

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12月31日 止一個月期間，基金 A類股份錄得 0.55% 回報（已扣除費用）<sup>1</sup>，而基準的回報為 0.81%。

投資組合於第四季錄得-2.75%回報，而指數則錄得+3.12%。

回顧2025年初，市場於2月中至4月初經歷回調，但投資組合發揮防守作用，帶來正面貢獻，相對表現領先近900個基點。不過，自4月起，市場回報愈趨由少數宏觀及個別主題概念帶動，當中最引人注目的是週期性因素及人工智能掛鈎的營運槓桿效應。在此環境下，投資組合未能追上指數升勢，全年回報為+0.16%，而MSCI世界指數則錄得+21.09%。

我們的投資方針繼續優先配置具備長期複利增長盈利能力的企業；其競爭優勢建基於穩固的市場地位、久經考驗的護城河、世界級品牌與網絡，以及定價能力。在估值加劇分化、質素股估值處於近期歷史低位的情況下，我們相信目前環境為投資者提供趁低吸納質素股的機會。若市場焦點重新回歸基本因素，料將有利於本投資組合一貫嚴守紀律、強調盈利韌性、資本紀律及合理估值的投資取向。

第四季為基金絕對回報帶來最大貢獻的持倉，來自第三季傳來利好消息的公司：**Alphabet** (+115個基點) 升近30%，受惠於核心搜尋及YouTube業務持續強勁、Google Cloud業務盈利能力改善，以及最新一代Tensor Processing Unit (TPU) 成功推出，鞏固市場對其人工智能實力的信心；**Thermo Fisher** (+55個基點) 及**Haleon** (+37個基點) 的內部收入增長均勝預期，而且隨著特朗普政府與Pfizer達成協議，紓緩市場對監管及定價風險的憂慮，刺激醫療保健業普遍上揚，兩者亦因而受惠；**S&P Global** (+24個基點) 受核心業務領域持續強勁支持，上調全年增長指引；而**Coca-Cola** (+23個基點) 季度內部增長強勁，市場樂見的特許經營權轉讓計劃亦取得進一步進展並接近完成。

不利因素方面，第四季延續自8月以來的趨勢。市場對先進人工智能（生成式人工智能及代理式人工智能）的憂慮加劇，因而影響各類數據及軟件驅動型的商業模式遭到不分優劣的沽壓。上述因素導致多隻業務模式別具一格的優質持倉遭估值下調，包括**RELX** (-76個基點)、**SAP** (-72個基點) 及**ADP** (-44個基點)。誠如過往評論所述，這些企業已將人工智能融入其專有數據資產及深植於業務的工作流程，因此我們認為，這些企業更有可能從有關技術獲益，而非被其取代。舉例而言，RELX第三季業績凸顯人工智能賦能平台（例如Lexis+ AI）的採用率上升，有助於帶動旗下分析業務的收入增長；SAP近期業績亦顯示雲端及企業資源規劃（ERP）深受市場採納，其管理層強調，這有助擴闊客戶群，為日後推廣人工智能增售方案及嵌入式人工智能功能奠定基礎。**AJ Gallagher** (-67個基點) 及**Microsoft** (-65個基點) 亦於季內削弱基金表現，兩隻股票在年內較早時間錄得強勁升幅後回落。

選股於第四季削弱相對表現，部分原因是市場對人工智能顛覆性影響的憂慮，因而拖累投資組合持倉比重偏高的多個分類行業表現，其中以資訊科技、金融及工業最為顯著。綜觀資訊科技業，投資組合偏好的軟件股配置下跌8%，而投資者偏好的人工智能基建版塊，包括同告上升6%的硬件及半導體行業。金融業方面，投資組合持有的輕資產業務領域—支付業 (-2%)、保險經紀商 (-9%) 及交易所與數據供應商 (-1%)—表現不及累升10%銀行股，而基金並無投資於銀行業。工業亦呈現類似走勢，投資組合側重於輕資本專業服務—該行業走低9%，而工業整體表現持平。在上述領域以外，Zoetis股價回落，拖累投資組合表現遜於走勢強勁的醫療保健業，而AutoZone亦削弱非必需消費品業配置的表現。然而，Alphabet帶動通訊服務業錄得出色表現，略為抵銷相關負面影響。

<sup>1</sup> 資料來源：摩根士丹利投資管理有限公司。截至 2025年12月31日。

本文件構成評論，而不構成投資意見或投資建議。投資的價值可升可跌。在作出投資決策之前應徵求獨立意見。

綜觀2025年全年，**Alphabet** (+225個基點) 及**Microsoft** (+142個基點) 兩家超大規模雲端服務商為基金絕對回報帶來最顯著貢獻，其中Alphabet第四季表現格外亮麗，Microsoft則因基金持重倉而擴大對絕對回報的影響。於第三季沽出前，超大規模雲端服務商**Oracle** (+53個基點) 憑藉OCI (Oracle雲端基建) 業務取得佳績，亦為基金帶來增益，是次離場決定是基於其業務模式急速轉型、自由現金流減少及估值偏高。該公司股價自高位至今已累跌逾四成。至於日常消費品業，**L'Oréal** (+98個基點) 全年表現尤其強勁，表現大幅跑贏同業：在亞洲業務好轉及歐洲需求穩健的支持下，內部增長重拾動力。此外，持續的數碼化投資正增強公司的營運執行，而相關證據亦進一步提振投資者信心。**Visa** (+64個基點) 全年表現可觀，原因是消費支出強韌，加上高利潤的跨境交易量錄得增長，支持收入及盈利動力穩健向好。

**Accenture** (-111個基點) 是2025年最削弱基金絕對回報的持倉。該股全年股價走弱，反映行業增長持續低於趨勢水平、美國政府削減成本措施對需求造成衝擊，以及市場憂慮先進人工智能或會對行業利潤池構成通縮壓力，而上述因素亦促使我們於第四季沽清該股。醫療保健業方面，**UnitedHealth** (-74個基點) 先下調其2025年盈利指引，其後更撤回；**Becton Dickinson** (-65個基點) 2025年全年增長表現亦遜於市場預期。我們已於第二季沽清上述兩項持倉。動物保健公司**Zoetis** (-63個基點) 近期受骨關節炎療法相關的壓力影響，加上投資者憂慮競爭加劇，導致其股價表現受壓，但我們繼續視該公司為行業龍頭，而且其收入結構具防守性，待研發產品項目亦具吸引力。最後，基金於第一季沽清離場前，**Constellation Brands**的倉位 (-56個基點) 令回報受損，反映在關稅環境日趨複雜下其墨西哥啤酒釀造業務前景未明，並面臨美國政府移民政策對其客戶群的影響。

從2025年相對表現可見，市場走勢持續由少數版塊主導，資金集中於週期股及業務涵蓋人工智能基建的範疇；同時，形形色色的優質商業模式普遍出現估值下調，即使相關基本因素維持穩健的企業亦難以獨善其身。資訊科技業方面，投資組合持倉比重顯著偏高的軟件股 (+9%) 年內錄得不俗回報，但升幅遠遜於電子零件及半導體股（兩者均升約40%）；然而，這兩類股票的營運槓桿高、資本投入密集，加上終端需求具週期性，因此投資組合一直傾向迴避。金融業及工業出現類似走勢：抗跌力較強的支付業、保險經紀商及專業服務股均錄得負回報，但質素較低、週期性較強的領域，包括銀行及航空與國防股，卻錄得超過50%的顯著升幅，表現異常出色。指數集中度進一步削弱相對表現：少數股票於基準表現中佔比過高，尤其是Nvidia、Broadcom、JP Morgan及Meta，而投資組合基於質素與估值紀律並無持有這些公司。撇除上述動態，醫療保健業表現走弱，源於個股特有因素，但我們繼續看好特定分類行業優質股票的長線投資理據，例如生命科學、動物保健及消費保健，而通訊服務業則錄得出色的相對表現。年內行業配置略帶支撐。

## 市場回顧

環球股市於第四季穩步上揚，為今年表現畫上句號：綜觀全年，市場走勢持續由少數股票主導，不同行業及投資風格表現懸殊。MSCI世界指數(以美元計淨回報)於第四季上升3.1%，全年累計上升21.1%。醫療保健業 (+11%) 於季內表現領先，主要受製藥股反彈 (+19%) 帶動；然而，圍繞美國政策風險的持續憂慮在2025年大部分時間拖累整體行業表現，導致全年升幅 (+15%) 跑輸指數。另一傳統防守性板塊日常消費品業於2025年僅上升9%，同樣落後大市。通訊服務業 (+5%) 第四季同告造好，並以全年升幅32%成為表現最佳的行業，主要受Alphabet及Meta持續強勁的表現帶動。資訊科技業在第四季表現較為溫和 (+1%)，但該行業於2025年仍小幅跑贏MSCI世界指數 (+24%)，主要受半導體股在人工智能帶動下錄得顯著升幅 (+45%) 所支持。金融業 (+29%)、原料業 (+26%) 及工業 (+25%) 於2025年同樣表現出色，但上述行業內不同板塊走勢亦同樣各異，當中以週期性領域帶動大部分升幅，包括銀行 (+52%)、金屬與採礦 (+65%)，以及航空與國防 (+52%)。受油價疲軟拖累，能源業表現遜色，第四季僅升2%，2025年全年累升13%。

從地區表現來看，受美元轉弱拖累，美國在第四季及全年表現均略為遜色，但換言之，大部分國際市場以美元計則跑贏美股。歐洲市場普遍造好，當中西班牙及意大利表現格外出色，2025年以美元計分別升82%及56%。瑞士及英國等非歐元區市場於第四季及全年同樣錄得強勁回報。以美元計，日本全年表現大致與大市同步，但以日圓計則表現領先，當地股票走強是主要助力；亞洲（日本除外）市場則好淡紛呈。

## 投資組合活動

在第四季，基金建立一項新倉並完成沽售兩項持倉的餘下倉位。

投資團隊對**Ferrari**建立新倉。該公司屬優質豪華汽車品牌，盈利增長持續、定價能力強勁，而且資本回報卓越（已動用營運資本回報率約60%）。縱使營運環境具週期性且屬資本密集型，但Ferrari具備穩健的業務模式：富裕客戶群帶來經常性需求，需時長達兩年才可消化的訂單量，而且毛利率達約50%，表現領先同業，這些因素均為其業務提供有力支持。<sup>2</sup>受中期溫和增長指引的影響，該股在季內遭受估值下調，卻為投資者帶來入市這個優質品牌的良機。自上市以來，該公司的盈利年均複合增長率約20%，收入前景明朗，亦有別於眾多奢侈品同業，承受中國市場的風險有限。

<sup>2</sup>所有Ferrari數據的資料來源：Ferrari公司報告；國際股票團隊分析。

投資團隊於季內沽出Accenture的持倉。儘管該公司長期盈利複合增長表現卓越，但生成式人工智能對行業利潤池的淨影響越趨不明朗，令我們感到憂慮。Accenture固然具備優勢以支持企業採納人工智能，但其步伐、規模及經濟效益依然不明確，人工智能帶動的效率增益恐對顧問收入構成淨通縮壓力。考慮到潛在變數日益廣泛，加上我們對該股的確信度不及投資組合的替代機會，故基金決定將資金重新配置於確信度較高的股票。

此外，隨著FactSet數據聚合業務浮現結構性風險，我們重新審視其質素狀況後，沽清FactSet的少量持股。相比之下，我們認為其他金融服務股的前景更明朗，亦更具防禦力，能更有效地免受先進人工智能相關風險影響，並具備更可靠的長遠盈利前景。

季內，投資團隊把握短期市場錯位帶來的機會，增持數項估值吸引的持倉，其中包括Uber、AutoZone、Intercontinental Exchange及Experian；我們認為後兩者的現價相對於目標價不乏上升空間。投資組合的減持決定同樣以估值為主導。我們調減ADP的倉位，藉以在宏觀經濟及科技轉型前景未明下，管控相對估值風險並維持靈活性；同時減持Roper Technologies，原因是在近期增長前景減弱之際，其股價卻反映市場過度樂觀。Booking Holdings及Haleon股價因業績理想而獲估值修復後，我們同樣趁勢減持。

綜觀全年，2025年投資組合周轉率較本策略的一貫水平為高，反映在這市場環境下，估值嚴重分歧，人工智能主導的市場取態變化，以及若干股票出現個別特有發展。市場出現錯位的期間帶來良機，讓我們選擇性建立新倉，吸納長線複合增長潛力尚未反映於估值的企業；除了Ferrari，這些持倉亦包括Synopsys、MSCI及Uber。同樣地，我們靈活管理現有部署，增持數項確信度甚高且估值變得格外吸引的持股，包括第一季因DeepSeek憂慮導致估值下調的Microsoft及Alphabet；受人工智能顛覆憂慮影響而表現反覆的Booking Holdings、SAP、S&P Global、ADP及RELX；以及風險回報優厚的AJ Gallagher、AutoZone、Haleon及Zoetis。

另一方面，我們沽清多項中期前景吸引力轉弱的持倉，藉此提升投資組合的整體質素及抗跌力，並將持股數目從年初偏高水平，重新調整至較為正常的水平。我們亦沽出Oracle，該股自我們第一季買入以來回報達40%。一如往年，估值紀律仍是我們決定倉位比重及資本配置的核心：經過首季業績強勁後，我們趁高減持SAP、Booking Holdings、Abbott Laboratories及AutoZone；隨著年內盈利動力帶動股價造好，我們亦乘勢對Microsoft、Alphabet、L'Oréal及Visa減倉。此外，基於相對估值理由，我們縮減Aon及ADP的比重，以及在下半年受惠於業績出色帶動股價急升的Thermo Fisher。

我們認為，2025年的連串舉措增強投資組合的整體質素、抗跌力及長遠複合增長潛力，助我們作好充分準備，迎接盈利持久力、定價能力和估值紀律再次成為關鍵的環境。

## 策略和展望

### 趁低入市質素股

經歷非常強勁的2025年，MSCI世界指數全年累升21%，繼2024年升19%及2023年升24%後連續第三年錄得強勁表現，環球股市在2026年初步入關鍵時刻。2025年底的市況呈現出拉鋸格局：一方看好人工智能將在短期內明顯改善企業盈利能力，足以支持龐大的資本開支；另一方則日益質疑這些高預期能否於短期內兌現。在上述不確定的環境下，不僅圍繞人工智能的普及路徑，還涉及增長、通脹、貿易政策、政府債務及地緣政治等諸多因素，MSCI世界指數的遠期市盈率仍維持於約20倍，標普500指數則約22倍，這些估值水平所引伸的確定性，似乎與現實脫節。<sup>3</sup>再者，這些偏高估值建基於未來兩年MSCI世界指數盈利每年穩步增長14%的假設，而增長動力來自利潤率從本已高企的水平進一步擴張。

在這個充滿變數的世界，市場看似流露出一種確定性，這種格局自然不利於質素投資風格，質素股跑輸大市的幅度為科網股泡沫以來僅見。<sup>4</sup>回顧歷史，質素股大幅跑輸後往往迎來相對表現的顯著反彈，這亦為我們的觀點提供佐證：質素股目前是市場上最具吸引力的機遇之一。

事實上，我們認為即使投資組合遍及多個分類行業，但眾多持倉承受「雙重折讓」：不僅因「質素」特質而被看淡，還被視為面臨先進人工智能顛覆的風險。這情況衝擊了資訊科技業的軟件公司、工業的各類專業服務公司，以及金融業的資訊服務公司。我們認為市場採取了不分優劣的做法，未能充分區分不同行業及業務模式。我們相信MSCI、S&P Global、RELX及Experian等公司不僅能夠抵禦先進人工智能的威脅，更可望成為長期受惠者。因此，我們對這些公司前景的看法與市場有所分歧。這並不代表我們掉以輕心；我們持續重新審視持倉的護城河優勢，並專注於我們最有信心能夠抵禦先進人工智能風險的企業。儘管這些企業遭估值下調，削弱了2025年表現，但這確實改善其未來前景。

<sup>3</sup> 除非另有說明，否則展望評論引用的所有數據來源：摩根士丹利投資管理及FactSet。數據截至2025年12月31日。

<sup>4</sup> 資料來源：標普500質素指數，截至2025年12月31日。

我們的質素股投資組合亦配置於先進人工智能供應商，主要透過精選超大規模雲端服務商 — 即使撇除先進人工智能因素，這些公司仍具備可觀增長前景 — 加上估值合理，我們相信這有助在先進人工智能預期一旦回落時限制下行空間。我們對半導體業的直接投資有限，偏好位處供應鏈關鍵瓶頸、應用場景廣泛且不完全依賴生成式人工智能前景的企業。我們尤其審慎看待資本開支規劃倚重債務融資而非自身現金流的企業。為平衡上述先進人工智能概念股配置，我們刻意持有傳統防守性股票，包括優質消費品及醫療保健公司。

整體而言，投資組合圍繞具備以下特質的企業建構：在定價能力及經常性收入支持下，有力確保盈利持續增長。這些企業已證明能夠發揮抗跌力渡過不同週期，而且盈利及股價波幅均低於大市，投資組合的除稅前已動用營運資本回報率 (ROOCE) 逾70% (指數：24%)，毛利率接近60% (指數：33%)。過往市場曾為這種抗跌特質收取「保障溢價」，質素股估值顯著高於整體指數。如今情況截然不同。投資組合預期增長將快於市場，未來兩年收入增長預測每年逾8%，遠高於指數的5.9%。儘管兼具較高收入增長及傳統抗跌力的吸引特質，但投資組合以自由現金流計算，估值實際上較市場存在顯著折讓，折讓幅度為過去十年所未見 — 這是難得的機遇。

**展望未來，我們預期基本因素將一如以往重拾主導地位。**面對前景仍未明朗，投資組合匯聚全球質素最高的企業，估值相對市場存在罕見折讓，正是趁低入市質素股的時機。我們有何結論？這是一個出色的投資組合，匯聚優質企業，持續錄得穩健盈利增長，基本因素強勁，但估值卻偏離應有水平，尤其相對於估值過高的市場而言。

**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	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
A類股份	-0.74	-0.74	8.06	15.40	-18.07	21.45	11.91	28.36	-2.72	25.12	4.36
MSCI世界淨指數	21.09	21.09	18.67	23.79	-18.14	21.82	15.90	27.67	-8.71	22.40	7.51

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，不應申購本子基金的股份，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. Luxemburg 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。

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。

## 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。