



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

在低成長與通膨風險中尋找韌性

*Investments Through Cycles – Investment Styles
That Worked Over the Past 30 Years*

25 September 2026



什麼是Parallax？為何其分析具參考價值？

將股票精準歸類為五大風格的AI選股工具

突破單一指標的盲點

多數投資人僅從單一角度評估股票，例如挑選估值最便宜的股票(價值型)或成長最快的股票(動能型)。然而，看似便宜的股票可能正瀕臨破產；而高成長的股票也可能被嚴重高估。

Parallax解決方案

Parallax是一套同時從**五個不同維度**對股票進行綜合評分的工具。透過跨維度的綜觀分析，投資人得以精準掌握企業的體質健全度、估值水準以及市場趨勢方向。

為何透過多重角度分析至關重要

避開價值陷阱：高價值評分固然理想，但前提是品質評分亦須達標，以確認企業財務結構並未受損。

因應宏觀經濟循環：不同的經濟環境各有領漲的投資風格。而當市場趨勢改變時，Parallax能協助投資人敏捷調整配置重心(例如由「動能型」轉向「防禦型」)。



當前經濟環境下的配置策略

防禦為先，價值為輔

美國當前宏觀環境

經濟成長趨緩、高利率環境持續，以及消費端需求逐步降溫

- 經濟動能放緩：零售銷售走弱、消費者信心下滑，且就業市場增長停滯。
- 通膨上行風險：西德州原油(WTI)價格徘徊在每桶97美元附近，未來數月可能再度推升整體通膨壓力。
- 市場廣度顯著收窄：目前主要大型股中僅約三分之一仍維持多頭趨勢。

風格配置建議

優先採取穩健布局，嚴選低估值個股，避免過度追逐市場趨勢。

- 防禦型(低波動)：當前訊號最強勢之風格。在景氣放緩之際，為投資組合提供關鍵的下檔保護
- 價值型：其表現已逐步回溫，惟須透過篩選企業品質，避免買進估值便宜，基本面卻脆弱的公司。
- 關鍵風險提示：當前各風格間的表現差距已顯著縮窄。在擁擠交易的市場環境下，廣泛押注的策略難以取得相對報酬。

五大投資風格

因應不同環境制定不同策略

品質型

定義

擁有穩健、可靠業務的企業

高評分準則

高獲利能力、優質的資產負債表、穩定的利潤率，以及較少會計品質預警之企業

最佳適用環境

作為長期核心配置的篩選基準；在經濟成長放緩或財務結構風險升溫時尤其具防護力。

動能型

定義

股價趨勢與獲利預期持續改善的企業

高評分準則

近6-12個月價格表現相對強勁、且獲利預期持續上修、相對強勢。

最佳適用環境

把握持續的市場趨勢。但在領漲股輪替時，趨勢可能會突然反轉。

價值型

定義

股價相對其基本面被低估的企業

高評分準則

其估值指標相對同業呈現折價(如：市盈率、市淨率、EV/EBITDA或股息孳息率)

最佳適用環境

鎖定被低估的公司；在估值重新定價或領漲類股由少數產業擴展到更多產業類股時。

防禦型

定義

比市場更具韌性、且波動較低的公司。

高評分準則

貝他值(Beta)與整體波動率較低、獲利穩定、股息配發可靠，並具備較佳的抗衰退能力

最佳適用環境

當通膨升溫、利率高昂、經濟衰退風險或市場波動攀升時，用於降低投資組合的整體風險。

戰術型

定義

由資金流向或市場短期失衡所驅動的短線交易機會

高評分準則

機構或內部人資金流向偏多、成交量出現異常、具備技術面型態或事件催化劑

最佳適用環境

針對特定催化劑驅動之短期操作決策，不適合用作長期配置。

當前高評分個股概況

跳脫AI主題框架，全方位拓展可投資範疇

品質型(9-10分)

Tenet Healthcare (THC)

醫療保健 | 高利潤率、強勁的股東權益報酬率(ROE)

Pediatrix Medical (MD)

醫療保健 | 營業利益率穩健

Kforce Inc (KFRC)

工業 | 獲利能力強勁

動能型(10分)

Applied Materials (AMAT)

資訊科技 | 股價趨勢強勁

Advanced Micro Devices (AMD)

資訊科技 | 強勁成長預期

Brightspring Health (BTSG)

醫療保健 | 近期預估上修

價值型(10分)

Macy's Inc (M)

消費 | 低市盈率、股價低於帳面價值

ArcBest Corp (ARCB)

工業 | 估值折價

Chatham Lodging (CLDT)

房地產 | 股價低於帳面價值

防禦型(10分)

Aflac Inc (AFL)

金融 | 低波動率、獲利穩定

Atmos Energy (ATO)

公用事業 | 具監管保障、現金流能見度高

AMETEK Inc (AME)

工業 | 具韌性的商業模式

戰術型(10分)

Affirm Holdings (AFRM)

資訊科技 | 近期資金動能充沛 / 具催化題材

Autodesk Inc (ADSK)

資訊科技 | 成交量異常增溫 / 技術面型態成型

Ameriprise Financial (AMP)

金融 | 短期訊號有利

資料來源：凱基證券整理，註：上述個股僅為Parallax每日篩選中各風格高評分之範例，旨在展示各風格特徵，非投資組合買賣建議。

30檔標普500熱門股 – Parallax風格綜合評分

科技權值股雖於動能評分中領先，然其防禦評分則相對落後

股票代號	動能型	品質型	價值型	防禦型	戰術型
MU	10	10	2	1	3
AMD	10	8	2	2	3
INTC	10	5	4	2	3
LRCX	10	10	2	2	3
AMAT	10	10	3	2	5
SNDK	10	10	2	1	9
STX	10	10	1	2	9
MRVL	10	8	1	1	3
WDC	10	10	2	2	10
DELL	10	8	2	1	5
CSCO	9	9	3	6	4
CAT	9	9	3	6	1
MRK	9	8	5	7	5
PANW	9	5	2	4	10
CRWD	9	6	1	3	10

股票代號	動能型	品質型	價值型	防禦型	戰術型
LLY	8	10	4	8	10
XOM	8	8	8	8	10
JNJ	8	9	6	9	7
CVX	8	8	7	8	9
GS	8	3	9	8	7
MS	8	3	8	9	8
TXN	8	10	4	6	1
AMGN	8	9	2	8	10
C	8	3	8	9	4
UNP	8	9	6	9	4
ADI	8	8	3	7	1
COP	8	9	6	7	9
VRTX	8	10	5	8	10
BMJ	8	9	7	8	8
NEM	8	10	3	6	4

資料來源：凱基證券整理

過去30年投資風格績效檢視(1996-2025)

任何單一投資風格皆無法在所有時期勝出；而品質型在歷年表現中最為可靠

投資風格	平均年化相對報酬率	年化報酬率中位數	正報酬率年數(總計30年)	年化標準差	策略解讀
品質型	+4.1%	+4.2%	22	+11.8%	最可靠的長期投資策略。
動能型	+3.5%	+7.0%	21	+21.5%	適合順勢操作，但趨勢反轉時將面臨劇烈回檔。
價值型	+1.3%	+1.9%	16	+18.1%	在市場崩盤後或經濟復甦時表現最佳。
防禦型	-1.0%	+4.0%	16	+33.2%	逆風環境下具抗跌效果，但並非為順境時的成長引擎。

資料來源：凱基證券整理

不同宏觀環境下的風格配置指引

「當市場情勢改變時，配置風格隨之應變」：動態調整投資組合

宏觀環境	成長 / 通膨背景	估值 / 市場廣度	解讀	Parallax首選風格
景氣循環末期 / 停滯性通膨	成長放緩 / 通膨攀升風險升溫	高估值 / 市場廣度收窄	高利率抑制需求，但通膨仍具威脅性；首要任務是保護資金	防禦型；品質型；戰術型
成熟期擴張	穩定成長 / 通膨平穩	高估值 / 市場廣度收窄	經濟持續增長，但股價估值偏高；可順勢操作，惟仍須聚焦高品質公司	品質型；動能型
經濟危機 / 景氣收縮	成長放緩 / 通膨攀升風險升溫	低估值 / 市場廣度擴展	經濟面臨嚴峻壓力。企業能否避免破產才是此時的唯一關鍵	品質型；防禦型
週期性復甦	穩定成長 / 通膨平穩	低估值 / 市場廣度擴展	股價已歷經大跌，經濟處於復甦初期。低估值和景氣敏感型的股票將表現突出	價值型；品質型

資料來源：凱基證券整理

回顧過去30年的市場借鏡

1996-2026年：宏觀環境更迭演變，投資風格組合亦隨之調整

期間	宏觀環境	經濟背景	風格組合 1	風格組合 2	風格組合 3	對應風格組合
1996-2000	科技繁榮與估值擴張	快速成長；估值推升至極端	動能型	品質型		動能型；品質型
2001-2003	網路泡沫破裂與政策寬鬆	成長放緩，政策轉向寬鬆	價值型	品質型		價值型；品質型
2004-2006	信貸與房市擴張	廣泛經濟復甦，信貸寬鬆	價值型	品質型		價值型；品質型
2007-2009	全球金融危機	經濟收縮與嚴重市場壓力	品質型	防禦型		品質型；防禦型
2010-2012	QE復甦與去槓桿	低利率、政策支持、逐步復甦	防禦型	品質型		防禦型；品質型
2013-2015	成熟期低通膨擴張	穩定成長、低利率、低通膨	動能型	品質型		動能型；品質型
2016-2018	再通膨與聯儲局緊縮	通膨上升，聯儲局升息	防禦型	品質型		防禦型；品質型
2019-2020	景氣循環末期降息與疫情衝擊	急劇衰退，隨後極度寬鬆流動性	動能型	品質型		動能型；品質型
2021-2022	通膨衝擊與快速緊縮	利率快速上升；股債雙跌	防禦型	價值型		防禦型；價值型
2023-2025	通膨回落與集中化投資AI	指數回報強勁，但領漲股集中度高	品質型	戰術型		品質型；戰術型
2026 (目前)	成長緩慢與通膨攀升風險	緊縮利率環境，需求減弱，油價驅動的通膨風險	防禦型	價值型	品質型	防禦型；價值型；品質型

資料來源：凱基證券整理

緊縮貨幣政策、需求減速與高通膨風險交織



宏觀情勢綜觀(截至 2026年9月18日)

當前宏觀環境

經濟低成長、通膨具僵固性

美國10年期國債孳息率

~5.0%

西德州原油(WTI)

\$97 / bbl

市場廣度(>50d MA)

33%

貨幣政策受侷限

油價逼近97美元，通膨可能在經濟走弱之際再度升溫。這對聯儲局(Fed)政策陷入兩難：在面臨通膨再度抬頭的風險下，短期內難以減息。

需求端轉趨惡化

零售銷售下滑、消費者信心走弱，就業成長停滯，顯示經濟正明顯降溫。

投資策略

防禦為先，價值擇優布局，確立趨勢後再配置動能

- **以防禦型作為核心：**低波動是當前防禦股最具代表性的訊號，在經濟成長放緩、利率處於高檔的環境下提供核心防護。
- **價值型擇高品質：**價值型股票近期的反彈主因在於其估值處於低位，而非受惠於宏觀經濟強勁復甦。務必篩選高品質評分的股票，避免僅因低估值而買進基本面薄弱的企業。
- **管控動能型的曝險：**市場近期的反彈動能正逐步消退，維持多頭趨勢的股票有限。避免過度追高，應適當控管動能型股票的部位上限。
- **市場不確定性與高波動環境推升了期權權利金水準，**投資人願意為避險支付更高溢價。在等待市場出現明確方向前，可透過賣出期權以賺取額外收益。
- **備兌認購期權：**若已持有高品質或防禦型股票部位，可透過賣出較高履約價的買權收取期權金，在盤整行情中為部位提供額外現金流。
- **賣出賣權(Selling Puts) / 固定票息票據(FCNs)：**若欲持有回升中的價值股但同時認為價格略高，可透過賣出賣權。除了先行賺取期權金外，若股價拉回，亦得以合乎原先預期的理想折扣價承接現貨。

符合當前市場格局的精選股票

以防禦型股票作為核心配置，價值型股票則在其品質評分足以確認企業基本面健全下方可布局

公司名稱	股票代碼	定位	評分1類別	評分1	評分2類別	評分2	評分3類別	評分3	適合原因	投資理據
Aflac Inc.	AFL	防禦型核心	防禦型	10	價值型	7	品質型	6	完美的防禦型核心配置	極低的波動度與穩定的獲利，在整體經濟放緩時提供資金避風港
AMETEK Inc.	AME	具韌性的工業股	防禦型	10	品質型	8	動能型	7	兼具防禦與高品質特徵	高利潤率與獲利能力，支撐工業企業在不確定環境下展現韌性
Macy's Inc.	M	具品質支撐的價值股	價值型	10	品質型	7	動能型	8	深度價值投資，同時具備穩健品質評分	股價接近其帳面價值，且市盈率偏低，有助於避免陷入典型的價值陷阱，即基本面惡化的公司
Chatham Lodging Trust	CLDT	經篩選的高品質價值股	價值型	10	品質型	8	防禦型	7	透過強健營運體質篩選出之價值股	維持強勁的營運利潤率與健全的財務結構，但股價相對其資產呈現大幅折價

資料來源：凱基證券整理

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認可，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。