權業務（佔收入20%）受美國出口限制及Intel股價表現所拖累。我們相信該公司長期前景仍獲結構性需求、EDA業務強勁勢頭（佔收入50%）及收購Ansys帶來的整合效益（佔收入30%）所支持。³

我們亦對**Uber**建倉，看好其經多年轉型成為具盈利能力的輕資產企業，享有強大網絡效應、穩健財務表現，而且利潤率持續擴張。Uber最新業績顯示，預約用車量、收入、經調整稅息折舊攤銷前盈利(EBITDA)及自由現金流均錄得增長。營運資本回報率超過100%，加上利潤率持續擴張，我們相信Uber已具備充分條件實現可持續價值創造。⁴近期股價走弱帶來吸引的入市良機，投資於一家可規模化擴張、具創收能力且資本回報率不斷提升的企業。

至於沽售持倉方面，我們於季初沽清**LVMH**持倉。儘管LVMH擁有獨特品牌組合，但奢侈品消費復甦前景難料，加上領導層交接存在變數，可見公司前景的不明朗因素揮之不去。我們亦悉數沽出**Jack Henry**及**CDW**的持股：競爭環境變化令其中期前景日益充滿陰霾，因此我們把握估值機會沽售套現，轉投更優質持倉以提升投資組合質素。

季內最後一項沽售持倉是自買入以來錄得超過40%亮麗回報的**Oracle**。我們最初看好Oracle Cloud Infrastructure (OCI)有助公司在眾多超大規模雲端服務商中確立具盈利能力的獨特業務。季內其生成式人工智能基建業務的收入預測加快增長，與OpenAI達成3,000億美元的生成式人工智能基建協議最值得注視。然而，在估值日益偏高的情況下，業務模式急劇轉變，加上作出所需投資將導致自由現金流急減，令我們感到不安，因此我們謹守紀律，並沽售有關持倉。

² 資料來源：MSCI公司報告；國際股票團隊分析。

³ 所有Synopsys數據的

⁴ 資料來源：Uber公司報告；國際股票團隊分析。

一如既往，第三季的增持及減持理據主要基於估值及股價走勢。我們減持多隻表現強勁但我們認為存在估值風險的股票，包括L'Oréal、Alphabet及Booking Holdings，並減持Microsoft及Visa以優化持倉規模。我們將套現資金再配置於我們認為估值具吸引力的股票，例如Procter & Gamble及Abbott Laboratories，以及投資於新建持倉。考慮到相對價格走勢，我們略為減持Aon，然後將資金用於吸納AJ Gallagher，同時亦輕微降低對該行業的配置比重。在9月份，我們亦選擇性增持我們認為市場不分優劣拋售過度的股票，例如ADP、SAP及RELX，同時減持中期前景日益不明朗的股票，例如Accenture。

策略和展望

好淡角力

我們在上季提及，4月初「解放日」關稅公告後市場見底，隨後市場走勢及領漲板塊急劇逆轉。第三季延續升勢，環球股市揚升7%，MSCI世界指數表現亮麗，年初至今累升+17%，無懼政策及地緣政局仍存眾多變數。MSCI世界指數現時預期市盈率逾20倍，標普500指數為23倍。⁵這些偏高倍數建基於未來兩年盈利將雙位數增長、利潤率將從歷史高位進一步提升的預期。事實上，當我們審視目前處於歷來高位的市場估值所反映的因素時，市場正押注人工智能熱潮持續蓬勃、宏觀環境足夠強勁以支撐雙位數盈利增長，並深信寬鬆政策及人工智能相關生產力提升將維持利潤率高企。簡言之，預期甚高。然而，金價屢創新高提醒影響後市的不明朗因素揮之不去。

這場為期六個月、偏向增長股的週期性升市，令質素股相對大市跑輸幅度史無前例，標普500質素指數相對標普500指數的表現正好說明這點。我們只在科技-媒體-電訊泡沫爆破前見過質素股跑輸至如此程度。從往績來看，質素股大幅跑輸後，往往迎來相對大市長期顯著跑贏的時期。

我們認為市場正處於拉鋸狀態，一方看好人工智能將在短期內明顯改變企業盈利能力及/或美國經濟急劇加速，看淡一方則認為高預期將難以實現。悲觀情境可能來自企業大規模採用生成式人工智能需時較預期長，引發對超大規模雲端服務商大舉投資回報的憂慮，或宏觀環境不足以支持雙位數盈利增長預期。我們年資豐富的團隊深明，當偏高預期向下調整時，市場將承受何等痛苦。

根據過去150年數據，市場似乎正處第四個「新科技」時代，伴隨極端估值，標普500指數經週期調整市盈率⁶較趨勢高逾兩個標準差。對比之前三次極端估值時期（1900年代、1920年代及科網股泡沫），可見當市場情緒轉變時整體市場大幅回調的風險（跌幅可達15%至50%）將有多顯著。最受追捧領域跌幅最重，而被低估的板塊則迎來曙光；科網股泡沫爆破時是日常消費品業，今次可能輪到所謂「AI受害者」——軟件股或數據密集型金融及工業股。

雖然與互聯網「新科技」時代期間出現的過度亢奮存在相似之處，但目前的狀況確實截然不同：處於熱潮中心的公司正在賺取真金白銀，其盈利動力保持強勁，而目前的市盈率雖然偏高，但與1999年相比遠非極端。另一個關鍵差異是，目前超大規模雲端服務商的龐大資本開支主要由自身營運現金流支持，有關企業得以持續甚至擴大投資，對外融資的依賴其實有限。

然而，後市前景仍未明朗。目前生成式人工智能熱潮核心存在悖論：作為新科技，其在企業高層的關注度空前，潛力有目共睹，但企業大規模採用及價值實現卻相當有限。這可能引發典型高德納炒作週期：由於難以實行，而且過程漫長，即使最終取得成果並帶來變革，市場也會從「膨脹預期」轉向「幻滅低谷」。此外，政策前景難料（尤其關稅最終影響），而且環球地緣政局充滿風險，可見宏觀經濟前景並不明朗。值得注意的是，儘管錄得正增長，但宏觀經濟前景依然溫和，預期2025年和2026年美國的增長介乎約1.5%至2%，而歐洲、澳紐、遠東市場則接近1%。

季內，市場日益關注人工智能會否顛覆數據密集型企業。最初反應相當廣泛，投資者不分優劣地拋售幾乎所有被視為涉足數據業務的公司，對其業務模式、競爭地位或適應能力的差異視若無睹。我們認為市場這種一概而論的做法有失公允，因為這忽略相關行業及公司之間的重要差異。我們會逐一審視個別企業對人工智能顛覆的潛在脆弱性，並評估收入和成本機遇。

我們針對個別企業的分析建基於若干通用原則。我們認為，能倖免於人工智能科技顛覆的數據密集型企業，很可能掌控生成式人工智能機器人無法爬取互聯網複製的專有數據集，或可能深度嵌入客戶工作流程，甚至成為整個生態系統核心。從正面成效來看，這些企業應具備財務和技術實力，將人工智能整合到產品服務中，藉此在維繫客戶或程式開發上提升客戶價值並利用有關技術削減重大成本。以RELX為例，該公司正將生成式人工智能技術結合其專有數據集，加快法律業務收入增長。基金另一持股SAP則受惠於深度融入至為關鍵的營運，而且擁有累積多年的領域與行業專業知識，得以抵銷生成式人工智能帶來的顛覆威脅。其Joule助理和代理工具有望帶來額外收入，而生成式人工智能創新可加快客戶轉向具豐厚獲利潛力的新一代企業資源規劃系統S/4 Hana。這類優質數據密集型企業正是投資組合致力持有的目標。

隨著討論日趨成熟，市場對哪些公司真正易受顛覆、哪些能將人工智能轉化為競爭優勢有更清晰判斷，我們預期行業回報將大幅分化。與此同時，我們視市場毫無區分的做法為投資良機，選擇性增持部分對人工智能影響存在若干不明朗因素的持股——市場在拋售受人工智能顛覆的公司時，具複合增長潛力的質素股也一併錯殺。

⁵ 除非另有說明，否則展望評論引用的數據來源：摩根士丹利投資管理、FactSet，截至2025年9月30日。

⁶ 經週期調整市盈率：通常用於評估標普500指數的股票估值指標。

投資者「對預期深信不疑」卻面對充滿變數的現實，而且市場估值偏高，在這環境下我們繼續專注於料可受惠於收入強勁增長而提供可靠每股盈利增長的公司，我們視之為比所謂利潤率改善更可靠的長期複合增長來源。投資組合的持股公司有望錄得穩健收入增長，增幅接近指數成分股的兩倍，而且以自由現金流計算，相對於市場存在折讓，為過去十年所未見，也是極具吸引力的投資選擇，尤其以相對角度而言。

欲了解更多資訊，請聯絡閣下的摩根士丹利投資管理代表。

基金資料

推出日期	2000年10月30日
基本貨幣	美元
基準	MSCI世界淨指數

曆年回報 (%)

過往表現並非未來業績的可靠指標。

	年初至今	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
A類股份	2.06	8.06	15.40	-18.07	21.45	11.91	28.36	-2.72	25.12	4.36	4.96
MSCI世界淨指數	17.43	18.67	23.79	-18.14	21.82	15.90	27.67	-8.71	22.40	7.51	-0.87

投資涉及風險。回報或會因貨幣波動增加或減少。所有表現數據乃按照資產淨值對資產淨值計算，已扣除費用，並假設所有股息和收入的再投資，並無計及佣金以及發行和贖回單位時產生的成本。所有表現及指數數據的來源為摩根士丹利投資管理有限公司（「MSIM Ltd」）。有關基金詳情，包括風險因素，請參閱相關發行文件。

未事先查閱現行基金章程和重要資訊文件（「KID」）或重要投資者資訊文件（「KIID」）前，不應申購本基金的股份，上述文件的英文和獲授權分銷基金的國家/地區語言版本可於[摩根士丹利投資基金網頁](#)線上查閱或向註冊辦事處免費索取，地址為：European Bank and Business Centre, 6B route de Trèves, L-2633 Senningerberg, R.C.S. Luxembourg B 29 192。

投資者權利摘要提供上述語言版本，可在網站位置的「一般文獻」部分查閱。

有關本基金可持續發展的資料可於線上查閱英文版本：《[可持續金融披露條例](#)》。

如相關基金的管理公司決定終止於登記銷售所在任何歐洲經濟區國家營銷該基金的安排，將按照UCITS規則進行。

重要資料

編製本材料僅供參考，並不構成購買或出售任何特定證券或採納特定投資策略的要約或建議。投資者應了解，分散投資的策略並不能在特定市場中防範損失。

所有投資均涉及風險，包括可能損失本金。本文件所載的素材並無考慮任何個別客戶情況，並非投資建議，亦不應在任何方面詮釋為稅務、會計、法律或監管建議。因此，投資者在作出任何投資決定之前，應尋求獨立法律及財務建議，包括有關稅務影響的建議。

使用槓桿可能會增加風險，投資價值相對較小的變動可能導致該投資價值不合比例的大變動（無論是不利或有利），進而影響基金價值。投資本基金涉及購買基金的單位或股份，而非特定相關資產（例如建築物或公司的股份），因為這些僅為所擁有的相關資產。

摩根士丹利投資管理（「MSIM」）是摩根士丹利（NYSE：MS），除非本文件乃根據適用法律及規例使用及派發，否則並無授權金融中介機構使用及派發本文件。MSIM對於任何該等金融中介機構使用或錯誤使用本文件概不負責，亦不承擔法律責任。

未經本公司明確書面同意，不得直接或間接複製、複印、修改、用於製作衍生作品、執行、展示、出版、張貼、授權、框鑲、分發或傳輸本資料的全部或部分內容，或向第三方披露其內容。不得鏈接至本資料，惟超連結屬個人及非商業用途則例外。本文件載列的所有資料均屬於專有資料，受到版權及其他適用法例的保護。

本文件可能被翻譯為其他語言。倘 倘若編製該等譯文，概以本英文版本為準；與其他語言有任何歧異，概以英文版本為準。

本材料乃根據公開可得資訊、內部開發數據及其他據信為可靠之第三方來源而編製。然而概不保證有關資訊和摩根士丹利投資管理的可靠性，且本公司並不尋求對來自公開和第三方來源的資訊進行獨立核實。

本資料中的預測及/或估計可能發生變更，因此實際上可能不會實現。有關市場預期回報和市場前景的資訊，乃按作者或投資團隊的研究、分析和意見所得。此等結論屬於推測性質，亦不可用作預測公司提供的任何特定策略或產品之未來表現。未來業績可能因證券或金融市場或整體經濟狀況的變化等因素而存在顯著差異。

本資料中提供的圖表僅供說明，可能會有所變化。

指數資料

MSCI世界淨指數指經自由流通調整的市值加權指數，旨在衡量成熟市場的環球股市表現。「自由流通」一詞指被視為可供投資者在公開股市購買的發行在外股份部分。指數的表現以美元列示，並假設淨股息再投資。

指數未經管理，並不包括任何開支、費用或銷售費。無法直接投資於該指數。

本文所指的任何指數為適用特許人的知識產權（包括登記商標）。適用特許人無論如何不會保薦、認可出售或推廣以指數為基礎的任何產品，對此亦概不負責。本子基金屬主動式管理，基金管理並無受基準的組成限制。

標普500質素指數根據股票回報率、應計比率及財務槓桿比率計算出的質量評分，衡量標普500指數中的優質股表現。

標準普爾500®指數（標普500®指數）衡量美國股市大市值股的表現，覆蓋美國股市約80%。指數包括美國經濟的領先行業中的500家領先企業。

發行

本材料只為並且將只向居住於此等分銷或提供不會違背本地法律或法規的司法管轄區的居民提供。擁有本材料的任何人士和希望根據基金說明書申請股份的任何人士均有責任自行了解及遵守任何相關司法管轄區的所有適用法律法規。

摩根士丹利投資管理及其關聯公司擁有恰當的安排，互相推廣各自的產品和服務。每個摩根士丹利投資管理關聯公司在其所經營的法域受到監管（如適用）。摩根士丹利投資管理的關聯公司包括：Eaton Vance Advisers International Ltd、Calvert Research and Management、Eaton Vance Management、Parametric Portfolio Associates LLC、Atlanta Capital Management LLC及Parametric SAS。

香港：本材料由摩根士丹利亞洲有限公司分發，以在香港使用，並且僅向香港《證券及期貨條例》（香港法例第571章）所定義的「專業投資者」提供。本材料的內容未經包括香港證券及期貨事務監察委員會在內的任何監管機構審核或批准。因此，除了根據相關法例取得豁免外，本材料不得向香港公眾發佈、傳閱、分發、寄送或提供。