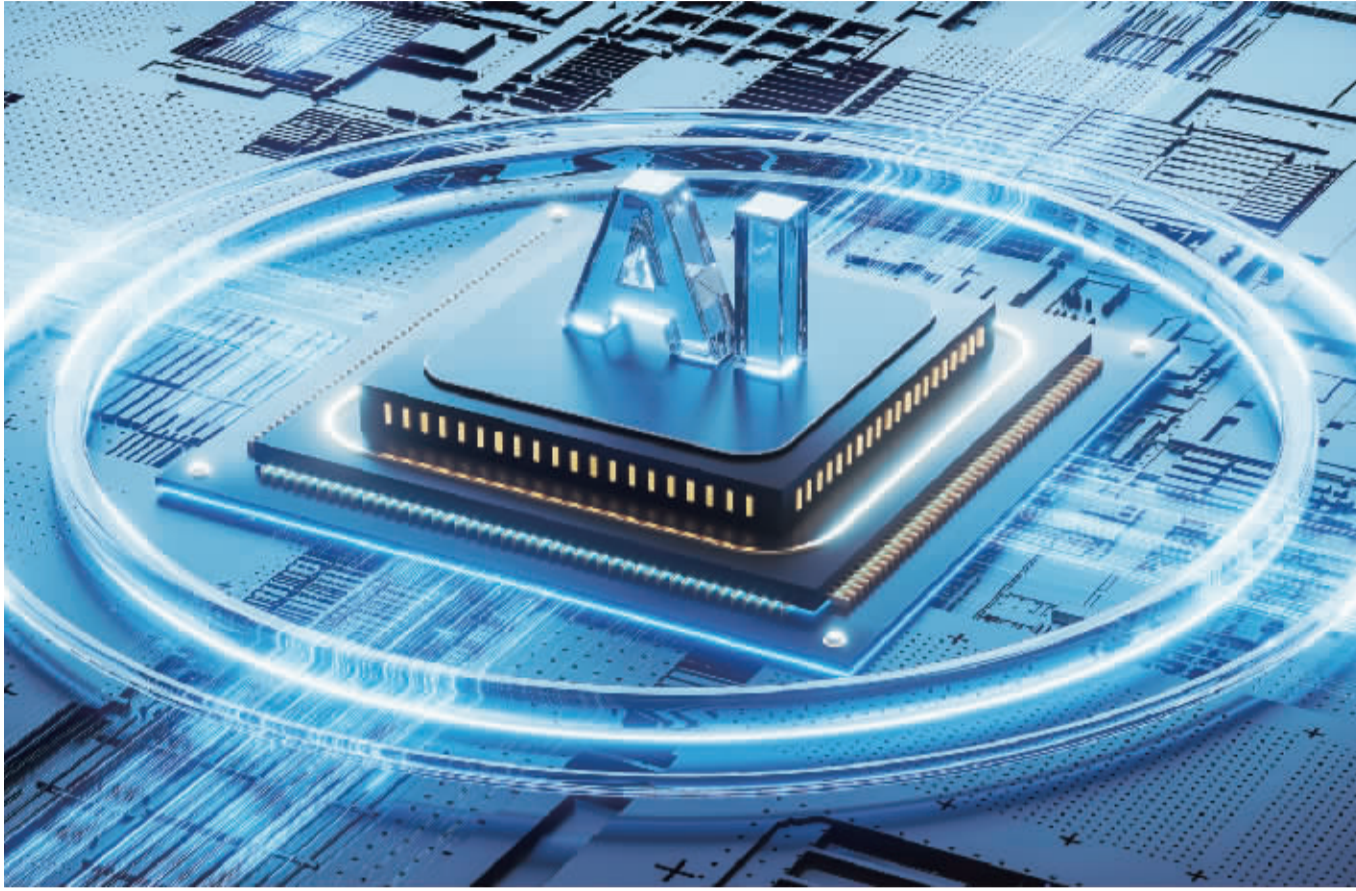


中信证券李翀：

AI新方向未明时 HALO值得关注



视觉中国图片

当美以伊冲突的地缘阴影尚未完全笼罩全球市场时，一场关于AI价值重估的变革已悄然展开。在这场变革中，HALO（重资产、低淘汰率）这一概念横空出世，成为连接AI Disruption（人工智能颠覆）与市场防御性需求的关键纽带。

日前，中信证券海外宏观联席首席分析师李翀在接受中国证券报记者专访时表示，HALO叙事的底层逻辑，是市场完成从对AI泡沫中轻资产高成长的追捧到低替代风险资产产生溢价的全面重估。电力供给瓶颈打破算力无限扩张预期，推动资产定价向难数字化、有实体壁垒的“免疫资产”锚定。该逻辑引发全球市场分化，欧洲重资产板块彰显韧性，印度人力外包标的显露风险。A股、港股符合实物稀缺框架，利好硬核实体资产。同时需厘清投资边界，兼顾短期防御布局，灵活把握长期绑定于AI赛道的成长机遇。

● 本报记者 谭丁豪

叙事底层逻辑：从AI泡沫到生存溢价重估

HALO的核心要义在于，在AI技术高速迭代的背景下，那些难以被数字化替代、拥有实体壁垒的资产反而成为对抗技术颠覆的“免疫资产”，市场正从“可扩张的轻资产叙事”转向“可建造、难替代的实体资产与网络”的定价逻辑。

“与此前AI泡沫阶段单纯追逐高成长、轻资产的逻辑不同，HALO叙事标志着市场从‘系统性泡沫定价’进入‘结构性分化定价’阶段。”李翀认为，这一转变的触发因素源于AI扩张逻辑中现实瓶颈的显化，其中微化管理层关于“当前不缺算力、缺电力”的表述成为关键拐点。在第一阶段，市场默认算力扩张具备高度确定性，核心资产的增长空间几乎被视为线性外推；而当电力约束成为公开讨论焦点时，扩张逻辑从无限供给转向受限扩张，增长路径开始出现现实边界，市场不得不重新评估谁能受益于资源瓶颈、谁将受到替代冲击、谁具备生存确定性。

HALO的本质是对低替代风险资产的一次性生存溢价重估，即市场中的Survivor（幸存者）。这一逻辑在国别资产表现中尤为明显。李翀表示，欧洲市场因能源、工业、金融和消费类等重资产比重较高、技术迭代风险相对较低的产业结构，难以捕捉AI的高速增长，但在AI Disruption的叙事背景下却具备相对防御属性。年初全球市场对AI主题分化进行再定价过程中，欧洲主要股指表现出较强韧性，印证了Survivor的价值。

“相对而言，以高人力密集服务与外包属性为特征的印度市场近期表现相对滞后。”李翀坦言，随着AI在代码生成、自动化测试、咨询辅助等领域的广泛应用，市场愈发担忧以劳动力密集型外包服务为核心的印度IT商业模式在未来可能面临的需求结构性萎缩。这种分化清晰地表明，HALO叙事并非简单的资产类别轮动，而是对AI时代商业本质的重新认知——在代码膨胀、技术迭代加速的环境

中，实物资产与低淘汰率的商业模式反而成为稀缺资源。

行情跨市场传导：分化格局与投资边界厘清

HALO叙事的结构性变化如同一颗投入全球资本市场的石子，在不同市场、不同板块间激起层层涟漪，形成了鲜明的分化格局。李翀表示，在美股市场，美以伊冲突爆发前，AI基建、能源电力、半导体设备及相关物理资源资产阶段性走强，成为结构性赢家；而部分替代风险较高的软件类资产则表现相对承压，沦为短期的Loser。这种分化不仅体现在行业层面，更在全球范围内引发了国别资产的重新定价。

落脚到A股、港股等新兴市场，HALO叙事与中信证券研究部策略组提出的“代码膨胀—实物稀缺”框架形成了深度共鸣。该框架认为，AI带来的全球代码量急剧扩张可能会对低物理依赖度和高市场竞争度的各类生意产生明显冲击，同时那些高物理依赖度和高监管、情感壁垒的生意可能变得更为稀缺。在这种逻辑下，无论短期内AI Agent是否能够立刻对这些生意产生替代作用，市场投资者还是积极做多目前仍然隔绝于AI冲击的堡垒型资产，同时暂时规避那些极易被AI破坏式创新所颠覆的生意。资源、传统制造、能源、服务消费、地产链等相关行业恰恰属于暂时隔绝于生成式AI冲击的堡垒型资产范畴。

“然而，HALO叙事并非万能钥匙，其投资边界同样清晰。HALO不等同于结构性赢家，单纯基于生存确定性的防御配置难以构成长期主线。”李翀认为，这一判断的核心依据在于HALO资产更多体现为盈利稳定性与低替代风险优势，其估值提升来自风险溢价回落，而非盈利加速。真正具备持续超额收益潜力的资产应当位于AI扩张路径的关键节点，与资源瓶颈或技术升级方向形成深度绑定，具备盈利性的特征。生存确定性可以带来阶段性溢价，但并不会自动转化为持续的成长溢价，这正是HALO行情的阶段性属性所在。

这种阶段性属性容易导致投资者陷入两大认知误区，李翀介绍道，一是将HALO资产等同于长期投资价值标的，忽视其防御性本质；二是过度集中于低风险资产，错失AI扩张路径上的真正赢家。事实上，HALO交易更多是阶段性风格轮动的体现，而非新的长期增长范式。在AI没有明确的新方向时，HALO值得关注；一旦AI扩张方向明确，资金可能会重新拥抱高增长，这一动态平衡的过程构成了HALO行情的核心特征。

值得注意的是，李翀表示，区分Winner、Survivor与Loser成为把握HALO行情的关键。这三者具有动态属性，不同阶段的扩张瓶颈、资本开支方向与产业链重心变化，都会导致结构内部的胜负关系发生再平衡。当前的阶段性赢家集中于AI基建与资源瓶颈相关资产，而部分被市场视为安全的HALO资产亦可能随着产业逻辑演进而失去安全属性。投资者需要建立动态评估框架，而非静态地将某些行业归为Survivor，这正是HALO行情的复杂性与魅力所在。

市场研判：HALO轮动与多元主线布局逻辑

站在当前时点，HALO行情的持续性成为市场关注的焦点。从本质上看，HALO交易更多是阶段性风格轮动的体现，而非新的长期增长范式。

李翀认为，HALO的出现印证了市场风险定价的成熟化，但单纯基于生存确定性的防御配置难以构成长期主线。真正的长期主线，仍然需要与AI扩张路径形成深度绑定，能够在资源瓶颈或技术升级中获得持续的盈利弹性。因此，HALO行情的持续性将在很大程度上取决于AI技术突破的节奏与宏观环境的变化。

“在当前地缘冲突持续扰动风险偏好以及流动性的环境下，投资策略需要在Survivor与Winner之间寻找平衡。对于布局海外市场的投资者而言，阶段性关注Winner和Survivor两类资产是较为稳妥的选择。”李翀表示，Winner资产主要集中在AI扩张路径的关键节点，如能源电力、半

导体设备、AI基建等与资源瓶颈深度绑定的领域，这些资产能够在AI Disruption过程中获得确定性的增长红利。而Survivor资产则以重资产、低淘汰率为特征，如欧洲市场的传统制造业、能源设施、连锁门店等，这些资产能够在AI技术迭代中保持相对稳定，提供防御性收益。

除了HALO主线，2026年海外市场还存在多条值得关注的投资线索，这些主线与HALO叙事相互交织，形成复杂的轮动关系。李翀表示，短期来看，美以伊冲突仍是影响市场的核心变量，在战事明显缓和之前，海外市场建议关注避险和通胀相关主线，避险资产与HALO中的资源类资产形成部分重叠，能够在不确定性环境中提供双重保障。若战事明显缓和，油价回落，风险偏好提升，全球能够重回战前宏观环境，则可以关注温和复苏周期下的资源和顺周期板块，这些板块将从经济复苏与AI扩张的双重红利中受益。

对于A股、港股等新兴市场而言，HALO叙事的传导影响将呈现出本土化特征。中信证券研究部策略组认为，与海外HALO交易侧重于筛选AI冲击下的“免疫资产”不同，中国市场的“实物稀缺”交易更强调“AI敞口+供给约束=涨价预期”的逻辑。资源、传统制造、能源等行业，不仅是AI冲击下的Survivor，更可能在全球供应链重构与国内经济复苏中获得额外的增长动力。同时，那些高物理依赖度和高监管、情感壁垒的行业，如高端白酒、顶级奢侈品、服务消费等，也将在“代码膨胀，实物稀缺”的框架下获得价值重估。

从更长远的视角看，李翀认为，HALO叙事与AI Disruption并非对立关系，而是相互补充、动态平衡的两个方面。投资者需要摒弃非此即彼的二元思维，建立“短期防御+长期成长”的组合配置策略。在AI技术尚未明确新方向时，适当配置HALO资产以获取生存溢价；当AI扩张路径清晰时，及时调整仓位拥抱Winner资产。这种灵活的投资策略，既能够规避AI技术迭代带来的不确定性风险，又能够把握AI发展带来的长期增长机遇，是应对当前复杂市场环境的理性选择。

金价短期承压下行 机构看好长期配置价值

● 本报记者 葛瑛 马爽

近期，国际金价高位震荡。中东地缘局势升温、美元指数阶段性走强叠加部分央行短期抛售扰动，黄金价格承压回调。

世界黄金协会最新数据显示，2月全球央行净买入黄金19吨，较1月显著增长，新兴市场央行延续增持态势，俄罗斯央行和土耳其央行则成为主要减持方。

机构人士认为，少数央行的减持更多属于战术性操作并未改变全球央行购金的主基调；在美元信用弱化的长期趋势下，黄金作为储备多元化工具与信用对冲资产的配置逻辑依然稳固，短期回调不改中长期向上趋势，超跌后具备中期配置价值。

金价短线承压

3月以来，国际金价日内振幅明显加大，多空分歧加剧。Wind数据显示，COMEX黄金期货价格在3月期间累计下跌逾10%。4月1日报收4784.60美元/盎司，4月2日COMEX黄金期货价格盘中一度下探至4580.4美元/盎司，最高触及4825.90美元/盎司，随后价格维持震荡。

截至4月7日15时35分，COMEX黄金期货价格微跌0.13%，报4677.9美元/盎司。

紫金天风期货分析师刘诗瑶表示，短期来看，黄金价格受中东冲突引发油价飙升后美元走强的压制，呈现明显承压态势。油价、美元、黄金的传导机制主要沿两条核心路径展开：其一，油价上行推升通胀预期，压缩美联储降息空间，带动美债收益率走强，进而支撑美元指数；其二，从石油美元体系角度，油价上涨提升全球美元需求。

“在美以伊冲突尚未显现明朗态势之际，市场可能正在经历一场非理性的下跌。”刘诗瑶表示。

与此同时，部分央行的短期抛售行为也对市场情绪形成扰动。

根据世界黄金协会最新发布的报告，俄罗斯央行和土耳其央行在2月成为黄金最主要的减持方。其中，俄罗斯央行当月抛售6吨黄金，年初以来处于明显净卖出区间，成为主要的官方黄金净卖出方之一。

世界黄金协会测算显示，土耳其2月黄金储备减少8吨，主要源于财政部所持黄金储备的变化，而非央行直接减持黄金储备。不过，3月土耳其央行显得高度活跃，估计动用了约50吨黄金储备，用于增强流动性及对外汇市场的干预操作。

土耳其中央银行行长法提赫·卡拉汉（Fatih Karahan）表示：“这些交易中有很大一部分类似于黄金-货币掉期期货。换句话说，到期后相关黄金将回归我们的储备。”

针对部分央行近期抛售黄金的行为，国联民生证券宏观团队认为，这更偏向战术性而非战略性举措，核心原因有三：一是“跟随趋势”的机构行为，央行在黄金市场中同样扮演着机构投资者的角色，往往在震荡盘整期减持、加速上涨期增持；二是财政赤字短期快速上升，央行被动抛售黄金以满足流动性支出，土耳其和俄罗斯央行均属此类；三是央行黄金储备与外汇储备的此消彼长，地缘冲突推升油价后，部分国家货币贬值压力加大，央行不得不抛售黄金增加外储。

多数央行仍在增持

虽然在金价高企的背景下，各国央行的购金节奏有所放缓，但整体来看，2月全球多数央行仍在增加黄金储备。

世界黄金协会数据显示，2月全球央行合计净买入黄金19吨，较1月的低位有所回升，但仍低于2025年月均26吨的水平。2026年前两个月，全球央行累计购金25吨，约为去年同期购金量的一半。

具体来看，波兰国家银行是2月购金的主要力量。该行当月增持20吨黄金，为单月购金量最大的央行，也是其自2025年2月增持29吨以来的最大单月购金规模。增持后，波兰黄金储备升至570吨，黄金占官方总储备的比例提升至31%，进一步接近此前公布的700吨长期目标。

亚洲地区的购金势头同样稳健。乌兹别克斯坦央行连续第五个月增持黄金，2月再度买入8吨，目前黄金储备达407吨，黄金在其官方储备中的占比为88%，年初至今累计增持16吨。中国人民银行连续第16个月增持黄金，最新储备规模升至2308吨，占官方总储备的10%。捷克国家银行延续了连续36个月的增持纪录，目前黄金储备为75吨。马来西亚国家银行连续第二个月入场，2月增持2吨，年初至今累计买入5吨。

值得关注的是，越来越多非洲央行开始将黄金视为战略性对冲工具。乌干达央行于2026年3月正式启动国内黄金收购计划，拟在3月至6月间从本国手工、中型及大型生产商处采购至少100公斤黄金，旨在充实储备、应对国际金融市场波动带来的风险。

中长期上行逻辑并未改变

面对金价的回调，多数机构认为，黄金的中长期上行逻辑并未受到实质性动摇，短期波动更多是阶段性扰动而非趋势性转折。

国联民生证券认为，黄金长期上涨的主趋势没有改变。一方面，3月全球央行整体仍处于净买入状态，购金量达14.7吨，其中欧元区增持43.1吨，远高于土耳其央行、俄罗斯央行的减持量；另一方面，长期美元信用弱化趋势并未逆转，2025年美国政府杠杆率突破110%后，美元信用弱化趋势仍将延续。历史经验表明，1977年-1979年、1999年-2008年美元信用弱化阶段，即使主要经济体大规模抛售黄金，金价依然呈现上涨趋势。少数“非核心”央行的战术性减持，并不影响“美元信用弱化→央行购金增加→黄金价格上涨趋势巩固”的长期逻辑。

刘诗瑶认为，从长期视角看，美国财政状况持续恶化，叠加地缘博弈削弱全球对美元储备资产安全性的信任，黄金作为对冲与替代货币体系信用风险的资产，长期配置逻辑反而进一步强化，超跌后具备中期配置价值。

华安期货分析师曹晓军也表示，中长期来看，全球央行购金趋势、公共债务问题冲击货币信用等因素，仍为金价提供有力支撑。不过展望2026年二季度，在国际油价上涨的影响下，美国通胀存在再度回升风险，美联储或暂缓降息，美元大概率维持震荡偏强格局，进而对金价形成阶段性压制，但其中长期向上的趋势仍未改变。

加快全球化布局 上市券商国际业务表现亮眼

● 本报记者 林倩

随着中国资本市场对外开放稳步推进，叠加港股市场的活跃，证券行业正加大国际化布局，更好服务市场开放。2025年年报显示，多家上市券商的国际业务表现亮眼，营业收入和净利润均实现明显增长，成为公司整体业绩增长的新引擎。

在业内人士看来，国际业务在券商发展中的重要性逐渐凸显，已成为券商突围的关键因素之一，各家券商持续推进跨境投行、财富管理等业务高质量发展，更好服务中国投资和投资中国。

国际业务发展呈上升态势

综合多家上市券商的2025年年报来看，不少券商的国际业务发展呈现上升态势，特别是头部券商的营业收入和净利润均实现明显增长。

中信证券国际业务依旧保持行业领先地位，子公司中信证券国际2025年实现营业收入234.87亿元（以2025年12月31日汇

率折算，下同），同比增长47.69%；实现净利润64.19亿元，同比增长72.16%。

从各细分业务来看，中信证券也有多项数据领先。据介绍，公司投行跨境资本运作服务能力不断提升，港股IPO保荐规模排名市场第二、中资离岸债承销规模排名市场第一，完成的中资企业全球并购交易规模排名市场第一，并在东南亚、欧洲等市场完成多单IPO、配售与跨境并购交易。

中金公司旗下中金国际2025年也实现营业收入超百亿元，为137.36亿元，净利润为45.93亿元，同比增幅分别为41.48%和78.02%。

国泰海通和华泰证券的国际业务在行业中处于“第二梯队”，国泰海通旗下国泰海通金融控股2025年实现营业收入92.5亿元，净利润为23.76亿元。华泰证券2025年国际业务收入为59.18亿元，占总收入的比重为16.53%，该公司表示主要是由于去年处置子公司产生的一次性损益抬高了可比基数，若剔除相关影响，国际业务收入同比增长23.82%。

还有不少券商的国际业务在紧紧追赶

中。中国银河证券旗下银河国际控股2025年实现营业收入25.69亿元，净利润为5.3亿元；广发证券旗下广发控股香港2025年实现营业收入21.02亿元，净利润为11.32亿元。

中信建投旗下中信建投国际2025年实现营业收入14.92亿元，净利润为8.91亿元。中信建投证券执委会委员、中信建投国际董事长武超则在业绩说明会中透露，中信建投国际2025年营业收入同比增长103%，净利润同比增长177%，经营业绩创历史新高。同时，公司对中信建投国际增资15亿港元，使其资本金由40亿港元增至55亿港元，为后续发展注入强劲动力。

深入推进国际化战略

值得关注的是，中信建投证券并非唯一一家增资国际子公司的券商。自2025年以来，广发证券、东吴证券、山西证券、东兴证券、华安证券等多家券商公布了对境外子公司的增资进展，加码国际业务正成为证券行业共识。

展望2026年，中信证券总经理邹迎光

表示，公司将深入推进国际化战略，继续做大做强中国香港市场投行业务，加大亚洲市场资源投入，并进一步拓展欧美等市场；同时发挥深厚的中资客户基础优势，全面提升国际业务执行与全球发行销售能力。

“公司在新加坡、美国、印度、日本等市场相继获得关键业务资质或完成子公司设立，逐步构建多地布局与联动发展的全球价值链体系，国际市场的参与度与影响力不断提升。”华泰证券首席执行官周易在业绩说明会上表示，未来公司将持续深入推进国际化战略，积极把握全球产业链、价值链重构进程中的战略机遇，在助力中国企业、机构及财富客户全球布局的过程中，推动国际化发展迈上新台阶，为股东创造可持续的长期回报。

武超则在业绩说明会中提出三大战略举措推动国际化发展：一是做大做强香港业务，强化境内外协同；二是扩大海外布局，构建全球网络；三是打造高效中后台支撑体系。公司将以中国香港为核心，稳步推进全球布局，通过境内外资源深度融合，提升跨境金融服务能力，朝着国际一流投行目标坚实迈进，为资本市场高水平对外开放贡献力量。