



# 美股叙事发掘与框架重构（一）： HALO 策略崛起，AI 是否仍是主线？

开年以来，市场对美联储宽松预期的修正、AI 行情从普涨转向分化，推动美股叙事转变，HALO 交易受到追捧，资金偏好从软科技转向硬科技。HALO 资产包括能源矿产、电网、公用事业等基础设施，以及半导体设备、关键制造产能等高技术核心产能，其本质是对资产稀缺性的价值重估。短期内，在地缘政治不确定性上升的背景下，具有“重资产、低淘汰率”特征的 HALO 资产因其防御性将持续受到资金青睐。中期来看，AI 作为美股主线，我们需持续布局并因应叙事变动来重构投资框架。

- **市场预期差集中释放，HALO 交易成为美股新叙事。**开年以来，在去年年末市场形成的一致性预期在多个维度被修正。市场对美元流动性的宽松预期在凯文·沃什被提名下任美联储主席后出现边际转弱。AI 行情从普涨转向分化，市场担忧科技巨头资本开支的变现能力以及 AI 的发展可能对其他行业形成较大冲击。HALO 交易受到市场追捧，一类是包括能源矿产、电网、公用事业、交通枢纽等基础设施类重资产，另一类是半导体设备、关键制造产能等高技术核心产能，其本质是对资产稀缺性的价值重估。从资金面上看，新兴市场吸引了全球资金的大幅流入，主要受存储芯片“超级周期”预期提振，新兴市场的盈利预期一度被大幅上修驱动。随着中东冲突升温，全球资金偏好从软科技向硬科技迁移的趋势越发明显。
- **这一叙事转变来源于宏观环境和地缘政治格局的重构。**2008 年后，全球经济增长速度放缓，低利率、低通胀、高债务和全球化深化成为常态。投资者更看重公司的持续高增长性，因此更愿意赋予那些能够靠“轻资本”模式快速扩张的科技股更高的估值。但 2022 年之后，在通胀上升、地缘政治风险升温、全球供应链重组的情况下，旧有格局被打破。在高利率环境下，远期现金流折现力度加大，高增长型公司估值承压，实物资产的当期价值因此凸显。同时，世界走向多极化，供应链安全、能源自主以及对关键矿产的掌控上升为国家安全的核心议题。拥有本土生产能力、掌握关键基础设施企业的战略价值持续凸显。2 月底以来，中东冲突升级进一步强化了 HALO 交易的避险逻辑。
- **人工智能技术的爆发也驱动了当前叙事的转变。**一方面，AI 正在侵蚀传统“轻资本”模式的价值基础。当 AI 能够以趋近于零的边际成本完成信息处理、内容生成和代码编写时，软件、IT 服务和数字平台的差异化优势快速收窄，估值倍数的压缩正反映了市场对这些企业长期盈利能力的疑虑。另一方面，AI 正在创造人类历史上规模最大、速度最快的资本支出周期。美股大科技巨头为保持 AI 领域的领先地位，正投入数千亿美元来建设数据中心、采购 GPU、升级网络基础设施等。这些曾经最典型的“轻资本”公司，正朝着“资本密集型”企业转型。其业务模式正在发生根本性转变，使得市场重新思考应该如何为它们估值，成为推动 HALO 交易叙事加速确立的重要力量。尽管短期 HALO 资产因其防御性将持续受到资金青睐，但 AI 作为美股中期主线，我们需持续布局并因应叙事变动来重构投资框架。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody\_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

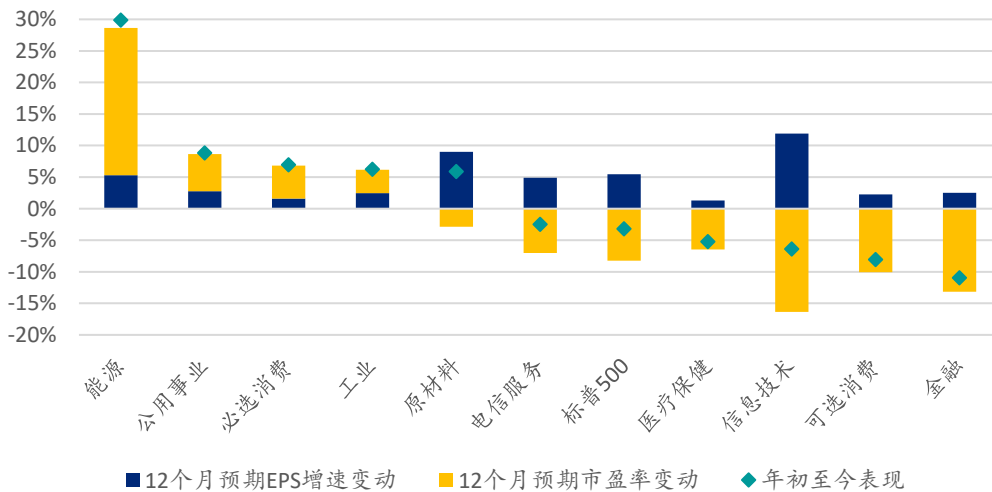
2026 年 3 月 20 日



扫码关注浦银国际研究

年初至今，美股各行业表现分化显著。截至 2026 年 3 月 18 日，标普 500 指数年初至今下跌 3%。内部行业表现分化明显，受估值扩张带动，能源(+30%)、公用事业(+9%)、必选消费(+7%)、工业(+6%)等行业领涨，主要受益于财政扩张、供应链本土化及 AI 基础设施需求的共同驱动，但金融下跌 11%，可选消费下跌 8%，科技下跌 6%，反映出市场对 AI 变现困境的担忧以及私募信贷风险的重新定价（图表 1）。

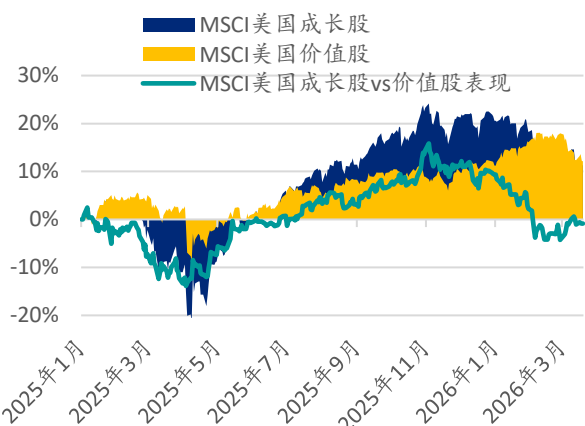
图表 1：年初至今，美股各行业表现分化明显



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

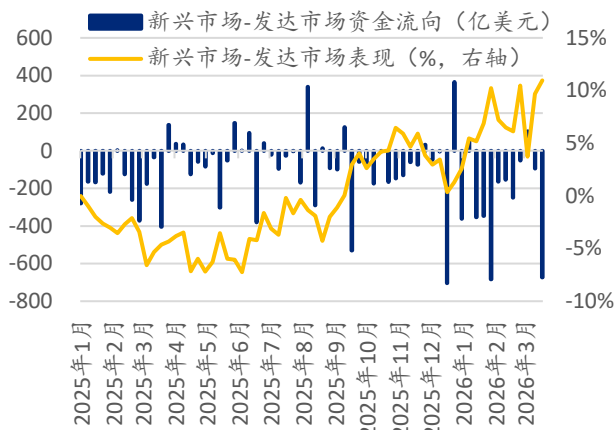
**市场预期差近期集中释放。**首先，去年年底对于美元流动性的宽松预期出现边际转弱。1 月，凯文·沃什 (Kevin Warsh) 被提名下任美联储主席，其政策主张是“降息+缩表”，市场预期新主席上任将可能带来流动性紧缩的边际风险，提名公布后贵金属和比特币等对流动性敏感的资产出现大幅回调。其次，AI 投资叙事从普涨转向分化，年初以来以大科技股为主的 MSCI 美国成长股指数持续跑输 MSCI 美国价值股指数（图表 2）。市场担忧科技巨头资本开支的变现能力，以及 AI 的发展可能对其他行业形成较大冲击，因此 HALO 交易受到市场追捧。从资金面上看，新兴市场吸引了全球资金的大幅流入，主要受存储芯片“超级周期”预期提振，新兴市场的盈利预期被大幅上修驱动（图表 3）。由于中东地缘政治冲突升温，全球资金偏好从软科技向硬核科技迁移的趋势越发明显。

**图表 2：年初至今，MSCI 美国价值股明显跑赢成长股**



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

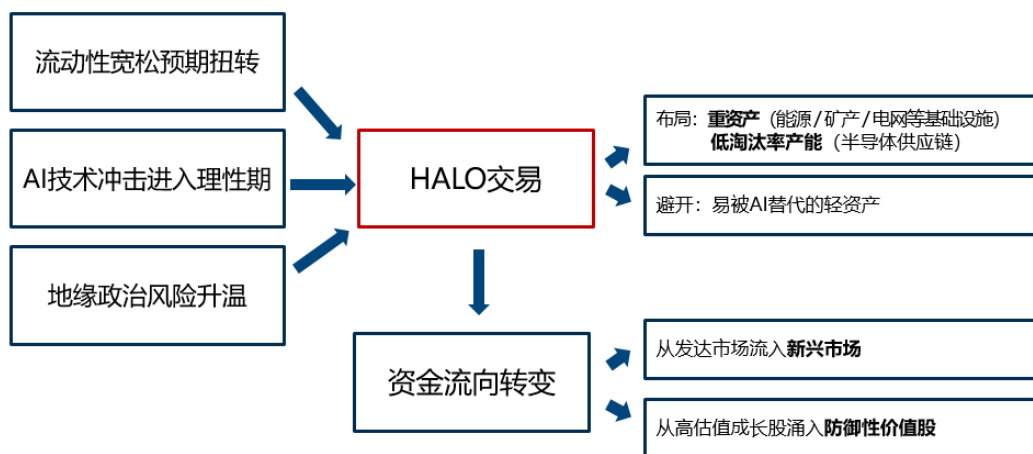
**图表 3：全球资金流向：资金一度从发达市场流向新兴市场**



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。  
资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

**HALO 交易成为当前美股的投资新叙事。** HALO 交易指的是“重资产、低淘汰率”（Heavy Assets, Low Obsolescence）资产交易，包含两个相互关联的维度：一是“重资产”，即企业的商业模式建立在巨大的实物资本之上，进入壁垒极高，体现在高昂的资本投入、漫长的建设周期、严苛的监管审批以及复杂的工程集成；二是“低淘汰率”，即这些实物资产的经济价值能够跨越多个技术周期，不会因 AI 技术的快速迭代而被淘汰。因此，典型的 HALO 资产分为两类，一类是包括能源矿产、电网、公用事业、交通枢纽等基础设施类重资产，另一类是半导体设备、关键制造产能等核心技术产能。归根到底，HALO 交易的本质是对资产稀缺性的价值重估，当实物资产本身成为稀缺资源时，拥有这些资产的企业便获得了超越其短期现金流价值的估值溢价（图表 4）。

**图表 4：HALO 交易逻辑及框架拆解**



资料来源：高盛、EPFR、Bloomberg、浦银国际

这一叙事转变来源于去年以来宏观环境的重构。2008年后，全球经济增长速度放缓，低利率、低通胀、高债务和全球化深化成为常态。投资者更看重公司的持续高增长性，因此更愿意赋予那些能够靠“轻资本”模式快速扩张的科技股更高的估值。但 2022 年之后，在通胀上升、地缘政治风险升温、全球供应链重组的情况下，旧有格局被打破。在高利率环境下，远期现金流折现力度加大，高增长型公司估值承压，实物资产的当期价值因此凸显。同时，世界走向多极化，供应链安全、能源自主以及对关键矿产的掌控上升为国家安全的核心议题。拥有本土生产能力、掌握关键基础设施企业的战略价值持续凸显。

人工智能技术的爆发也驱动了当前叙事的转变。一方面，AI 正在侵蚀传统“轻资本”模式的价值基础。当 AI 能够以趋近于零的边际成本完成信息处理、内容生成和代码编写时，软件、IT 服务和数字平台的差异化优势快速收窄，估值倍数的压缩正反映了市场对这些企业长期盈利能力的疑虑。另一方面，AI 正在创造人类历史上规模最大、速度最快的资本支出周期。美股大科技巨头为保持 AI 领域的领先地位，正投入数千亿美元来建设数据中心、采购 GPU、升级网络基础设施等。这些曾经最典型的“轻资本”公司，正朝着“资本密集型”企业转型。其业务模式正在发生根本性转变，使得市场重新思考应该如何为它们估值，成为推动 HALO 交易叙事加速确立的重要力量。

2 月底以来，中东冲突升级进一步强化了 HALO 交易的避险逻辑。能源作为 HALO 资产的核心组成部分，其战略价值与稀缺性在地缘动荡中凸显，资金加速从高估值成长股流出，流入贵金属、公用事业、基建等防御性重资产领域。这一轮资产轮动，既是宏观预期修正的结果，亦是对 AI 时代实体资产价值重估的确认。我们预计 HALO 交易将在短期内成为美股主流的交易逻辑，可重点关注具备“重资产、低淘汰率”的行业和个股（图表 5）。

图表 5：HALO 交易重点关注行业

核心行业	主要投行观点与关注逻辑	代表资产/篮子构成
基础设施与公用事业	摩根士丹利认为该行业具备高进入壁垒与低技术淘汰率。	电网、铁路、管道、通信服务
能源与关键资源	高盛认为该行业是难以复制的实体产能，受益于地缘避险与 AI 需求。	能源、材料（矿产、金属、工业气体）、油气管道
国防与工业	摩根士丹利强调国防的战略价值；而摩根大通关注工业巨头的实物资产。	国防军工、交通枢纽、重型装备、农业机械
高端制造	高盛认为该行业具备低淘汰率，受益于 AI 资本开支周期。	半导体与设备、技术硬件、电子元件、关键机械设备、工业母机
医疗保健	高盛认为该行业具备低淘汰率。	生物技术、医疗保健、制药
必选消费与可选消费	高盛认为该行业具备低淘汰率，具有防御性。	食品饮料、酒店、餐馆、博彩

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

