

# 银叶投资许巴阳： 宏观“解构者”的守正与创新

□本报记者 王辉

许巴阳，银叶投资首席投资官，逾20年境内外金融市场投资研究经验，宏观与多资产配置领域专家。成立于2009年的银叶投资，策略覆盖固定收益、宏观对冲、权益投资、量化及衍生品领域。



## 解构产业毛细血管

许巴阳的职业生涯始终与“宏观”紧密相连。在他的投资框架中，宏观研究绝非停留在对于经济数据的解读，而是必须“深入产业毛细血管”的微观解构过程。这一理念在展望2026年时尤为凸显。

“驱动市场的核心逻辑往往藏在产业的细微处。”许巴阳说。他以当前全球关注的AI产业周期为例，判断其可持续性的关键，已非泛泛的乐观叙事，而在于一系列可跟踪的微观信号：北美科技巨头的资本开支细分、算力合同履约节奏乃至“新云厂商”的CDS（信用违约互换）利差与再融资情况。“这些看似行业层面的数据，因其巨大的资本量级，实则是影响全球流动性、风险偏好乃至增长预期的宏观变量。”他认为，真正的宏观研究，需要具备从微观产业信号中，敏锐捕捉那些即将“由点及面”、撼动全局的变量能力。这也意味着，对于资产管理人而言，紧密跟踪这些“产业毛细血管”信号，已成为预判系统性风险与机会的战略必修课。

这种“自上而下指引，自下而上验证”的研究体系，已被固化在银叶投资投研迭代的脉络中。公司构建了“宏观配置大类资产+中观跟踪产业+微观量化增强”的立体模型。宏观团队负责勾勒经济图景与范式转换；产业研究团队则如侦察兵，深入到科技、高端制造、新能源、消费、大健康等细分领域，追踪技术迭代与供应链变迁；量化投研团队则赋能整个过程，从因子挖掘到风险计量，提升决策的精密度。这一体系的运作并非单向，而是动态的决策闭环：宏观逻辑指引产业研究的方向，产业的深度洞察反过来验证或修正宏观图景，而来自个股或细分赛道的微观数据则成为最终的校验标尺。

“我们追求的目标，是在统一的宏观逻辑下，找到最具性价比的策略和资产来表达我们的观点。”许巴阳总结。这意味着，银叶投资的动作，既是基于宏大叙事的“观测”，也是基于微观性价比精算的“驾驭”。例如，在“固收+”策略中，如何配置权益、量化还是衍生品领域，不仅取决于大类资产相关性模型，更取决于对当下特定资产风险收益比的微观评估。这种从宏观到微观、再从微观反馈至宏观的立体化投研框架，构成了银叶投资区别于单一策略管理人的核心能力。

一个冬日的午后，阳光斜照进陆家嘴银叶投资的会议室。许巴阳坐在中国证券报记者对面，谈及复杂的宏观变局与资产轮动，他的语速平稳，逻辑清晰。当被问及如何在多变的市场中保持定力时，他语气笃定：“资产管理的第一性原理永远不变，就是为客户理好财。但实现它的路径，必须持续迭代。”

这种“守正出新”的辩证思维，定义了许巴阳及其执掌的百亿级私募银叶投资。在资管行业净值化转型与无风险收益率下行的深刻变局中，这位以宏观视野见长的首席投资官，正带领公司完成一场从“债券专家”到“多策略配置专家”的自我进化。他以“解构者”的敏锐，深入产业毛细血管探寻先机；以“驾驭者”的审慎，在多资产波浪间平衡风险与收益。在成立于2009年的银叶投资迈向第十七个发展年头之际，许巴阳系统阐述了公司的生存哲学——一种基于深度宏观研究、拥抱多元策略、并以绝对收益为终极信仰的长期主义实践。

## 重构“固收+”策略

“固收+”是银叶投资战略转型的核心载体，也是许巴阳展现其多资产驾驭能力的舞台。经过多年来的实践，他对这一策略的理解已超越简单的资产叠加。

“固收+”的本质，是认识到单一资产无法满足客户穿越周期、追求平稳收益的需求。”许巴阳开宗明义。他剖析了不同“加法”的差异：加主观权益，可能面临风格与市场贝塔周期错位的风险，导致客户体验与预期不符；加衍生品（如期权），需直面非线性收益特征对客户体验的挑战，这类“二元收益”产品需要极其清晰的客户沟通；而商品CTA，则需警惕其与权益资产在特定宏观因子下可能形成的共振，表面分散实则同源。

相比之下，他更青睐“固收+量化指增”的搭配。“量化指增提供的超额收益，具有随时间累积的类票息属性，与债券票息形成双重支撑。”他认为，这一组合在风控一致性、收益稳定性和客户沟通透明度上更具优势。然而，他也认为，这并非固定配方。“减震增效无法通过一套静态配比实现。”许巴

阳说，除了量化指增可作为基石配置外，对于其他工具必须进行动态调整。例如，可转债作为一种内嵌期权的长期资产，其价值释放具有高度的非线性和阶段性，需要在价格与条款出现明显性价比时进行配置；而商品CTA中的贵金属策略，虽然历史上与股债相关性较低，但当前也需警惕其交易变得拥挤、丧失分散效果的风险。

“一切调整的核心依据，是宏观因子的演变及其对各类资产相关性的重塑。”许巴阳说。这一复杂平衡的背后，是风控体系的全面升级。银叶投资不再依赖单一、静态的相关性模型。“我们准备了多套风控模型。”许巴阳透露，“有的基于宏观驱动逻辑进行情景测试，有的区分中频与高频交易的不同特征。”关键在于，必须持续跟踪诸如“为何股债有时出现正相关现象”这类问题背后的驱动因素，并让风控模型随之迭代。这种深度，正是为了在鼓励策略创新与严守回撤底线之间，找到那根精准的平衡木，确保“固收+”策略真正实现其“减震增效”的初心。

## 2026年投资路径清晰

许巴阳为2026年勾勒了一幅充满结构性矛盾的图景。对于债券市场，他认为核心矛盾将从物价下行预期转向“边际回升压力”，并与“超长债供给结构压力”形成博弈。PPI数据企稳向正的边际变化可能扭转物价下行预期的定价逻辑。同时，广义财政赤字需要市场消化，而银行与保险等配置盘对超长债的承接能力面临约束。在此背景下，长端利率预计维持宽幅震荡，难现单边下行趋势。策略上需保持长期谨慎，把握波段机会，并在信用利差已至极窄的背景下，侧重防御，静待调整带来的再投资时机。

谈及贯穿全年的关键脉络，许巴阳重申了产业微观研究的重要性。无论是人工智能（AI）、新能源还是消费复苏，真实的经济活力与市场机会都藏在细分领域的订单、产能利用率与现金流变化中。捕捉“信用阿尔法”不再是简单的资质下沉，而是通过深度产业研究识别那些现金流坚韧、受益于行业格局改善或政策边际支持的细分领域主体。

面对不确定性增加的市场环境，许巴阳思考的是如何筑牢银叶投资的护城河。他坦言，纵观全球资管业态，平台化与策略广度成为长期获胜的关键。“观察全球市场，那种依靠单一首席投资官（Single CIO）对某类资产有极致理解的对冲基金模式，近年来相对变少了。更多的‘超级PM’（投资组合经理）被平台化公司工具化——你在平台上产品业绩做得好，可以出去募资，募资的基础仍是市场对你特定策略方向的认可”。许巴阳称。

对此，银叶投资的路径清晰：一方面，继续将债券、权益、量化等现有优势领域的阿尔法能力做到极致；另一方面，稳步拓展策

略的宽度，致力于成为策略库丰富、能灵活应对不同市场环境的“多策略协同平台”。这一战略的实现，依赖于严格的发展纪律。公司恪守“策略储备先于资管规模，人才储备先于策略储备”的铁律，在投研能力与策略有效性得到充分验证之前，对规模扩张保持高度克制。“我们的目标不是成为规模最大的，而是要成为综合能力位于第一梯队的优秀机构。”许巴阳表示。这份对能力建设的长期专注，构成了银叶投资穿越周期、行稳致远的内在基石。

访谈尾声，话题从冰冷的策略转向温暖却深刻的行业洞察。许巴阳分享了他对资管行业代际变迁的敏锐观察。他感受到新一代投资者在认知水平、信息处理与投资方法论上的跃迁，也理解传统渠道客户对“确定性”的深切需求。他认为，银叶投资的价值在于凭借多年的多策略实战经验，在不同风险偏好的客户需求与复杂多变的市场之间，搭建起更精准、更稳健的桥梁。

这恰恰诠释了许巴阳心中“基业长青”的秘诀：不变的是“为客户理好财”的初心与持续迭代的勤奋；必须改变的是认知市场、理解客户、构建策略的具体方法。他总结说：“就像进化论所阐述的那样，没有一类物种的特性能永远适应环境。我们必须变化。”

作为宏观的“解构者”与多资产的“驾驭者”，许巴阳以其冷静的观察与务实的行动，在资管行业的大变局中，为银叶投资锁定了稳健而开阔的航向。他的战场，在金融终端的数据流里，在产业调研的细节中，更在对资产管理永恒受托责任与时代脉搏共振的深刻理解里。未来，属于这样的守正创新者。