

银叶投资许已阳： 行稳致远 打造多策略资产配置方案

□本报记者 王辉



脚踏实地 稳健进取

“我们的团队成员大多来自于银行、保险和外资行，稳健的投资风格标签与生俱来，团队的禀赋为银叶稳健的投资风格奠定了基础。十多年来，我们不忘资管初心，始终把‘合规经营、风控至上’作为公司长期发展的指导原则，坚持客户利益至上，不追求规模快速增长，而是一步一个脚印，扎实走好每一步，希望能在稳健进取的基础上走得更远。”许已阳表示。

成立于2009年2月的银叶投资，注册资本1.18亿元（100%现金实缴），经过多年的发展，已成长为一综合型专业资产管理机构。依靠长期深耕中国资本市场的专业优势，银叶投资已形成覆盖固定收益、宏观对冲、权益投资、量化及衍生品策略等多元化的投资体系。目前公司管理规模居于行业前列，产品大部分为银行代销。公司现有员工近70人，其中投研团队占比超过60%，平均从业年限超过10年。值得注意的是，银叶投资是国内头部私募员工平均司龄最长的机构之一。

回顾过往15年私募行业的发展，随着中国债券市场

不断发展壮大，不少优秀或是别具特色的债券私募机构都曾经令人广为称道，但时至今日，与银叶投资同期成立或稍晚成立的不少知名债券私募机构，近年来却由于种种原因，逐步销声匿迹。在市场和行业的风云变幻中，能否真正越过那些可预见和难以预见的急流险滩，才是证明自身“长期品质”的关键。

许已阳表示，公司在最核心的投资理念上，始终坚持和不断践行四个方面。一是稳健进取的投资风格。公司投研团队经历多重牛熊考验，始终专注于为委托人提供良好风险收益比的长期稳健回报。二是坚持客观、专业、以投资为导向的研究理念。公司在投研上专注基本面分析，强调逻辑推理，注重数据分析，坚持实地调查研究，在各种可能性中选择未来相对确定的情景，并进行动态验证和调整。三是恪守投资边界。即严格遵守契约规定，深入研究拟投资标的，做能力圈范围内的事情。四是严控投资风险。公司严格、系统的投资风控体系，能够均衡风险收益下的仓位管理，有效控制回撤风险。

勤耕不辍十五载，行稳致远正芳华。成立于2009年的上海银叶投资有限公司，既是中国首批以债券策略为主的老牌私募机构，也是少数稳健穿越债券市场多轮牛熊周期、持续践行长期主义而又能够不断守正创新的大型证券私募管理人。日前，银叶投资合伙人、首席投资官许已阳在接受中国证券报记者专访时表示，随着机构与个人投资者的风险偏好以及投资收益率预期的巨大变化，国内资管市场和投资者正在慢慢认识到宏观配置、多资产配置具有的收益稳定优点。秉承专业、诚信、责任、创新的企业理念，银叶投资致力于成为顶尖的基金管理人，为机构投资者和高净值客户提供多策略资产配置方案，实现具有良好风险收益比的长期稳健回报。

许已阳，银叶投资首席投资官。复旦大学国际金融系本科、香港大学MBA。具有20多年公募、券商、银行自营投资管理经验。历任宝盈基金、光大保德信基金债券投资经理，瑞银证券中国信用交易主管，瑞士银行中国区外汇、利率和信用交易主管。

投资者风险偏好出现变化

近年来，伴随着房地产市场的周期性调整，以及股票市场的跌宕起伏和全社会无风险收益率的震荡下行，投资者的风险偏好以及投资收益率预期，正在持续发生深刻变化。

对此，许已阳表示，以前中国全社会家庭财富最大的来源是房地产资产价格的持续上涨，而不是股票资产或者是收益相对有限的债券资产。在房地产资产价格的持续上涨周期中，资产的持有人愿意以更高的利率水平去借贷，同时投资者对于股票资产、债券资产的期望收益比较高。但在房地产调整周期中，持有人可能会发现房地产资产真正产生的“类经营性现金流”相对于房地产资产本身的价格“过低”。因此，房地产资产本身可能需要一定时间进行调整，而在这一调整周期中，市场所产生的利息支出现金流也会下降。

许已阳认为，近年来投资者风险偏好以及投资收益率预期的变化，与房地产大周期存在非常密切的关联；同时，随着主流大类资产收益率下

降，资金对于债券资产的青睐程度也在持续增加。

在这样的宏观背景下，银叶投资自2013年开始布局覆盖固定收益、宏观对冲、权益投资、量化及衍生品策略等多元化的投资体系之后，近两年也在重点推出四大策略条线，即固收（纯债）、“固收+”、量化及主观权益和宏观配置。

许已阳表示，纯债策略本身是固定收益策略，但更广义的固定收益其实包含了很多策略，比如期权套利、量化中性、股票多空、量化CTA等。但这些策略本身都存在“有效”“不够有效”的周期，有时候会出现一定的负相关性，如果将这些策略放到一起，就能够形成一个比较好的策略组合，最后带给客户的是“类固收、长期收益较为稳定的产品”。

“基于过往长期的深厚积累，银叶投资认为自身在一定程度上有相应成熟的能力，最近两年我们自己的策略边界也在向这些广义的‘固收+’策略靠拢，组成一个大的‘固收+’策略组合包，然后把相关产品以风险度

高低的形式提供给客户。”许已阳称。

以债券投资为例，许已阳进一步表示：“真正买卖债券其实没有那么难，客户自己也能交易，那么为什么要通过管理人去做？这很大程度上是因为客户认为优秀的专业资管机构能够帮助他们熨平债券市场的波动，找到一些相对稀缺的交易机会和品种。”因此，银叶在纯债策略之外全力拓展广义“固收+”策略、宏观配置策略，在很大程度上“虽然可能会损失一小部分收益，但产品最后的收益率预期和波动率预期比较有确定性”。

“未来国内资管市场会慢慢认识到，做宏观配置、多资产配置非常关键的优点就在于产品的稳定性会更好，每加进来一个你自己能够做好的策略或者资产，其实都能够给产品增加收益、减少波动、提升夏普比率。”许已阳说，“整体而言，国内的资管市场和投资者正在逐步进入到这个阶段，即通过风险和策略去预定产品，而不是单纯考察资产类别。”

债市仍有确定性机会

回顾2024年的投资和公司发展情况，许已阳表示，银叶投资在固收、“固收+”等策略上取得了业内领先的收益率表现。

具体来看，2024年区别于常规加杠杆、拉久期的策略或者是城投债的配置思路，银叶投资一方面通过提高高等级产业债和利率债的交易频率，增厚组合收益；另一方面凭借增强信用风险的定价能力，通过识别产业债中的短期市场失衡和错配，挖掘产业债的内在投资逻辑。同时在弹性品种上，重点配置和交易了具有较高性价比的可转债和可交换债。此外，公司量化指增策略超额收益稳定，在“固收+”策略体系中发挥了重要的贡献。与此同时，通过不断的策略迭代和差异化运作，公司进一步扩大了与主流银行渠道、银行理财公司的合作，并且在券商、第三方渠道以及直销客群方面均取得了较大的

突破。在策略储备上，银叶投资基于风险均衡思路的宏观产品已经稳定运行，实盘业绩表现优秀，为公司下一步拓展宏观配置策略产品奠定了良好的基础。

展望2025年的债券市场，许已阳表示，9月24日以来，决策层推出一揽子政策举措，提振了市场的信心和预期。十分有助于债务出清和经济进一步复苏。“从金融市场角度来看，在未来某一个时刻，市场对于经济基本面会形成一致性的预期，就是已经反转，但是资产价格在此之前很可能已经提前反转。”

从政策角度来看，许已阳认为，随着海外不确定性因素的逐步落地，2025年国内债券市场将逐步迎来财政和货币“双宽松”周期。货币政策将有更大的放松空间，利率也会有更大下行空间，货币宽松有望贯彻全年。

在具体投资策略方面，

许已阳称，明年债券投资类似“长短置换的交易”“带有一定杠杆属性交易”的交易，预计有一定的正收益，因此债券市场会处于不错的收益环境之中。值得注意的是，明年债券投资的难点则是“交易拥挤”。过去一两年，很多机构把比较重的仓位压在长久期的利率债、信用债上。因此，当明年市场基本面出现一些变化时，这些“拥挤的交易”可能会引发市场短时间内出现较大波动，这对于投资机构控制回撤可能会提出更高的要求。

在此背景下，许已阳透露，目前银叶投资可能会偏向于短久期、高等级的品种，这些也属于收益率和期限与客户需求能够较好匹配的资产，“目前我们以票息为主、交易为辅的投资组合，预计能够获得相对不错的收益率，同时实现投资组合相对较高的夏普比”。