



HALO交易兴起的宏观背景与指向意义

陈 雳 马 骏

摘要 2026年初,全球金融市场兴起HALO (Heavy Assets, Low Obsolescence) 交易策略,核心是配置具有重资产“护城河”、难以被人工智能技术替代的实体资产。其起源于AI技术冲击引发对轻资产被替代的担忧、地缘冲突与高利率环境凸显实体资产的确切性与安全价值、机构资金从成长股向确定性资产切换这三重宏观背景。这一现象推动了资产定价逻辑的再校准,引导资本重新重视稳定现金流与物理壁垒,促进了市场风格再平衡,并对服务国家战略、激励实体经济有积极意义。

关键词 HALO交易 重资产 实体经济 资产配置

一、引言

2026年第一季度,全球金融市场经历了一场深刻的风格切换。曾经被投资者狂热追捧的人工智能板块出现显著分化,部分科技明星股高位调整;而石油石化、煤炭、电力、交通运输等传统重资产行业逆市走强,A股市场“三桶油”罕见集体涨停,化工、有色金属等板块跟涨。这一现象背后,是高盛、摩根士丹利等国际投行于2026年2月正式提出的名为以重资产、低淘汰的资产为配置标的的HALO (Heavy Assets, Low Obsolescence) 交易策略悄然兴起,并迅速从华尔街蔓延至全球主要资本市场(高盛研究院,2026;摩根士丹利,2026)。HALO交易的兴起并非偶然,而是多重宏观因素共振的结果。本文聚焦两个核心问题:一是解析HALO交易在2026年初兴起的深层宏观背景,二是分析这一投资现象对理解金融市场变迁与投资范式转型的指向意义。

二、HALO交易的概念界定与逻辑基础

(一) 核心定义与关键特征

HALO交易,旨在配置具备物理壁垒、难以被技术迭代所淘汰的实体资产。其关键特征可概括为三点:一是高重置成本,其价值依赖于庞大的物理设施、复杂的工业网络或不可再生的战略资源,新进入者难以复制(Belderbos et al., 2020);二是强供给约束,行业通常具备较高的进入壁垒,产能扩张受限,供给弹性较低,在供需紧平衡格局下定价能力增强;三是稳现金流,资产多服务于基础性需求,具备穿越经济周期的持续经营能力,盈利稳定性和可预见性较高。具体而言,HALO资产主要涵盖石油、煤炭、有色金属等周期资源,电网、发电设施等能源基础设施,以及铁路、港口、航空基础设施等交通运输领域。这些资产的共同特点在于,其价值创造依赖于实体产能而非无形资产,其竞争优势来源于物理壁垒而非技术迭代(吴晓求,2025)。

陈雳,川财证券首席经济学家、正高级经济师;马骏,川财证券研究所高级研究员。文责自负,与所在机构无关。



（二）相关策略辨析及理论支撑

HALO 策略不同于传统的价值投资或红利策略，它强调资产在技术变革时代的“抗替代性”。与防御性配置相比，HALO 具有更明确的进攻逻辑——做多 AI 难以替代且为 AI 发展所依赖的硬资产。值得注意的是，HALO 与 AI 投资并非对立，两者构成“新旧共舞”的互补格局：AI 发展需要算力基础设施支撑，而这些设施离不开稳定的电力、能源和交通网络，因此 HALO 资产实为 AI 产业的底层支撑。

从理论看，HALO 逻辑可追溯至多个经典理论。资源基础观认为，难以复制的实体资源是企业持续竞争优势的源泉 (Barney, 1991)。实物期权理论指出，拥有实体资产的企业在面对不确定性时拥有更大的战略选择权 (Myers, 1977)。将这些理论整合后可知：在技术快速变革时代，轻资产商业模式面临更高的被替代风险，而重资产因物理壁垒高、重置成本高，反而获得相对竞争优势。同时，高利率环境下未来现金流贴现价值下降，当期现金流与实体资产价值的重要性上升，进一步强化 HALO 资产的配置吸引力。

三、HALO 交易兴起的宏观背景分析

（一）技术冲击改变资产定价逻辑

人工智能技术的突破性进展是 HALO 交易兴起的首要推动力。2024—2025 年，生成式 AI、大语言模型等技术快速商业化应用，展现出对传统行业的深刻改造能力。然而，随着技术渗透加深，市场开始意识到 AI 不仅是赋能工具，也可能成为颠覆力量。根据 Acemoglu & Restrepo (2022) 的研究，AI 对不同行业的影响具有显著异质性。从投资角度看，这一认知转变引发

了估值逻辑的重构：曾经支撑科技股高估值的“AI+”叙事逐渐遭到质疑，投资者开始担忧哪些行业会被 AI 替代、哪些商业模式会被击穿。

具体而言，直接被 AI 替代的行业包括文案创作、基础代码编写、初级设计等人力密集型岗位，商业价值将快速贬值；壁垒被 AI 瓦解的行业包括依赖信息差、经验积累的高利润服务领域，估值基础将受到冲击。在此背景下，资金自然流向那些 AI 搬不走、拆不掉、造不出的实体资产。这些 HALO 资产不仅自身难以被替代，反而因其作为 AI 产业发展的底层支撑（如算力基础设施所需的能源和电力），需求韧性得以凸显 (Brynjolfsson et al., 2023)。

（二）外部不确定性提升实体型资产配置价值

2025—2026 年，全球宏观环境的高度不确定性进一步强化了实体资产的配置价值。地缘政治冲突频发，2026 年 3 月美伊冲突升级引发全球能源、资源价格大幅波动，国际油价开盘一度飙升逾 10%，现货黄金突破历史新高。这类事件强化了市场对供应链安全与资源可控性的重视 (Gao et al., 2024)。与此同时，全球主要经济体货币政策分化明显，美联储虽开启降息周期但利率水平仍处历史相对高位，高实际利率环境使得未来现金流贴现价值下降，当期资产价值与现金流生成能力的重要性上升 (Campbell & Shiller, 2021)。这一利率环境天然有利于重资产、高股息、稳定现金流的 HALO 类型资产。

此外，全球供应链重构趋势持续。过去 30 年全球红利逐渐消退，各国更加重视产业链自主可控与战略资源安全 (Baldwin & Freeman, 2022)。这一趋势下，



拥有本土资源、实体产能、基础设施的企业获得更高的估值溢价，因为它们代表着经济安全与产业韧性。中国拥有完整的工业体系、丰富的基础设施网络、庞大的制造业产能，这些为 HALO 策略提供了得天独厚的投资土壤。

（三）资金行为强化市场变化

机构投资者如公募基金、养老金和保险资金等配置逻辑的变化，是 HALO 交易快速普及的重要推手。2025 年以来，部分明星科技股高位大幅调整，使基金经理对“技术赋能可能变成技术替代”的担忧持续加深（Gabaix & Koijen, 2021）。在这种背景下，以重资产、低淘汰为核心的 HALO 策略，强调不论何种外界环境下具备生意模式的永续经营，自然成为机构投研热议的新主线。

从资金流向数据看，2026 年第一季度，国内公募基金对石油石化、煤炭、电力、交通运输等 HALO 相关板块的配置比例显著提升，部分基金甚至将 HALO 资产作为核心持仓。这一变化反映了机构资金从追逐成长性向追求确定性的策略转变。此外，外资流向也呈现类似趋势。2025—2026 年，北向资金对 A 股高股息、重资产板块的净流入持续增加，表明全球投资者对中国硬资产的认可度提升。这一趋势与全球范围内 HALO 交易的兴起形成共振，进一步强化了相关资产的价格表现。

四、HALO 交易的指向意义与市场影响

（一）资产定价逻辑的再校准

HALO 交易的兴起，核心指向是资本市场资产定价逻辑的再校准。过去 10 年，市场主流定价模式给予未来增长预期极高权重，导致科技成长股估值大幅扩张，而

传统重资产行业估值长期低迷。HALO 策略的流行，促使市场重新审视“确定性”的价值。在高不确定性的宏观环境下，稳定的当期现金流和强大的生存韧性，其贴现价值理应提升。这并非对成长性的否定，而是对成长基础的反思——可持续的增长应建立在稳固的竞争优势之上。

从更宏观视角看，这一转变反映了资本对实体经济认知的深化。过去资本市场过度偏好互联网、软件等轻资产模式，一定程度上导致资源错配与泡沫积累。HALO 交易的兴起，有助于引导资本流向真正创造社会价值的实体产业，促进虚拟经济与实体经济的良性互动。

（二）市场风格与结构的再平衡

从市场层面看，HALO 交易推动了风格与结构的再平衡。首先，它有助于缓解市场估值极端分化问题。当资金从过度高估的轻资产板块流向低估的重资产板块时，市场整体估值体系趋于合理，降低系统性风险积累。其次，HALO 策略推动上市公司提升股东回报意识。重资产企业通常具有稳定的现金流生成能力，在 HALO 逻辑下，这些企业更有动力通过提高分红比例、实施股份回购等方式回馈股东，从而改善 A 股市场长期存在的“重融资、轻回报”问题。最后，HALO 交易促进资本市场与产业政策的有效协同。国家战略性新兴产业规划中，能源安全、产业链自主可控、基础设施建设等都是重点方向。HALO 资产恰好与这些政策导向高度契合，资本市场的价格发现功能可以更好地服务于国家战略目标。

（三）对实体经济发展的正向激励

从实体经济角度看，HALO 交易的兴起具有多重正向激励作用。第一，它提



升了重资产行业的资本可获得性。长期以来，传统行业由于增长预期较低，在资本市场上处于弱势地位，融资成本相对较高。HALO 策略的流行有助于改善这一局面，降低实体企业的融资约束 (Shleifer & Vishny, 2020)。第二，它鼓励企业加大长期资本开支。在高估值环境下，重资产企业更有动力进行产能扩张、技术升级、设备更新等长期投资，这些投资对于提升产业竞争力、保障供应链安全具有重要意义。第三，它促进就业与社会稳定。重资产行业往往属于劳动密集型领域，能够吸纳大量劳动力。资本流入这些行业，有助于维持就业稳定，促进区域经济发展，具有显著的社会正外部性。

(四) 风险审视

尽管 HALO 交易具有积极意义，但仍需理性审视其潜在风险。第一，HALO 资产并非完全没有被替代风险。新能源技术、数字化改造、工艺革新等都可能改变传统重资产行业的竞争格局，投资者需动态评估各类资产的长期竞争力。第二，HALO 策略可能存在拥挤交易风险。当大量资金集中配置同一类资产时，可能推高估值至不合理水平，形成新的泡沫。历史经验表明，任何投资策略一旦成为市场共识，往往意味着阶段性机会的消退 (Gabaix & Koijen, 2021)。第三，HALO 交易不应被理解为对科技成长的全面否定。人工智能、数字经济、生物医药等新兴领域仍具有长期投资价值，关键在于区分真正具有核心

竞争力的企业与单纯依靠叙事炒作的公司。投资者应采取“新旧共舞”的均衡配置思路，而非非此即彼的极端选择。

五、结论与展望

本文分析表明，HALO 交易的兴起是人工智能技术冲击、宏观环境不确定性与资金逻辑演变共同作用的结果。它标志着市场投资范式从追逐“轻资产、高成长”向重视“重资产、稳现金流”的深刻转变，体现了资本在不确定性环境下对确定性与可持续性的追求。这一现象对校准资产定价逻辑、推动市场风格再平衡、引导金融资源更好服务实体经济具有积极意义。

然而，HALO 交易的适用性有其边界。它并非对所有技术创新的否定，而是在特定历史阶段对资产价值认知的补充。其持续性的关键在于：宏观不确定性能否持续、AI 技术对实体经济的依赖度是否会加深，以及相关资产的基本面能否支撑其估值。未来，市场需密切关注技术变革与宏观环境的演进，以及资金流动的变化，动态评估 HALO 资产作为“确定性锚点”的长期价值。对中国资本市场而言，凭借完整的工业体系、丰富的基础设施网络，HALO 策略具备独特的投资土壤。随着资本市场改革深化、投资者结构优化，中国有望在全球 HALO 资产配置中扮演更加重要的角色。□

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 高盛研究院.2026年全球投资策略展望[R].2026-02.
- [2] 摩根士丹利.HALO资产配置框架白皮书[R].2026-02.



- [3] 吴晓求.中国资本市场改革的方向与路径[J].经济研究,2025(11):5-18.
- [4] Acemoglu D,Restrepo P.Tasks,automation,and the rise in US wage inequality[J].Econometrica,2022,90(5):1973-2016.
- [5] Baldwin R,Freeman R.Global supply chains and the new geopolitics[R].Peterson Institute for International Economics Working Paper,2022(22):6.
- [6] Barney,J.Firm resources and sustained competitive advantage[J].Journal of Management,1991,17(1):99-120.
- [7] Belderbos R,Tong T W,Wu S.Multinational investment and the value of growth options: the role of real asset flexibility[J].Journal of International Business Studies,2020(51):78-102.
- [8] Brynjolfsson E,Li D,Raymond L R.Generative AI at work[R].NBER Working Paper,2023:w31161.
- [9] Campbell,J.Y.,Shiller,R.J.Valuation ratios and the long-run stock market outlook: an update[J].Journal of Portfolio Management,2021:47(5),77-90.
- [10] Gabaix X,Koijen R S.In search of the origins of financial fluctuations: the inelastic markets hypothesis[R].NBER Working Paper,2021:w28967.
- [11] Gao X,Hsu P H,Li K.Geopolitical risk and corporate investment: evidence from supply chain concentration [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2024:forthcoming.
- [12] Krueger P,Sautner Z,Starks L T.The importance of physical and transition risks for corporate bond prices [J].Review of Financial Studies,2021,34(3):1147-1193.
- [13] Myers S C.Determinants of corporate borrowing[J].Journal of Financial Economics,1977:5(2):47-175.
- [14] Shleifer A,Vishny R W.The limits of arbitrage[J].Journal of Finance,2020,75(5):2263-2300.

Macro Drivers and Implications of HALO Trading

CHEN Li MA Jun

(1.Chief Economist, Chuancai Securities; 2.Research Institute, Chuancai Securities)

Abstract In early 2026, the HALO (Heavy Assets, Low Obsolescence) trading strategy emerged in global financial markets, centered on real assets with heavy-asset "moats" that are resistant to replacement through the use of artificial intelligence. Its rise stems from three macro drivers: concerns over the displacement of light assets triggered by AI technological shocks; the heightened certainty and safe-haven value of real assets amid geopolitical conflicts and a high-interest-rate environment; and the rotation of institutional capital from growth stocks toward assets offering stable cash flows. This phenomenon has prompted a recalibration of asset pricing logic and redirected capital toward stable cash flows and physical barriers. It has also facilitated a rebalancing of market structures and carries positive implications for serving national strategies and incentivizing the real economy.

Keywords HALO Trading, Heavy Assets, Real Economy, Asset Allocation

JEL Classification G11 E22 O33