

不可分發或使用於香港公眾

摩根士丹利投資基金 環球品牌基金

主動型基礎股票 | 國際股票團隊 | 每月評論 | 2020年09月30日

表現回顧

截至2020年9月30日止一個月期間，基金A類股份錄得-3.05%回報（已扣除費用）¹，而基準的回報為-3.45%。

投資組合在第三季的回報率為7.30%（已扣除費用），而MSCI世界指數為7.93%。年初至今，投資組合回報率為6.49%（已扣除費用），依然遠遠跑贏基準MSCI世界指數的1.70%。

9月份投資組合輕微跑贏指數，乃主要由於行業分配。日常消費品加碼配置和缺乏能源股是行業分配的主要積極因素。選股大致持平，非必需消費品的領先表現被資訊科技的欠佳表現所抵銷。

就第三季整體而言，投資組合因負面選股而輕微落後於指數。行業分配表現稍顯樂觀。資訊科技加碼配置、缺乏能源股及金融減碼配置均有所幫助，而非必需消費品減碼配置和醫療保健加碼配置則造成阻礙。選股方面，醫療保健股表現領先，但仍然被資訊科技和工業股的落後表現蓋過。

季內為絕對回報作最大貢獻的公司分別是丹納赫（升81個基點）、Procter & Gamble（升74個基點）和利潔時（升71個基點）。同期主要拖累因素為百特（跌27個基點）、自動數據處理（跌18個基點）和BAT（跌13個基點）。

市場回顧

截至9月份止，以美元計算，MSCI世界指數下跌了3.4%，以當地貨幣計算則錄得相若跌幅2.9%。能源股的跌幅最為顯著，月內下跌14%，年初至今則下跌46%。其他行業較為緊密地收縮，防守性日常消費品、醫療保健和公用事業以及原料股和工業股均僅下跌1%。金融股下跌6%，而所有其他行業則為整體指數的2%內。日本是9月份上升的唯一主要地域（以美元計升1%，以日圓計升0%），而瑞士（以美元計跌1%，以本幣計升0%）、瑞典（以美元計跌1%，以本幣計升3%）和荷蘭（以美元計跌1%，以本幣計升1%）亦領先於指數。在範圍的另一端是挪威（以美元計跌8%，以本幣計跌1%），乃受石油影響，以及澳洲（以美元計跌7%，以本幣計跌4%）、意大利和西班牙（均是以美元計跌6%，以本幣計跌4%）。美國（跌4%）落後於MSCI世界指數。

就第三季整體而言，MSCI世界指數以美元計升7.9%，以本幣計升6.7%，自3月底以來在過去六個月上升27%。不出所料，在表現強勁的季度，週期性行業一般表現最佳，非必需消費品升16%（包括汽車升28%），而原料股、工業和資訊科技均升12%。在資訊科技方面，硬件升19%，而軟件及資訊科技服務僅升8%。週期性行業的例外是能源股（跌16%）和金融股（僅升2%）。在防守性方面，日常消費品股（升8%）與市場一致，而醫療保健和公用事業（均升5%）略為落後。按地理位置而言，瑞典（以美元計升15%，以本幣計升10%）是表現最強勁的市場，可能是受惠於當地並無實行封鎖措施，而美國（升10%）亦領先於指數。主要表現落後的國家來自歐洲外圍，即西班牙（以美元計跌4%，以本幣計跌8%）、英國（以美元計跌0%，以本幣計跌5%）和意大利（以美元計升1%，以本幣計跌3%），或來自亞洲，即新加坡（以美元計跌1%，以本幣計跌3%）和香港（以美元計升2%，以本幣計升2%）。

投資組合活動

整體而言，本季度投資組合活動不多。

¹資料來源：摩根士丹利投資管理有限公司。截至2020年9月30日。

我們新增洲際交易所持倉。作為領先交易所集團，其多元化業務具有較高准入門檻。其受惠於交易和結算場所的網絡效應，尤其是衍生工具、品牌（較為顯著的是紐約證券交易所）和固定收益的具價值數據組合。因此，洲際交易所的已動用營運資本回報達100%，一半收益屬經常性，另一半則分佈於廣泛的產品和資產類別。其具有收購性，最近一次是收購抵押貸款行業的Ellie Mae，但具有使交易成功的良好往績。儘管具備強勁的自然增長往績，但其於收購時以2021年市盈率21倍和自由現金流收益率接近5%進行交易。

購買洲際交易所的資金來源是減少部分較昂貴的股票，例如微軟、埃森哲和Zoetis。這符合過去三年管理投資組合估值風險的模式。

策略和展望

為何市場不為複合增長公司的韌性付出代價？

複合增長公司有較佳複合增長表現

複合增長公司的關鍵是此等公司在週期中的增長或「複合增長」盈利優於「表現平均」的公司，主要是因為能夠在艱難時期（例如2020年）維持較好盈利水平。投資組合的遠期盈利年初至今持平，相比MSCI世界指數整體下跌15%，支撐了自2005年底以來近15年的6%複合盈利增長，相比MSCI世界指數的2%，加上股息收入。²此代表期內盈利已上升134%，相比指數僅為36%—這就是複合增長的力量。²

難以解釋之處在於缺乏較大溢價

僅以高回報來快速增加盈利不足以表現領先；亦取決於開始的估值—畢竟，眾所周知增長股以溢價交易，預計盈利進展較快。複合增長公司數十年來持續表現領先，意味著市場並無給予足夠的溢價來彌補更強勁的跨週期盈利增長，這是我們認為持續至今的異常情況。

不難理解的是，維持高資本回報長遠可帶動出色的盈利增長，原因是定價能力和低資本密集度的經常性收益組合自然具有吸引力。例如，與神秘的小型股相比，複合增長公司亦通常是較為知名和經過深入研究的公司。我們認為，子資產類別複合增長公司的成功解釋為市場整體失敗或頗為失敗最為貼切。我們認為，這些失敗是衡量錯誤的事情所致，即短期相對表現和遠期市盈率倍數。

產業結構促使人們專注於相對表現

首個衡量失敗乃受產業結構所推動。投資價值鏈中通常有多個參與方，例如，可以由設有養老金計劃的企業董事會至企業中的專業養老基金員工，以至養老金計劃的顧問和投資組合經理。此外，即使在衡量期間所有此等參與方保持不變，鏈中參與者的技能非常難以衡量，原因是風格和特殊因素可能在短中期內對表現有重大貢獻。

因此，行業最終專注於相對表現以及相當短期的表現，原因是鏈中參與者均嘗試證明自己帶來的價值，並最終設法避免被解僱。這導致「相對」規避風險行為，參與者對追蹤誤差的風險預算有限，而非集中於絕對風險（損失金錢的風險）。鑑於此等激勵措施，具有高相對風險或追蹤誤差但低絕對風險的策略可以忽略不計，尤其是在複合增長公司的情況下，表現領先的情況可能短暫並集中在市場動盪的時期，而在危機之間的時期則至少在相對方面表現較為普通。

市盈率可能是假象

第二個衡量錯誤是著眼於遠期市盈率衡量。大量原因導致當中有缺陷。我們稱盈利部分為「對於謊言的猜測」。猜測是因為前瞻性估計在系統上過於樂觀。實際盈利令人失望的一年遠期8%與兩年遠期15%的平均值。²謊言來自於此等為經調整盈利，或我們傾向稱之為「考慮壞事前」盈利，不論是撇銷或以股份支付員工。在過去五年（2015-19年），MSCI世界經調整利潤（用於達成市場共識並經常用於薪酬管理的措施）的15%在達到損益表底部的最終利潤數字前已消失。²五年間1.7萬億美元消失了。²

結合猜測和謊言因素，以及未來兩年的遠期盈利估計可能平均高於30%，因此名義倍數40%太低。²優質公司不太可能在這兩方面都令人失望，正如今年所示，盈利更可預測，較少受到線下撇銷打擊；特別是因為其無形資產不如其他公司擁有的有形資產般在資產負債表上（不論是工廠或石油儲備），原因是無形資產是透過損益而非資本支出建立。

以上幾點說明使用了錯誤的盈利數字，但這不是唯一的問題。即使使用正確的盈利數字，使用盈利倍數仍然帶來眾多問題。兩個憂慮是槓桿和現金轉換。我們亦偏好非槓桿基礎上留意倍數，將企業價值（股票市值加債務價值）與除稅後經營利潤淨額（如公司並無債務，則為其盈利，即加回利息成本）比較。查看企業價值／除稅後經營利潤淨額消除了透過槓桿增加盈利的好處，因此，毫無疑問，槓桿公司的價格會更高。

² 資料來源：FactSet，2020年9月。

我們亦希望關注自由現金流，相互反覆核對自由現金流收益率和折讓現金流。我們自然關注現金，原因是盈利（作為會計衡量）實際上並沒有提供任何東西。需要現金來投資未來、支付股息、執行回購或收購其他公司。營運資本回報較高亦意味著實際上更多盈利變成現金，原因是並無被資本支出和營運資金需求所吸收。高營運回報亦意味著取得可觀股票回報的槓桿需求較少；與此相反，公用事業的營運資本回報平均為8%，或銀行的無槓桿回報通常低於1%。²

按經調整基準，投資組合對市場的溢價非常低

比較投資組合潛在投資估值時，調整槓桿和現金轉換很有用，但亦表明複合增長公司比簡單的市盈率數據所示更便宜。投資組合目前在未來12個月遠期盈利上以MSCI世界指數溢價15%進行交易。²轉向企業價值／除稅後經營利潤淨額可減低此溢價3%，而轉向現金則減少6%，意味著即使您接受先所討論由分析師群體提出的「對於謊言的猜測」，15%溢價僅剩下6%。²鑑於投資組合的更高質量和複合增長盈利往績，這溢價似乎在任何時候都不足夠高。鑑於無數的經濟和地緣政治不確定因素，目前看來更不充足。在一個非常脆弱的世界中，如我們擁有的複合增長公司等反脆弱公司無疑具有吸引力。

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

基礎貨幣

美元

指數

MSCI世界淨指數

截至最後月底止12個月表現期 (%)

	19年9月至 20年9月	18年9月至 19年9月	17年9月至 18年9月	16年9月至 17年9月	15年9月至 16年9月
MS INVF 環球品牌基金 - A 類股份	13.47	9.17	16.13	13.98	12.48
MSCI世界淨指數	10.41	1.83	11.24	18.17	11.36

過往表現並非未來業績的可靠指標。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資料來源均為摩根士丹利投資管理。

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。

指數資料

MSCI世界淨指數指經調整公眾持股量的市值加權指數，旨在衡量成熟市場的環球股市表現。「公眾持股量」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。指數並無管理，不包括任何開支、費用或銷售費。無法直接投資於指數。

發行

本通訊僅適用及發行予管轄範圍當地法例或規章與此發行或供應沒有衝突之人士。尤其股份不會在美國或向美國人士分銷。

愛爾蘭：

摩根士丹利投資管理（愛爾蘭）有限公司註冊地址：The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Ireland。於愛爾蘭註冊，公司編號為 616662。

受愛爾蘭中央銀行監管。英國：

摩根士丹利投資管理有限公司獲金融行為監管局授權及受其監管。於英國註冊。註冊編號為1981121。註冊辦事處：

25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, 獲金融行為監管局授權及受其監管。杜拜：摩根士丹利投資管理有限公司（代表辦事處：Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, United Arab Emirates。電話號碼：+97 (0)14 709 7158）。德國：

² 資料來源：FactSet，2020年9月。

Morgan Stanley Investment Management Limited
Niederlassung Deutschland 4th Floor Junghofstrasse 18-26, 60311 Frankfurt am Main, Germany (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG)。 **意大利**：摩根士丹利投資管理有限公司 米蘭分行 (Sede Secondaria di Milano) 是摩根士丹利投資管理有限公司的分行，該公司於英國註冊，獲金融行為監管局授權及受其監管，其註冊辦事處位於25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA。 摩根士丹利投資管理有限公司 米蘭分行 (Sede Secondaria di Milano)，地址位於Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italy, 在意大利註冊，公司編號與增值稅號均為08829360968。 **荷蘭**：摩根士丹利投資管理有限公司 Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Netherlands。電話：31 2-0462-1300。 摩根士丹利投資管理有限公司是摩根士丹利投資管理有限公司的分支機構。 摩根士丹利投資管理有限公司獲得英國金融行為監管局的授權並受其監管。 **瑞士**：Morgan Stanley & Co. International plc, London,, 蘇黎世分行獲瑞士金融市場監督管理局 (「FINMA」) 授權及受其監管。於蘇黎世商業註冊處註冊，註冊編號為 CHE-115.415.770。註冊辦事處：Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Switzerland, 電話：+41 (0) 44 588 1000。傳真：+41(0) 44 588 1074。

澳洲：本出版物由Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN在澳洲傳播：122040037, AFSL No. 314182, 並承擔其內容的相關責任。本出版物及其任何內容的讀取僅供依照《澳洲公司法》的「批發客戶」。 **香港**：本文件由摩根士丹利亞洲有限公司在香港發行及使用，並僅向香港《證券及期貨條例》(第571章)所界定的「專業投資者」提供。本文件的內容未經香港任何監管機構(包括證券及期貨事務監察委員會)審閱或批准。因此，除根據相關法律獲豁免者外，本文件不得向香港公眾人士發行、傳閱、分發、轉交或提供。 **新加坡**：本文件不應被視為不管是直接或間接對於新加坡的公眾或任何公眾人士的認購或購買要約，除非是對於(i)依據新加坡法令第289章，《證券及期貨法》(“SFA”)第304條的機構投資者，(ii)依據《證券及期貨法》第305條的「有關人士」(其中包括獲得認可的投資人)，而該分銷乃按照證券及期貨法第305條所明確規定的條件進行；或(iii)除此之外，依據任何其它適用的《證券及期貨法》所規定的條件。尤其是，未獲得新加坡金融管理局授權或認可的投資基金，該基金單位不得向零售公眾發售；任何刊發書面材料給上述與發售有關的人士，並非由《證券及期貨法》所定義的招股章程，因此按照《證券及期貨法》與招股章程相關的法定責任並不適用，投資人應該審慎考慮是否該投資適合他們。該材料未經新加坡金融管理局審查。

重要資訊

歐洲、中東和非洲：本市場推銷通訊乃由 摩根士丹利投資管理有限公司 (「MSIM」) 刊發。該公司已獲英國金融市場行為監管局授權並受其監管。英國註冊編號為1981121。註冊地址：25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA。

本文件包含有關摩根士丹利投資基金(為盧森堡可變資本投資公司)的子基金(「本基金」)的資料。摩根士丹利投資基金(「本公司」)於盧森堡大公國根據2010年12月17日法律(經修訂)部分1註冊為集體投資計劃。本公司為可轉讓證券集體投資計劃(「UCITS」)。

在未查閱現有基金說明書主要投資者資訊文件(「KIID」)、年報及半年度報告(「發售文件」)或在閣下的當地司法權區可免費向註冊辦事處索取的其他文件之前，不應申請本基金的股份。註冊辦事處的地址為：European Bank and Business Centre, 6B route de Trèves, L-2633 Senningerberg, R.C.S.Luxemburg B 29 192。此外，所有意大利投資者均應參閱「延伸申請表格」，而所有香港投資者均應參閱章程概述的「為香港投資者提供的額外資料」一節。德文版的基金說明書、KIID、公司組織章程細則、年報及半年度報告以及進一步資料可向瑞士代表免費索取。瑞士的代表為Carnegie Fund Services S.A., 地址為11, rue du Général-Dufour, 1204 Geneva。瑞士的付款代理為Banque Cantonale de Genève, 地址為17, quai de l'île, 1204 Geneva。本文件僅為資訊用途編製，並不構成買入或出售任何特定證券或採納任何特定投資策略的要約或推薦意見。

本文件所述的指數均是相應許可人的知識產權(包括註冊商標)。相應的許可人概不透過任何方式保薦、認可、銷售或推廣基於指數的任何產品，對此概不承擔任何責任。

本文表達的觀點和意見是投資組合管理團隊在撰寫本演示稿時的觀點和意見，並且可能會由於市場、經濟或其它狀況隨時變化，而且不一定會實現。此等評論並不代表本公司整體的意見和觀點。持倉、國家和行業/地區權重可能會每日變化。所提供的全部資訊僅供參考，不應被視為購買或出售所述行業和地區之證券的建議。與預計市場回報和市場前景相關的任何資訊乃基於團隊的研究、分析和觀點。此等結論屬於推測性質，可能不會實現，亦不可用作預測摩根士丹利投資管理任何特定投資產品之未來表現。過去表現並不保證未來的結果。

所有投資均涉及風險，包括可能損失本金。本文件內容並非根據任何個別客戶情況而定，不可視為投資建議或以任何方式理解為稅務、會計、法律或監管建議。為此，投資者應在作出任何投資決定前，尋求個別法律及財務諮詢，包括稅務影響。

本通訊所載資料並非研究建議或「投資研究」，而是根據適用歐洲或瑞士法規分類為「市場推廣通訊」。這表示本市場推廣通訊(a)並非根據旨在鼓勵投資研究獨立性的法律要求而編製，及(b)不受限於在分發投資研究之前禁止交易的任何禁令。

除非本文件乃根據適用法律及規例使用及派發，否則MSIM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。如閣下為摩根士丹利投資基金的分銷商，部分或全部基金或個別基金股份未必可供分銷。在向閣下的客戶轉發基金資料之前，請參閱子分銷協議了解有關詳情。

在未得MSIM明確書面同意之前，不得轉載、複製或轉發本文件的全部或任何部分，或向第三方披露其任何內容。

本文件載列的所有資料均屬於專有資料，受到版權法例的保護。本文件可能被翻譯為其他語言。倘若編製該等譯文，概以本英文版本為準。如果本文件的英文版本和本文件任何其他語言版本之間有差異時，應以英文版本為基準。