

发现工业“价值”

从AI叙事到实体壁垒 “硬资产”走红背后

中国工业报 吴晨 王珊珊

当市场还在为AI大模型的参数竞赛而狂热，当资金还在科技股的估值泡沫中沉醉，一股名为“HALO”（Heavy Assets, Low Obsolescence，即重资产与低淘汰）的暗流却在2026年的春天悄然涌动，并迅速成为资本市场的新热词。

从高盛到摩根士丹利，从卖方研报到机构内参，这个强调“重资产、低淘汰”的投资策略仿佛一夜之间为焦灼的资金指明了新方向。公用事业涨了，有色金属火了，国防军工动了——与AI所代表的轻资产、高成长形成鲜明对比，那些拥有实体壁垒的“硬资产”正迎来一波久违的估值修复。

然而，光环之下，一个根本性问题横亘在投资者面前：HALO策略，究竟是AI时代资产价值重估的逻辑重塑，还是市场在迷茫期给传统周期股披上的一件时髦外衣？当聪明的资金开始谈论HALO，我们究竟在谈论什么？

逻辑重塑还是概念包装

HALO策略的走红，本质上是全球资产定价逻辑的结构性重塑。

“华尔街又出新词了。”这是很多A股投资者第一次听到HALO时的直观反应。2026年2月，高盛发布HALO资产配置框架。不同于传统价值投资，也不同于单纯的高股息策略，HALO的核心是重新发现那些难以被技术替代、拥有实体壁垒的资产。摩根士丹利则构建了HALO资产篮子（MSXXHALO），涵盖材料、公用事业、铁路、管道、废物处理、国防和信号七大结构性支柱。

在高盛和摩根士丹利的叙事框架中，HALO资产的崛起源于AI技术对传统商业模式颠覆性恐慌的预见。简单说，无论AI多聪明，它依然需要电力，需要算力芯片所需的铜和钨，需要实实在在的铁路和管道来运输实体物资。AI越发展，对物理世界的依赖就越深。

听起来是一个完美的“卖铲人”逻辑，顺理成章地引出了“资产价值重估”的宏大叙事。中国投资协会上市公司投资专业委员会副会长支培元告诉中国工业报，HALO策略的走红，本质上是全球资产定价逻辑的结构性重塑。它并非简单的概念包装，而是AI技术外溢催生的新估值框架。AI基建的爆发性需求直接拉动实体资源的稀缺性，同时地缘冲突、气候变化等因素让全球供应链的确定性价值超越短期业绩弹性，成为资本追逐的新焦点。

A股语境下的HALO

A股里真正符合HALO标准的，是“政策垄断+资源卡位+现金流刚性”三重壁垒的资产。

将华尔街的舶来品嫁接到A股市场，并非简单的逻辑复制。中信保诚基金明确提出，布局HALO交易需“结合A股特点，避免简单复制美股逻辑”。

问题在于，A股的“HALO资产”该如何界定？摩根士丹利构建的篮子涵盖了材料、公用事业、铁路等七大支柱。但在中国独特的市场环境下，这些资产的内涵可能更为复杂。“在A股市场，由于强大的政策调控能力和国企的主导地位，HALO资产的定价逻辑和股息稳定性会与美欧市场出现显著分化。我们不能简单照搬海外名单，而应进行更精细的本土化筛选。”胡双说。

霍虹屹认为，A股里真正符合HALO标准的，是“政策垄断+资源卡位+现金流刚性”三重壁垒的资产。具体来看，一是电网运营，其壁垒在于“特许经营+物理网络”，技术迭代周期以十年计，且电力是AI算力、工业生产的刚需，需求弹性极低；二是头部油气、煤炭企业，资源本身是天然的稀缺品，而国内“保供”政策又锁定了其产能地位，即便新能源发展，传统能源的基荷电源属性仍不可替代；三是长距离输油输气管道，其壁垒在于“投资规模+审批管理”，且作为能源流通



一股名为“HALO”的暗流在2026年的春天悄然涌动，并迅速成为资本市场的新热词。(AI制图)

苏商银行特约研究员高政扬对中国工业报进一步分析，HALO策略折射出AI时代全球资产定价框架的阶段性重估逻辑。此前，全球资本市场长期以“技术溢价”为核心定价锚点，资本高度集聚于互联网平台与软件类资产，市场普遍认为数字化、轻资产模式拥有更高的增长弹性与更强的规模效应。而随着AI技术的持续突破，算力、电力、能源、矿产资源及先进制造等实体要素的价值被重新凸显。AI模型的训练迭代与应用落地离不开庞大的算力基础设施、稳定的能源供给体系和复杂的硬件制造能力，这类领域具备高进入壁垒、高资本密集度的特征，且难以被短期技术迭代所替代。

湖南中财开元私募股权基金管理公司高级合伙人胡双同样对中国工业报表示，HALO策略的兴起，“结构性重塑”的成分要大于“概念性包装”。但他也指出，这其中有一个关键的区分：它的长期逻辑是坚实的，但短期爆发确实也借了“旧瓶装新酒”的势。

知名商业顾问，企业战略专家霍虹屹直言不讳地对中国工业报指出：“HALO策略的本质，是华尔街对‘数字经济与实体经济关系’的一次认知修正，其短期概念包装的属性更突出。”在他看来，从长期逻辑看，AI确实在重构实体资产的价值——AI的底层是算力，而算力的落地依赖电力、数据中心基建、稀有金属等实体资源，这让“实体壁垒”从“周期附属品”变成“数字基建的刚需环节”，这是定价逻辑中的新变量。

但回到当下市场，霍虹屹认为，HALO策略更像一次“估值再平衡”的工具：周期股、红利股的“高壁垒、低波动”特质，刚好适配“后科技泡沫时代”的避险需求，HALO不过是给这些传统资产套上了“AI基建”的新外衣。

“更关键的是，‘实体资产稀缺性永久提升’这一论断站不住脚。”霍虹屹表示，AI的技术迭代本身就是“降资源依赖”的过程，比如量子计算可能减少对传统芯片的需求，更高效的储能技术会降低电力消耗。所以HALO策略的底层逻辑是“短期资金切换”而非“长期定价革命”，它是华尔街在科技股泡沫下的一次“安全垫式配置”。

中国通信工业协会两化融合委员会副会长吴昊斌对中国工业报表示，从本质上看，HALO策略的崛起兼具合理性与阶段性特征。一方面，AI技术的爆发确实加剧了对算力、能源、资源等实体资产的依赖，形成“技术外溢—实体资产稀缺性提升”的正向循环；另一方面，当前市场缺乏明确主线，传统周期股与红利股通过“AI基建”叙事获得估值溢价，也反映了资金在风格切换中的

无奈选择。然而，若将HALO策略视为短期概念炒作，可能低估了其长期逻辑——当AI从“虚拟繁荣”走向“实体赋能”，实体资产的壁垒价值将不再是周期性波动，而是与技术进步深度绑定的结构性稀缺。

在胡双看来，AI的发展不再是虚拟的代码游戏，它正演变为一场巨大的“吞巨兽”和“原材料黑洞”。从数据中心的电力消耗到AI芯片所需的铜、铝等基础材料，AI越发展，对实体资源和基础设施的需求就越刚性。这使得电网、矿产等传统资产具备了“成长性”的想象空间。过去十年全球对传统能源、矿产的投资不足，叠加逆全球化、环保审批等壁垒，使得这些资产的供给端几乎“锁死”。这种“需求刚性的增长+供给弹性的丧失”，确实是资产定价逻辑的根本性变化。

但胡双也承认，在AI应用商业模式尚未成熟的“空窗期”，资金确实有从高估值科技股流向低估值板块的现实需求。中东局势等黑天鹅事件推高了大宗商品价格，为周期股上涨提供了完美的催化剂，也让HALO逻辑更容易被市场接受。部分资金本质上是寻找一个更时髦的“高股息+防御”抱团理由。因此，它确实承担了部分“概念性包装”的功能，为传统周期股的上漲赋予了新的叙事。

第三，规避“伪HALO”，警惕周期的力量。部分强周期性行业（如普通化工、普钢）虽然也是重资产，但不具备真正的“低淘汰”属性，其盈利高度绑定宏观经济周期。一旦经济下行，其“抗AI颠覆”的故事无法阻止业绩和估值的“戴维斯双杀”。筛选的核心在于区分“周期股”和“真正拥有稀缺护城河的资产”。

在霍虹屹看来，投资者筛选时，“路权”是核心，“资源禀赋”是放大器。“路权”是政策赋予的排他性资格（比如电网的特许经营权、管道的建设审批权），这是A股HALO资产的“生存底线”；而“资源禀赋”（比如煤炭储量、油气田）是在周期波动中提升盈利弹性的工具——没有“路权”，资源禀赋再强也会被政策调控稀释；只有“路权”没有资源，盈利韧性又不足。两者结合，才是A股HALO资产的“安全边际+收益空间”。

稳定性可能比海外纯私企更有“底线”保障，但也可能面临要求加大资本开支（服务于国家能源安全、AI基建）而降低分红的压力。因此分析股息时，不能只看历史分红率，更要看公司未来几年的资本开支计划与国家战略定位的匹配度。

然而，这种“既要又要”的期待本身就蕴含着风险。胡双提示，在筛选A股的HALO标的时，投资者必须关注以下三个关键看点，这也是其与美欧市场分化的核心所在。

第一，定价逻辑从“纯市场”转向“政策与市场的博弈”。美欧市场的定价更依赖于市场供求，但在A股，政策是决定利润上限和下限的关键变量。例如，电网、水务等公用事业虽然壁垒高，但价格受严格管控。因此筛选标的时，不能只看“涨价弹性”，更要看“政策友好度”和“价格联动机制”。

第二，股息稳定性从“商业模式”延伸至“国家战略与股东回报”。A股的HALO资产多为国企，其分红不仅取决于现金流，也受到“中特估”、国企考核（如ROE）等国家战略的指引。这意味着其股息

宏观财经

寻找中国工业的“价值锚点”

中国工业报记者 吴晨

当HALO策略从华尔街流向A股，当“重资产、低淘汰”成为资本追逐的新叙事，一个深刻的命题摆在所有市场参与者面前：在AI重塑产业格局的时代，中国工业上市公司的真正价值究竟是什么？

这并非一个容易回答的问题。

过去几个月，我们见证了市场认知的剧烈摇摆。一端是AI科技的无限遐想，轻资产、高成长的叙事让资金趋之若鹜；另一端则是HALO策略的悄然崛起，公用事业、有色金属、国防军工等拥有实体壁垒的“硬资产”迎来估值修复。在这场从“改变世界”到“占有世界”的资本迁徙中，我们隐约捕捉到一个信号：市场正在重新寻找价值的锚点。

但这种寻找充满了迷茫与博弈。HALO究竟是AI时代的逻辑重塑，还是传统周期股的“新瓶旧酒”？当“实体壁垒”成为热词，当“抗颠覆”成为卖点，投资者如何辨别哪些是真正的稀缺护城河，哪些只是叙事包装下的周期幻影？更关键的是，在中国独特的政策与市场环境下，工业上市公司的价值评估能否简单照搬海外框架？

这正是中国工业报社启动“2026年中国工业上市公司价值评价”项目的初衷。

我们深知，中国工业不仅是资本市场的“基本盘”——以76.5%的上市公司数量、56.58%的总市值占比，撑起A股的半壁江山——更是国家战略转型的核心载体。从新型工业化到新质生产力，从产业链安全到现代化产业体系建设，工业上市公司的价值早已超越财务报表的边界。它们是国家竞争力的微观基础，是技术突破的承载主体，也是产业升级的引领力量。

然而，传统的价值评估体系却往往难以捕捉这种复杂性。当一家传统制造企业通过数字化转型实现“产业身份重塑”，当一家细分领域的“隐形冠军”在产业链关键环节构筑起不可替代的壁垒，当一家国企在服务国家战略中与股东回报之间寻求平衡——这些价值增量，常常被简单的财务指标和“贴标签”式的行业分类所遮蔽。

市场需要一把更精准的标尺。

这把标尺，不能只丈量企业的“今天”（财务表现），更要评估其“明天”（成长潜力）和“责任”（战略贡献）；不能只关注“硬实力”（规模、利润），更要衡量“软实力”（创新、治理、绿色）。它需要穿透数据表象，

洞察企业在国家产业版图中的真实定位；它需要融合政策、产业与资本的多维视角，识别那些真正具备长期竞争力的优质资产。

这正是我们推出“2026年中国工业上市公司价值评价”的使命所在。

作为中国工业领域的权威主流媒体，中国工业报社发起此项目，旨在构建一个符合国家战略导向、兼具科学性与公信力的价值评价体系。我们将邀请来自高校、科研院所等机构的顶尖专家组成专家委员会，以“五力价值模型”为框架，从基础财务与市场力、科技创新与研发力、产业发展与引领力、绿色发展与可持续性、公司治理与未来潜力五个维度，对中国工业上市公司进行全方位扫描。

我们将以年度为单位，遴选“价值评价典型案例”，深入剖析这些企业在战略定位、技术创新、产业协同、绿色发展等方面的实践路径与成功经验。这些案例不是简单的排名，而是对中国工业上市公司竞争力的深度解读，是对不同赛道、不同模式、不同阶段企业价值创造逻辑的系统梳理。

最终，这些研究成果将汇聚成《2026中国工业上市公司价值评价蓝皮书》，面向政府部门、金融机构、上市公司及投资机构定向发行。我们期待，这本蓝皮书能够成为洞察中国工业上市公司竞争力的权威参考，为政策制定者提供决策依据，为投资者提供价值发现的工具，为企业管理者提供对标提升的镜鉴。

2026年，是“十五五”规划的开局之年，也是中国工业转型升级的关键窗口期。在这个时间节点启动这项评价工作，我们既怀揣使命，也心存敬畏。

我们深知，价值的定义永远在演进。今天被视为“硬资产”的实体壁垒，明天可能被技术迭代所消解；今天被低估的“传统产业”，明天可能通过创新实现价值重估。因此，我们的评价体系不是一套僵化的公式，而是一个动态开放的平台——它将在每年的实践中吸收反馈、持续优化，力求与中国工业同频共振。

在接下来的时间里，我们的项目团队将穿梭于数据海洋与企业一线，我们的专家委员会将展开严谨的评议与审议。我们期待，通过这次价值发现之旅，能够为市场呈现一幅更真实、更立体、更具前瞻性的中国工业图景。

我们诚邀所有关心中国工业未来的读者，共同见证这场价值锚点的寻找。因为，理解中国工业的价值，就是理解中国经济的未来。

HALO策略的“灰犀牛”

最大的“灰犀牛”或许来自AI应用端爆发引发的资金风格逆转。

任何策略都有其脆弱性，HALO也不例外。当资金一拥而上，将公用事业、有色等板块推向年内领涨位置时，理性的投资者更需要思考：这场盛宴何时可能结束？风险点在哪里？

最大的“灰犀牛”或许来自AI应用端爆发引发的资金风格逆转。霍虹屹指出，当前HALO的逻辑是“AI基建先于应用，实体资源是刚需”，但如果AI应用端（比如通用大模型商业化、AI+制造业落地）出现超预期突破，市场的核心矛盾会从“基建刚需”转向“应用红利”，资金会从“低估值实体资产”回流到“高成长的科技股”。届时，HALO标的的“AI基建叙事”会被证伪，估值溢价将快速消退。而对于全球经济衰退的影响，他认为对HALO标的冲击有限，因为其需求是“刚性基建”而非“可选消费”，电力、资源的需求波动远小于一般周期品。

支培元同样提醒，当前有色、电力标的已累计30%-50%的涨幅，

继续介入需警惕“戴维斯双杀”。部分高弹性标的已透支未来两年的需求预期，若AI应用端爆发且美联储提前降息，将同时触发盈利下滑和估值收缩。他建议，投资者聚焦具备长单锁定利润的企业。

从实操角度看，吴昊斌认为，介入HALO资产需遵循“业绩验证优先”原则：选择现金流稳定、产能扩张与AI需求强相关的细分龙头，同时通过期货对冲大宗商品价格波动风险。在宏观未见系统性风险前，HALO策略仍具配置价值，但需警惕“概念泡沫化”倾向——真正的壁垒资产应经得起技术迭代与周期考验，而非仅仅依赖叙事炒作。

“HALO策略为我们提供了一个观察新时代资产价值的宝贵视角。”胡双总结道，它确实捕捉到了AI时代对实体资产需求的深刻变化。但在A股这片土壤上，我们不能被概念牵着走，而需要深入一层，理解政策、周期、战略这三大因素如何共同塑造企业真实投资价值。