

投资大咖说

锚定产业趋势，穿越宏观变局

——访银叶投资首席投资官许已阳

◎记者 马嘉悦

在银叶投资首席投资官许已阳看来，今年宏观环境依然复杂多变：

海外方面，美联储降息存在较大不确定性，中东地缘冲突也在持续扰动市场预期；国内方面，宏观经济在一季度保持了较强韧性，但微观体感上的消费与地产修复仍有波折；产业方面，人工智能正在重塑各行各业，产业趋势持续演进。

许已阳对上海证券报记者表示，当前，宏观策略的传统分析框架面临更大挑战，不确定性也让股债商品市场波动显著加剧。在此背景下，锚定产业趋势、妥善应对突发情况，会是穿越宏观迷雾的更优路径。

破局宏观迷雾

今年以来，美国经济在宽松财政支持下有所表现，叠加地缘不确定性扰动，市场对美联储降息节奏的判断不断反复，甚至出现了“降息时点后移”的声音。而在国内方面，尽管一季度基建与出口对增长形成支撑，但经济结构分化仍然明显，房地产产业链对 GDP 的贡献较历史高点有所回落，居民预防性储蓄倾向也尚未明显下降。

面对“高波动，结构性分化”的全新格局，许已阳认为，传统的自上而下宏观推演范式正在经受更多检验，“宏观层面的逻辑与微观层面的验证往往不能完全匹配”。

既然传统的宏观配置框架已无法完全适用于当下，那么破局之道在何方？许已阳给出的答案是：拥抱产业趋势，丰富收益来源。

“前几年，我们通过宏观数据就可以做投资判断了，但现在必须下沉到微观层面，关注最新的科技产品和应用。”许已阳认为，须紧跟产业趋势演进。具体来看，AI 产业链仍是当前逻辑最清晰的方向之一，因此银叶投资 2025 年以来便加强了对 AI 产业链各个环节的跟踪与研究。

丰富收益来源，也是许已阳想要发力的方向之一。

许已阳坦言，无风险收益率的下行叠加宏观因素的复杂多变，导致每一类资产的波动都显著加剧。在此背景下，收益来源的丰富程度是影响组合稳健表现的重要因素。

他表示：在债券配置策略上，可适度参与长端利率债波段交易，挖掘期限利差修复及市场套利机会，多措并举增厚组合收益；在权益配置上，可主观与量化相结合，全方位挖掘权益资产的超额收益。

掘金商品市场

谈及当前较有吸引力的资产类别，许已阳关注中东地缘冲突引发的供给冲击、资源品保护主义下的区域供需错配，以及国内“反内卷”政策推进带来的投资机会。

他分析称，随着中东地缘冲突反复，市场可能低估了能源设施恢复的难度与时间节奏。接下来，能源价格中枢的抬升不仅会向下游传导，也可能在能源替代的逻辑下，对煤炭等板块形成催化。具体来看，煤炭、石化相关企业的静态估值仍处于相对低位，叠加电厂库存同比偏低等因素，动力煤价格后续表现值得持续关注。

有色金属及受益于“反内卷”政策的商品品种，也是许已阳重点关注的机会。

他认为，当前，部分国家通过生产配额、调整定价机制或要求配套中下游产业等方式，对矿端出口形成约束，镍、锡及氧化铝等品种可能因区域供需错配而出现结构性机会。与此同时，国内新旧能源转换正在重塑部分大宗商品的需求曲线。以锂电行业为例，储能正快速强化锂的需求韧性，供给端扰动也仍然存在，碳酸锂价格中枢有望逐步

面对“高波动，结构性分化”的全新格局，许已阳认为，传统的自上而下宏观推演范式正在经受更多检验，“宏观层面的逻辑与微观层面的验证往往不能完全匹配”。

既然传统的宏观配置框架已无法完全适用于当下，那么破局之道在何方？许已阳给出的答案是：拥抱产业趋势，丰富收益来源。

“前几年，我们通过宏观数据就可以做投资判断了，但现在必须下沉到微观层面，关注最新的科技产品和应用。”许已阳认为，须紧跟产业趋势演进。具体来看，AI 产业链仍是当前逻辑最清晰的方向之一，因此银叶投资 2025 年以来便加强了对 AI 产业链各个环节的跟踪与研究。

丰富收益来源，也是许已阳想要发力的方向之一。他表示：在债券配置策略上，可适度参与长端利率债波段交易，挖掘期限利差修复及市场套利机会，多措并举增厚组合收益；在权益配置上，可主观与量化相结合，全方位挖掘权益资产的超额收益。

修复。

而随着“反内卷”政策稳步推进，多晶硅、生猪、纯碱、焦煤等处于估值低位的品种，或将在价格竞争缓和和产能优化后，迎来更有性价比的配置与交易机会。

对于今年以来价格剧烈波动的黄金，许已阳则更关注其长期配置价值。

他坦言：“今年初，黄金上涨带有较强的资金交易属性。中东地缘冲突爆发后，黄金的投机性溢价有所回落，当前的价格位置相对更为均衡。短期来看，金价仍会受到美联储降息预期反复、中东地缘冲突演变及投机资金进出的影响，大概率维持高位震荡。但从中长期来看，全球货币信用体系的重构、央行购金需求及储备多元化趋势，仍是黄金价格上的重要支撑，其作为信用对冲工具的长期配置价值并未改变。”

权益配置“攻守道”

权益资产也是许已阳重点关注的资产类别。银叶投资研究显示，今年以来全球云厂商的资本开支 (Capex) 持续超预期，大模型相关企业的经常性收入 (ARR) 也在增长，不断验证并夯实 AI 产业链商业闭环的逻辑。在这一产业趋势中，许已阳将目光投向了更具成长弹性的相关国产标的。

“海外算力板块的市场预期已演绎得比较充分，而国产算力方向特别是国产 AI 硬件，有望成



许已阳

为下一阶段值得持续跟踪的方向。”许已阳表示。

他解释称，国产 AI 算力硬件已从“能用”逐步迈向“更好用”，开始规模化赋能自主 AI 生态。未来，随着国产大模型与国产芯片技术路线逐步成熟，国产算力有望迎来更广泛的价值重估。

在看好 AI 产业链的同时，许已阳依然重视组合的平衡。

许已阳表示，看好具备低估值和高股息特征的互联网巨头。他认为，部分港股互联网公司的静态估值已具备一定吸引力，基本盘持续向上，估值也处于相对可控区间。即便在激烈的 AI 竞争中，凭借相对合理的资本开支和庞大的商业落地场景，它们依然能在波动中提供较为稳健的收益。

从 2003 年加入公募基金担任债券投资基金经理，到见证中外合资基金公司的落地，参与国内第一只公募量化基金筹建，再到在外资机构担任外汇、利率和信用交易主管，此后转战私募基金——许已阳的复合背景，解释了他对于宏观配置的独特理解。

在他看来，宏观投资是对时代的阅读。未来 10 年充满不确定性，但也是 AI 重塑产业格局的 10 年。应紧紧抓住以 AI 为代表的时代级产业飞轮，用多资产、多策略对冲尾部风险，为投资者提供稳健的理财选择。

(本栏目由易方达基金特别支持)

合计募资规模逾200亿元

4只商业不动产REITs一日售罄

◎记者 陈珮

公募 REITs 近期再度迎来重要进展。

近期，首批 4 只商业不动产 REITs 正式面向公众投资者发售，4 只产品全部一日售罄，提前结束募集并启动比例配售，合计募资规模超过 200 亿元。公告显示，汇添富上海地产商业 REIT、中信建投首农商业 REIT、国泰海通砂之船商业 REIT、中金唯品会商业 REIT 网下有效认购倍数分别为 38.6 倍、80.2 倍、103.8 倍和 68 倍，网下认购热度分化明显。

兴业证券刘郁团队研报分析称，从认购情况来看，首批 4 只商业不动产 REITs 网下认购倍数整体均低于 2025 年 6 至 9 月发行的消费基础设施 REITs，且低于近期发行的交通、保障性住房和能源 REITs，或与保险机构“整体缺席”商业不动产 REITs 的战略配售和网下询价有关。保险类机构中，仅中国人寿保险集团旗下公司、中国保险投资基金分别战略认购了 2.29%、1% 的国泰海通砂之船商业 REIT，未在其余 3 个项目中直接观察到保险类机构的参与。

在业内人士看来，商业不动产 REITs 问世对于中国 REITs 市场来说具有重要意义。首批 4 只获批的商业 REITs 从受理到注册生效不到 3 个月。同时，2025 年四季度获受理的基础设施 REITs 审核进度持续推进、2026 年基础设施 REITs 项目陆续获受理，标志着公募 REITs 市场已步入快速扩容期。

光大证券研报数据显示，截至 2026 年 5 月 21 日，共有 39 个 REITs 项目处于审核申报流程中，其中包括

37 只首发 (17 只基础设施 REITs、20 只商业不动产 REITs)、2 只扩募 (均为基础设施 REITs)。17 只基础设施 REITs 中有 3 只已经注册生效，8 只产品已获反馈或问询，6 只已受理；20 只商业不动产 REITs 中 4 只已注册生效，13 只已反馈或已问询，3 只已受理。统计显示，截至 2026 年 5 月 21 日，全市场公募 REITs 总市值已经超过 2000 亿元，约为 2220 亿元。

与此同时，快速扩容对二级市场也产生了一定的流动性压力。从市场表现来看，截至 5 月 29 日，今年以来中证 REITs 全收益指数下跌 1.98%，市场换手率整体呈现低迷态势。光大证券研报称，据测算，2026 年公募 REITs 二级市场可承载量约为千亿元左右，当前已申报受理的公募 REITs 产品总规模约 1200 亿元，略高于市场可承载量，引入新增资金补充市场流动性的紧迫性有所提升。

因此，5 月 18 日，华夏、易方达、南方、中金基金等 4 家公募基金公司申报中证 REITs 全收益指数基金，此举对公募 REITs 市场而言尤为重要。光大证券研报分析认为，场外指数基金的落地不仅能够强化 REITs 市场估值底、平抑市场非理性波动、提升市场的稳定性及流动性；同时组合配置下有望降低 REITs 的投资门槛、普及 REITs 配置，吸引更多资金入市。

从二级市场表现来看，指数化预期出台后，5 月 19 日中证 REITs 全收益指数全日大涨 2.37%，随后仍持续回落。市场人士分析认为，近期回落后，对于经营情况稳健的 REITs 项目，分派率显著提升，后续或迎来一波配置窗口期。

入市步履不停

信托资金稳步加码权益配置

◎记者 金莘萃 胡尧

在标品化转型的背景下，证券投资信托正成为推动行业资产规模增长的重要力量。不久前披露的信托公司年报数据显示，多家头部信托公司的主动管理型证券投资信托规模呈现增长态势，信托业加快布局资本市场的趋势已然显现。

业内人士认为，在传统非标融资业务持续收缩的背景下，证券类信托规模或将持续增加。同时，随着信托公司进一步提升主动管理能力，越来越多资金将配置含权类资产，证券市场有望迎来更多长线资金。

信托标品业务规模持续扩容

不久前披露的信托公司 2025 年年报显示，多家头部信托公司的主动管理型证券投资信托规模出现增长。例如，2025 年，平安信托旗下主动管理型证券投资类信托规模达 7851.67 亿元，同比增加 15.38%。上海信托旗下主动管理型证券投资类信托的规模也在 2025 年末逼近 1 万亿元，增速同样明显。

“我们的主动管理类证券投资信托规模确实有所增加，一方面与非标融资业务收缩有关，另一方面也是因为客户对于这类产品的接受度在逐渐提升。”华东地区某大型信托公司证券投资部门负责人表示。

普益标准数据显示，4 月，全行业共有 63 家信托公司存续标品信托产品 59223 款，较 3 月增加 2033 款，环比增长 3.55%；同期有 45 家信托公司合计 459 款标品信托产品到期清算，到期数量环比减少 3.97%。产品存续规模持续提升、到期数量有所回落，反映出投资者对标品信托产品的配置需求仍在升温。

多位业内人士表示，由于非标融资业务收缩、低风险偏好客户需求占主导，债券等固收类资产凭借收益稳健、波动较低等特点，成为当前信托公司进行标品投资的重要抓手。

渤海信托同业金融部总经理程国

江分析称，今年以来，信托资金入市呈现“稳步提速，波段加仓”的特征，仍以固收资产打底，在市场调整过程中适度增配权益资产。从产品结构看，TOF、FOF 产品规模呈现稳步增长趋势，“固收+”产品仍是主流方向之一，大类资产配置理念也正在逐步强化，信托资金正由“做项目”向“做组合”转变。

权益配置有望边际提升

从当前行业的资产配置结构来看，固收类资产仍是信托资金入市的核心方向。“证券类信托的资金投向，与信托公司长期以来的固收偏好密切相关。”沪上某信托公司信托投资经理坦言，“信托客户的风险偏好整体趋于稳健，权益资产波动相对更大，因此信托资产配置的比例相对较少。”

随着资本市场改革向纵深推进，A 股市场的良好表现也吸引了更多信托资金。前述信托经理表示，尽管信托客户对于含权类资产相对谨慎，但在 A 股市场交投活跃的当下，客户对含权类资产的接受度有所提高，“目前‘固收+’类型的产品就比较受客户欢迎。在我们的产品配置中，权益增强部分主要配置了 ETF 等资产，提升产品收益”。

多位业内人士表示，未来信托公司提高权益配置比例，并不意味着简单提升股票仓位，而是更可能通过“固收+”、FOF、MOM 等产品，循序渐进提升权益资产占比。其中，“固收+”策略被业内普遍视为信托资金投向权益资产的重要路径。通过在固收底仓基础上适度配置股票、可转债、ETF 等权益资产，既有助于增强产品收益弹性，也能够控制整体净值波动，更符合信托客户稳健配置需求。

据悉，随着行业投研体系逐步完善，部分头部信托公司也开始加大量化策略布局力度，通过引入外部优秀管理人，提升权益投资能力。CTA、市场中性、套利等策略，也因具备平滑组合波动、控制回撤等优势，逐渐受到信托资金青睐。

机构动向

今年以来逾60家公募基金高管变更

◎记者 赵明超

今年以来，公募基金行业迎来一波人事调整潮，已有超过 60 家基金公司出现高管变动情况，其中多家机构董事长、总经理职位迎来调整。在业内人士看来，频繁的高管流动，既是行业内部人才资源的优化重组，也是各家机构调整发展思路、重塑核心竞争力的重要举措。

人事调整密集落地

近期，多家基金公司发布高管变更公告。5 月 27 日，建信基金公告称，董事长生柳荣因达到退休年龄而离任，由黄军任董事长。

从履历看，曲寅军 2005 年 5 月加入建信基金筹备组，公司开业后逐步晋升，2015 年 8 月任建信基金首席投资官 (副总裁)，并继续先后兼任建信资本总经理、董事长。此后历任建信股权投资公司副董事长、总裁，建行总行金融同业部总经理等职务。2026 年 3 月任建信基金党委书记。

除头部公司外，部分中小基金公司高管也发生变更。5 月 23 日，申万菱信基金公告称，邱春杨出任公司总经理。

从履历看，邱春杨 2001 年起从事金融相关工作，2001 年 3 月至 2002 年 10 月任职于南方证券资产管理

理部，2002 年 11 月至 2020 年 7 月任职于广发基金，2020 年 7 月出任长城基金总经理。此前，长城基金公告显示，邱春杨于 2026 年 3 月 25 日离任公司总经理。

邱春杨缘何选择加盟申万菱信基金？“邱春杨深耕公募行业多年，具备头部公募的工作经验，且对公募行业充满热爱，这赢得了公司及股东方的信任。”申万菱信基金方面在接受上海证券报记者采访时表示，邱春杨此次加盟申万菱信基金，是公司求变求强的发展诉求与其个人职业选择的双向奔赴。

部分外资公募也迎来人事变动。5 月 28 日，富达基金发布公告，孙晨因个人原因离任总经理，由陈培文代任总经理。公告显示，陈培文于 2021 年 12 月加入富达基金，曾任财务及战略管理总监，负责企业财务和业务战略管理等工作，并于 2025 年 7 月 18 日起担任财务负责人。

多重因素催生更迭

今年以来，公募基金高管变更保持高频态势。Choice 数据显示，超过 60 家基金管理人出现高管变动，其中多家基金管理人总经理或董事长发生变更。

除上述基金公司外，1 月，国新国证基金公告称，谌重因个人原因离任总经理一职，张鹏代任总经理；安联基金公告称，原总经理沈良升任董事长，原副总经理、首席投资官郑宇尘接任总经理并继续兼任首席投资官一职。2 月，泉果基金公告称，公司联合创始人李云亮成为新一任总经理。3 月，光大保德信基金公告称，原董事长王翠婷到龄退休，汪沛任董事长。4 月，万家基金公告称，原总经理陈广益接任董事长，知名基金经理莫海波升任总经理；西部利得基金公告称，公司原副总经理王汗青升任为总经理；华安基金公告称，方一天担任公司总经理。

梳理公募行业高管频频变更的原因，主要包括三方面：一是公司出于发展需要，重新排兵布阵，“挖角”资深人才掌舵；二是出于自身职业规划原因，部分高管主动离开，另寻去处；三是行业高管正迎来新老交替，部分高管因到龄退休而离任。

与此同时，越来越多基金公司更倾向推行内部提拔机制，从公司投研骨干、中层管理者中选拔核心管理层，保障企业发展战略平稳延续。

在沪上一家公募基金高管看来，人才是资管行业的核心基石。基金公司想要行稳致远，离不开稳健完善的公司治理，高管换届阶段更需做好工作衔接，保障经营平稳运行。