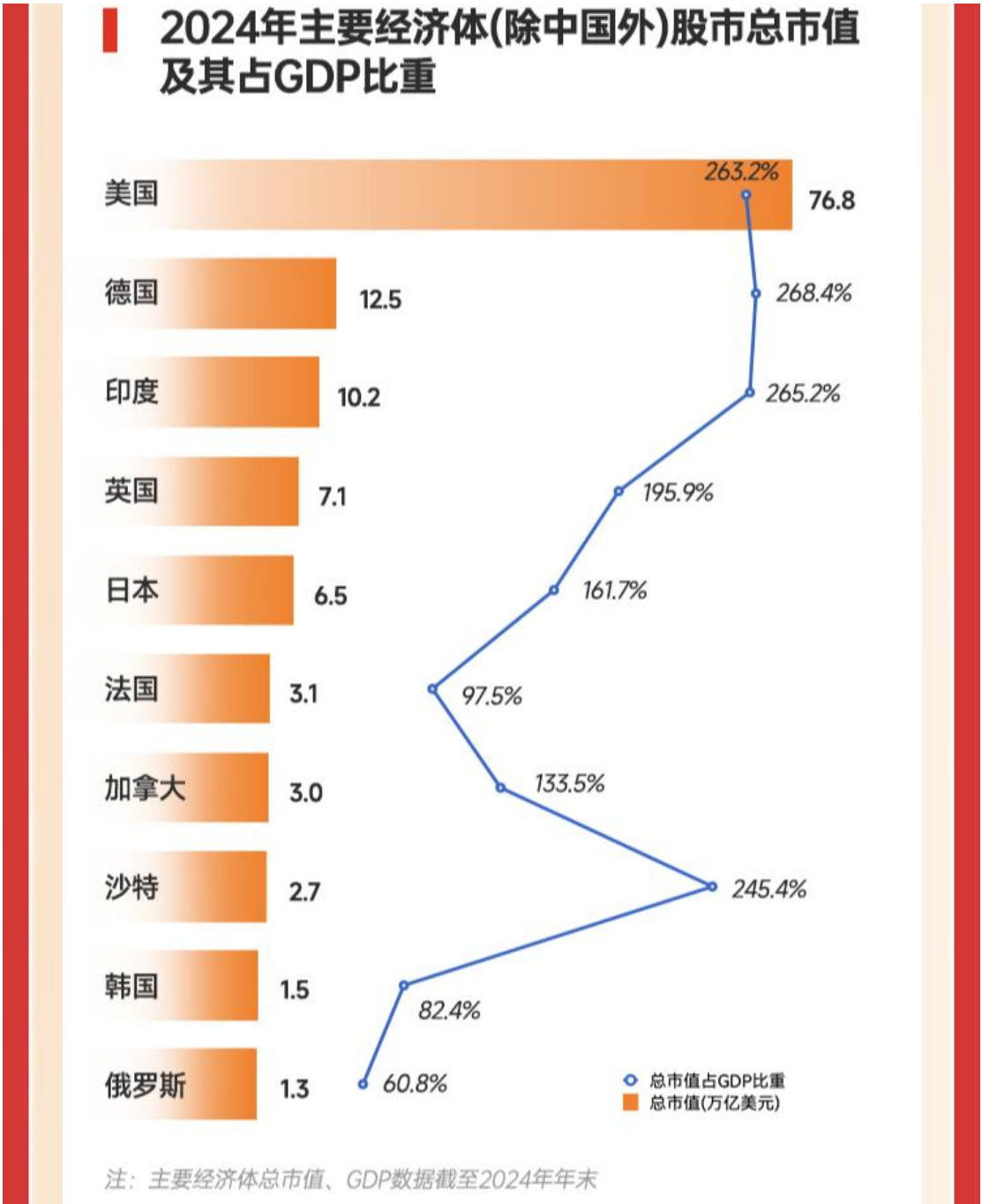


穿越周期的贝叶斯思维

沪指续创 10 年新高，两市成交量连续九个交易日突破 2 万亿元人民币……(数据来源: Wind, 截至 2025/8/22)

随着 2025 年 A 股结构性行情的持续发酵，投资者们不得不打开尘封的半岛铁盒，重新思考那个已经 4 年无人提起的问题：这轮行情，会不会成为 2019-2021 年“核心资产”大涨的昨日重现？



数据来源: Wind, 财联社; 统计截至: 2025.8.22

历史的表象可能类似，但内核总是在螺旋上升。Wind 数据显示，截至 8 月 22 日，A 股市值占 GDP 比重仅为 73%，仍位于过去 10 年的中枢位置，且显著低于其他主要经济体。

汇添富基金经理沈若雨同样综合多年投研经验，认为当前 A 股上市公司经营质量已经出现显著改善，围绕市场的分析并不能简单基于指数点位线性外推。

“市场总是在绝望中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在兴奋中死亡。”面对当前交投活跃、意见分歧的资本市场，或许经历过完整市场周期的基金经理，其做出的思考，更值得投资者进行借鉴。而沈若雨从研究员正式转任基金经理的时间点，恰好是 2021 年“核心资产”上涨的高点。

一、从追逐右侧到合理定价

每一位从研究员转职而来的基金经理，几乎都会在管理产品初期，遭遇相同的问题：如何平衡研究与交易的关系？

由于汇添富基金拥有非常完善的投研交流机制，所以沈若雨在 2021 年接任汇添富创新活力混合 A（002419）的基金经理时，已经形成了一套简单方法论：胜率优先，侧重右侧交易。

2021 年的 A 股市场，虽然先后经历了 A 股“核心资产”、港股“核心资产”的两轮行情，但新能源主题依然维持全年强势。对于 TMT 投研出身的沈若雨而言，2021 年的涨跌切换，并未显著影响其“追逐右侧”的产品管理思路。

但每一个行业的发展，都摆脱不了周期的扰动。“追逐右侧”虽然在 2021 年，帮助沈若雨取得过阶段性优异的表现，却也在市场宽幅震荡的 2022 年，导致业绩出现波动，产品规模也一度出现缩水。

面对如此境况，沈若雨下定决心进行改变。而他的迭代思路，就是以贝叶斯公式为理论基础，并基于企业生命周期，进行动态的跨周期定价。

什么是贝叶斯公式？ $P(A|B) = [P(B|A) * P(A)] / P(B)$

简单总结，贝叶斯公式说明：后验概率 $P(A|B)$ ，可以在先验概率 $P(A)$ 的基础上，叠加新事件发生概率 $P(B)$ ，并综合分析两者关系 $P(B|A)$ 后得到。

落实到沈若雨的投资框架中，什么是先验概率？行业周期就是先验概率。那什么是新事件？就是能够引发行业变局的关键信号。

为方便投资者更直观理解自己的贝叶斯思维投资框架，沈若雨曾以 AI 主题的投资节奏为例，讲解过上述理论的实际应用。

根据沈若雨的总结，不论移动互联网、5G，还是近几年的 AI 投资，前沿科技领域基本遵循

以下朴素的“先验概率”：投资机会一般起始于硬件方向（比如新基建），随后在硬件方向基本普及后，才会转向更偏软件的应用方向。

如果将 AI 投资进一步细分到算力领域，沈若雨认为，行业整体的资本开支情况，可能是更值得关注的关键信号。

比如 2025 年，OpenAI 的年化营收突破 100 亿美元。随着月活用户数、用户使用时长的不断增长，普通人对 AI 大模型的黏性正在逐步确认，这就导致行业不太可能显著放缓算力侧的资本开支需求。

具体到个股的筛选过程中，沈若雨同样应用了贝叶斯公式的思考逻辑。根据沈若雨自述，其主要投资两类企业：

一类是当前能够提供稳定现金流，且不处于生命周期顶点的企业；

另一类是未来拥有创造现金流能力，且当前尚未被市场充分认知的企业。

投资中“最幸运”的事，当然是持有企业既能在当下创造稳定现金流，同时也掌握了创造更丰厚现金流的能力，但二者往往不能兼得。所以，能否利用贝叶斯思维，构建风险收益比合适的投资组合，或许是比纯粹自下而上做“优质个股拼盘”，更能满足普通基民的实际持有需求。

二、从把握机会到控制风险

每一位投资者在实际投资过程中，总要思考更适合自己的胜率、赔率平衡标准；但对于管理公募产品的基金经理而言，如何根据行情，综合配比出更满足市场需求最大公约数的投资组合，或许才是更好服务投资者的关键。

一般而言，左侧布局更侧重赔率，右侧布局则更偏好胜率。在沈若雨看来，**根据市场阶段动态调整的哑铃策略，可能才是追求风险收益比的最优解。**

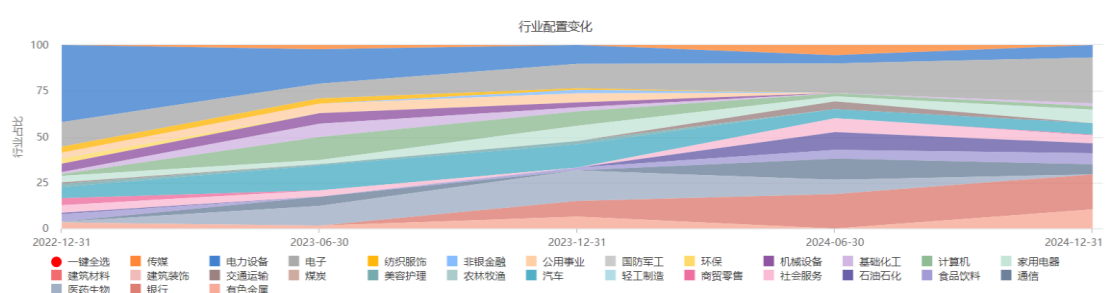
经过近几年各家公募机构、新闻媒体的不间断科普，投资者应该对哑铃策略较为熟悉。简单而言，一端配置价值、红利、低波等相对稳健资产，另一端配置成长、科技、动量等高锐度资产的投资组合，即可被视为哑铃策略。

从定义上可以看出，**哑铃策略重点在于平衡胜率与赔率**，以追求长期稳定的持有体验。

沈若雨认为，基于贝叶斯公式，如果投资者可以明确区分市场的发展阶段，或许可以在不同市场环境下，将哑铃策略主动向胜率或赔率的一侧略作倾斜，以侧重风险控制，或追逐收益。而根据沈若雨 14 年的投研经验，PPI 数据，或许可以成为组合构建中的关键“贝叶斯变量”：

PPI 触顶或下行阶段，上市公司盈利前景不明确，此时应相对侧重保胜率。投资组合构建过程中，可以更多配置低估值、高股息风格的相关资产；

PPI 触底或上行阶段，上市公司盈利预期稳定，此时应相对重视追赔率。投资组合构建过程中，或许可以更多侧重成长性的 alpha 收益来源。



数据来源：汇添富 ESG 可持续成长股票定期报告，截至 2024/12/31

以沈若雨 2023 年底开始管理的汇添富 ESG 可持续成长股票（A 类：011122；C 类：011123）为例，考虑到 2024 年前三季度，A 股市场缺乏可持续的行业 alpha 机会，所以沈若雨彼时相对加仓了银行、公用事业等防守属性行业（采用申万一级行业分类标准）。而在 2024 年“9.24 行情”发生后，沈若雨逐步增持了电子、医药生物等成长性行业，其提升投资组合业绩表现的意图较为明确。

除适度调整哑铃策略的阶段重点目标外，沈若雨同时指出，一旦 **PPI 数据预期明确反转**，自己也会在风控允许范围内，进一步提升个股持有集中度，以便追求更具性价比的产品净值表现。

这里需要提醒的是，跟随市场行情，阶段性调整哑铃策略的重点目标，并不意味着基金经理需要频繁行业轮动，或进行高换手率的交易行为。在沈若雨看来，哑铃策略的核心，在于提供相对稳定的持有体验，而自己的贝叶斯理论哑铃策略，虽然追求在不同市场阶段的不同阶段性任务，但同样不能破坏哑铃策略最基础的资产配置原则。

三、最后的话

11 年加入券商研究所，21 年开始管理公募基金产品，经历 10 年研究员积累、4 年基金经理迭代后，沈若雨最终基于贝叶斯理论，构建出了基本面为底座的动态平衡哑铃策略。

成熟投资框架的形成，首先必然取决于基金经理自身的长期努力，其次也要考虑任职机构给予的系统性帮助。比如沈若雨提到，**汇添富投研团队中的每位研究员、基金经理，均拥有长期浸淫的能力圈**；而自己作为 TMT 投研出身的基金经理，经常需要面对技术发展变革较快、行业时间连续刷屏的问题。此时，拥有完善投研体系的汇添富基金，就能为自己提供强而有效的投研支持；自己也能将有限的时间精力，更有效地应用于投资组合的优化过程中。

“作为一位基金经理，最要坚持思考的问题，或许就是站在投资者角度，我能不能在经历完整市场周期后，真正赚到钱？”在沈若雨看来，不论是“正确”为个股定价，还是动态平衡风险收益比，**最终都是要帮助基民真正赚到钱。**

持有期限达到一年及以上的管理费率

持有期间年化收益率（R）	管理费率（年费率）
$R \leq R_b - 3\%$	0.60%/年
$R > R_b + 6\%$ 且 $R > 0$	1.50%/年
其他情形	1.20%/年

数据来源：汇添富成长优选混合基金合同

为了与基民利益更好的绑定，沈若雨已于 2025 年 8 月 25 日，开启了**汇添富成长优选混合（A 类：025075；C 类：025076）**的募集。基金合同显示，**该基金为一只浮动管理费型产品**，其固定管理费仅为 0.6%/年；而其或有管理费 0.6%/年、超额管理费 0.3%/年，均需投资者持有满一定年限，且持有期间的年化收益率超过明确标准后，才能实际收取。

站在新一轮行情起点，对于每一位投资而言，最重要的，是找到属于自己的节奏。因为时间最终会证明，真正的价值投资者，首先必须是时间的朋友。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料仅为宣传材料，不作为任何法律文件。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩不预示未来表现，基金管理人的其他基金业绩和其投资人员取得的过往业绩并不预示其未来表现。投资人应当仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》及《产品资料概要》等法律文件以详细了解产品信息。本基金可投资港股通标的，其中投资于港股通标的股票的比例不超过股票资产的 50%。本基金投资范围包括港股，会面临因投资环境、投资标的、市场制度以及交易规则等差异带来的特有风险。本基金属于中等风险等级（R3）产品，适合经客户风险承受等级测评后结果为平衡型（C3）及以上的投资者，客户-产品风险等级匹配规则详见汇添富官网。在代销机构认申购时，应以代销机构的风险评级规则为准。本产品由汇添富基金管理股份有限公司发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。具体发行时间以公告为准。本基金的管理费由固定管理费、或有管理费和超额管理费组成，其中或有管理费和超额管理费取决于基金份额持有人每笔认/申购份额的持有时间和年化收益率与同期业绩比较基准年化收益率的情况，因此投资者在认/申购本基金时无法预先确定该笔基金份额适用的管理费水平。由于本基金在计算各类基金份额净值时，按前一日基金资产净值的 1.20%年费率计算管理费，该费率可能高于或低于不同投资者最终适用的管理费率。在基金份额赎回或基金合同终止的情形发生时，基金投资者实际收到的赎回款项或清算款项的金额可能与按披露的该类基金份额净值计算的结果存在差异。投资者的实际赎回金额和清算资金以登记机构确认数据为准。本基金采用浮动管理费的收费模式，不代表基金管理人 对基金收益的保证。有关浮动管理费机制的特定风险详见招募说明书“风险揭示”章节。

本宣传材料所涉任何证券研究报告或评论意见在未经发布机构事前书面许可前提下，不得以任何形式转发。所涉相关研究报告观点或意见仅供参考，不构成任何投资建议或咨询，或任何明示、暗示的保证、承诺，阅读者应自行审慎阅读或参考相关观点意见。

汇添富 ESG 可持续成长股票 A 历任基金经理为赵鹏程(2021.6.10 至 2024.11.8)、沈若雨(2023.12.28 至今)，自 2021-06-10 成立以来至 2024 年底各年及 2025 上半年业绩及基准分别为(%)：-1.05/-4.73、-31.35/-14.54、-25.51/-8.19、16.92/5.19、12.41/6.56。

沈若雨在管同类产品：汇添富创新活力混合 A 自 2016.04.19 成立以来至 2024 年底各年及 2025 上半年业绩及基准分别为(%)：0.7/1.93、7.06/2.75、-0.28/2.75、59.22/13.5、23.67/-1.21、-10.66/-8.77、9.29/14.45、9.19/3.68;汇添富互联网核心资产六个月持有混合 A 自 2021.1.25 成立以来至 2024 年底各年及 2025 上半年业绩及基准分别为(%)：-16.81/-11.99、-24.69/-14.58、-14.56/-5.33、13.64/17.65、9.86/7.72;汇添富移动互联股票 A 自 2014.8.26 成立以来至 2024 年底各年及 2025 上半年业绩及基准分别为(%)：16.1/14.68、75.62/48.47、-29.87/-22.52、-9.72/2.52、-34/-26.11、52.46/46.26、59.66/34.13、11.48/3.47、-32.09/-27.79、-6.24/6.98、2.72/15.97、3.37/1.69。数据来自基金历年年度报告和 2025 年二季报，截至 2025/6/30。