

最新私募管理人观点汇总报告

排排网财富产品研究中心

2024年12月13日

目录

- 1、申九资产：未来将从估值修复逐渐过渡到业绩兑现 3
- 2、望正资产：当前市场拐点已经确立，中长期空间可期 3
- 3、希瓦私募：市场还是会对优质的公司给到合理的定价 4
- 4、名禹资产：经济基本面阶段性向好迹象继续增多 5
- 5、进化论私募：分散化的配置会更适合当前的市场环境 6
- 6、中欧瑞博：需要将熊市思维转变为牛市思维 6
- 7、复胜资产：在已有一定必然性的基础上，去分析偶然性 8
- 8、华安合鑫：无风险利率的持续下降是最重要的背景 8
- 9、庄贤投资：国内政策的力度依然是影响市场的主因 9
- 10、亘曦资产：政策预期催化有望开启跨年行情 10
- 11、远信投资：货币和财政相对宽松的基调仍然会维持 10

近期，投资者一直翘首以盼的中央政治局会议与中央经济工作会议先后召开，并均已正式闭幕。会议指明了下一年度的经济工作方向与目标，为后续经济的高质量发展定调。在政策持续加码与发力的催化下，市场情绪再次被调动起来。

宽松政策持续出台，后续市场行情该如何把握？排排网财富产品研究中心及时向私募基金管理人搜集了部分最新观点：

1、申九资产：未来将从估值修复逐渐过渡到业绩兑现

回顾 2024 年 11 月的 A 股市场，延续了 10 月下半月以来的权重搭台、小票主题唱戏的格局，微盘股指数继续上涨 9.95%，权重的沪深 300 指数上涨 0.66%，上证 50 指数微跌 0.31%。不同的是市场主题方向发生了转变：“谷子经济”主题下的文娱用品、互联网电商、一般零售等行业领涨市场，而 10 月涨幅领涨市场的重组主题下的黑色家电、教育行业在 11 月跌幅居前。回顾 2024 年 11 月的宏观经济情形，披露的 10 月出口、消费、服务业生产增速均有明显反弹，固定资产投资和工业生产增速基本稳定，地产销售量价也出现企稳迹象，11 月 PMI 延续 3 个月上行，经济延续 9 月回升势头，再度确认了本轮经济已经触底反弹。虽然也有 PPI 跌幅扩大、信贷社融规模低于预期等瑕疵，但整体经济向好迹象已现。

展望 2024 年 12 月的 A 股市场，随着经济相关好转信号的出现，市场未来将从估值修复逐渐过渡到业绩兑现。我们认为市场或将延续震荡中逐步实现估值、业绩双修复的格局，市场风格进一步在小市值、科技成长、核心蓝筹和高股息之间轮动。

2、望正资产：当前市场拐点已经确立，中长期空间可期

11 月美国大选 Trump 当选，横扫两院超出市场此前预期，海外 TrumpTrade 延续，美元维持强势，比特币大涨，美股上涨，罗素 2000 尤其突出。11 月议息会议美联储如期降息 25bp，但市场对于通胀的担忧导致 2025 年降息次数预期下降，对新兴市场和非美资产造成一定压制。

11 月全国人大如期召开，并审议通过 3 年 6 万亿的化债政策，对缓解企业居民部门现金流压力，打通经济循环具有重要意义。11 月制造业 PMI50.3，稳定在扩张区间，超越季节性表现，地产、汽车等销售数据延续较好表现，抢出口或有一定正向贡献，经济景气边际回暖的趋势开始出现。

总体来看，政策层面对经济发展的重视程度提升到相当高的位置。虽然 2025 年贸易摩擦可能对出口部门造成一定的拖累，明年两会前，增量的财政政策大概率能够适时推出，叠加中游制造业一系列反内卷的供给侧改革措施，通缩螺旋有望被打破，A 股盈利和估值的压制因素有望解除。产业层面，电动汽车、半导体、锂电等行业维持高景气度，智能驾驶、终端 AI、机器人等产业处于爆发前夜，未来产业趋势明确。

2021 年年初以来，市场进行了长时间调整。调整过程中，有越来越多的公司已经处于很有价值的区间，反弹的势能在不断增强，但过去一直缺乏合适的契机。9 月底政治局会议的表态及 10 月各项工作的积极开展，我们认为契机大概率已经出现，对市场可以更加积极一些。

对于组合的构建，主要围绕以下两个方向展开，第一是坚持以企业经营质量为纲，自下而上持有一些明显低估的优质公司，主要分布在互联网、化工、地产、农林牧渔等行业。大型互联网企业长期价值稳固，估值水平历史底部，相关企业在股东回报上的措施积极。化工和农林牧渔行业有一定价格波动，我们精选了部分在周期底部仍然有较好盈利，且自由现金流和股东回报积极的企业。第二是高景气方向，随着产业持续快速发展，发展前进明确且空间较大的龙头公司经过多年消化估值，潜在复合收益已经值得布局，我们增加了智能驾驶、人形机器人、半导体行业的布局。当前市场拐点已经确立，中长期空间可期，但过程往往不会一帆风顺，也要保持足够耐心。

3、希瓦私募：市场还是会对优质的公司给到合理的定价

回顾过去两个月的市场表现和我们产品表现，还是很出乎意料的，可谓做好了充分的准备和合理的配置，也等到了期待中的政策调整，但是市场演绎了完全不一样的剧本。我们持仓的股票受制于风格因素、短期宏观因素等各种因素，在两个多月的时间里面，大幅跑输了指数。

在月底的周报中，我们对持仓情况也做了一定的回顾，包括最新财报的简单解读，这里其实涉及到长期主义和短期业绩、短期股价之间的矛盾问题，对于价值投资或者基本面投资而言，这是一个自身无法调和的矛盾，解决之道还是来自于资产配置。过去两年多，由于市场的弱势，我们一直强调重质不重量，所以持仓或主动或被动一直在集中，这也是今年以来被投资人诟病较多的一个点，持仓集中的背后

体现了对于市场的短期态度，但是在表达态度的同时确实也忽视了在必要的时候进行一定的再平衡，当然这并不是对持仓股票的长期信心有所减弱，平衡恰恰是为了更好地持有。

不过我们也不会做过于激进的调仓，总体的持仓格局还是维持哑铃型，首先哑铃两端会做一些平衡，高息防守股的仓位会适当降低到 50%左右，做到真正的哑铃持仓，其次在哑铃的另一端，在目前的顺周期股票的基础之上，会增加一些成长配置，这些公司和宏观经济关系不大，但是行业前景巨大。比如有全球竞争优势的智能汽车以及产业链，比如具有全球竞争力并且出海领先的创新药企，比如可能的 ai 带来产业变革机会，我们在这些行业也一直有研究沉淀，只不过在过去几年，受制于经济环境和市场环境，一直没怎么配置，当前虽然股价有所表现，但是相对来说，市值依然处于低位，我们会寻找合适的调仓机会。

当然，对于现有持仓里面的优质公司，我们依然是有坚定的信心，长期来看，市场还是会对优质的公司给到合理的定价，相信随着未来政策落实和经济恢复，这些股票的弹性也会进一步体现，为我们的净值提供迟到的贡献。

4、名禹资产：经济基本面阶段性向好迹象继续增多

11 月我们认为人大常委会财政政策、美国大选、联储议息会议是影响市场的重要变量，回顾 11 月，财政略低于预期，特朗普胜选美元走强，A 股冲高回落震荡分化。

展望 12 月，经济基本面阶段性向好迹象继续增多，宏观微观流动性仍然友好，政治局会议、中央经济工作会议会议召开在即，预期引导更有必要，市场或可以相对乐观，风险来自美国超预期制裁打压和关税政策扰动。投资机会上，散户增量资金和游资驱动的小盘成长和主题风格，及机构资金更多驱动的大盘蓝筹顺周期方向或都有表现机会。前者关注 TMT、军工、电新等，主题投资关注 AI、并购重组、自主可控。后者重点关注政策催化，基本面边际改善的行业如金融地产、汽车、家电、商贸零售等。

美国经济整体韧性，软着陆预期暂时维持。远期若特朗普加征关税、大幅减税系列政策更多落地，或将加剧美国财政赤字负担，提高通胀预期，影响美国经济预期前景。美股情绪和估值均处于历史高位，风险偏好仍有上行趋势。美股关注 AI，尤其是 AI 应用方向。

5、进化论私募：分散化的配置会更适合当前的市场环境

11月市场整体呈现出明显的结构性特征，虽然指数最终是收涨的，但风格轮动下赚钱并非易事。本月市场波动的放大，美国大选带来的外部扰动是一方面，但最核心的原因还是市场已经走完了第一阶段的估值修复。在9月底这波行情启动初期，我们就公开发表过观点，用火箭的三级推进系统来类比市场接下来可能的发展节奏。

站在当下看，市场已经完成了火箭第一级的演绎。接下去第二级能否实现，还需要观察政策组合拳的作用下，经济基本面是否出现好转。

这个位置可能有些人会出现患得患失的心态，怕等不来下一阶段想离场，也怕离场后下一阶段来了却错过了涨幅。这其实是一个视角的问题。当你站在地面平视一条河道时，你可能看不清河流的走向，但当你站在高处向下看时，干流和支流一目了然。我在上个月的月报中强调了“开弓没有回头箭”，从全局视角看当下的主要矛盾已经发生了变化，决策层对经济的定性和政策态度发生了转变，我们要做的是保持耐心和观察。

当然，在看到经济企稳的信号前，要密切关注市场的结构性机会和风险。避免重压某一种风格，分散化的配置会更适合当前的市场环境。

接下来谈谈策略上的一些思考。这个月中证A500指数基金的火爆发行吸引了全市场的注意力，短短两个月中证A500ETF规模已接近2000亿，还有不少公私募指增类产品在陆续推出。这背后一方面是A500指数自身的优势（更好地代表A股核心资产和新质生产力），另一方面是这几年主动型基金持有体验欠佳带来的投资者偏好改变。

其实无论是看海外的经验还是国内的趋势，指数化投资的时代已经来临了。作为资管机构，我们必须思考如何拥抱这个变化。从投资者的需求角度考虑，要么是便捷的工具型产品，如各类宽基、行业、主题ETF；要么是能带来长期稳定超额收益的基金产品，且相较于直接投资工具产品能获得更好的持有体验（更好的回撤控制、更高的夏普比率）。

6、中欧瑞博：需要将熊市思维转变为牛市思维

市场近期一直在交易“特朗普策略”。比特币、特斯拉等走势强劲，一些受到贸易战威胁的国家货币走弱。一些原本就对中国权益资产缺乏信心的投资者，面对川普 2.0 时代的不确定性，又开始重新转向悲观了。

先来回顾川普 1.0 时代，也就是 2017-2021 年。当时尽管中美贸易摩擦，但 A 股并未持续熊市。反而在 2019-2021 年走出了一轮结构性牛市。2021 年川普卸任后，也是从 2021 年下半年开始，随着各项房地产紧缩政策的逐渐见效，一些高杠杆民营地产公司开始爆雷，随后逐渐扩散蔓延，导致房地产行业出现系统性的困难，房价较 21 年高位大幅回落。与房地产景气度高度相关的上下游行业景气度逐渐受到拖累下行，地产不景气导致地方政府卖地收入锐减，地方财政随之也出现了一些困难，房地产行业的下行引发的负反馈，导致宏观经济的景气下行，也明显传导到上市公司的利润和 ROE 的持续下行，进而 2021 后股市熊气弥漫，应该说与基本面的景气变化还是比较契合的。因此，我们认为 2021 年开启的熊市的主要矛盾并不能归因到中美贸易摩擦或美国的高科技封堵。

展望未来，最近中国的宏观政策的实际效果已经开始从“偏收紧型”转向扩张型了，如果决心与力度足够的话，对于资产价格的恢复是非常关键与重要的。这也是我们从 9 月份以来，认为需要将熊市思维转变为牛市思维的重要因素。

在全球化 2.0 时代，川普上台后的核心诉求是美国利益份额的大幅提升。美国作为全球第一科技强国、军事强国和消费市场，拥有制定和修改全球规则的主导权。通过提高关税、减税和补贴等手段，美国将推动制造业回流，以提高其在全球贸易中的利益份额。我们认为全球化 2.0 时代的重要特征是“全球造卖全球”，而非“中国造卖全球”。这种变化虽然可能短期内影响中国的利益份额，但从长远来看，有助于实现可持续的全球贸易。

对于中国而言，境内一些可替代强的制造业岗位的需求会有所下降，但我们一定还是全球最有竞争力的制造业大国之一。中国也有望涌现一批像丰田那样在全球化 2.0 时代引领全球各领域优秀的中国企业和企业家。

近期 A 股市场风格轮动颇快，但是场外投资者的兴趣和情绪有所激活，增量资金更多通过各类 ETF 流入市场。9 月下旬以来市场的发展还是比较符合我们预期的。市场步伐稳下来了，慢牛的特征比较明显。虽然还没有很明显的财富效应，但也很符合目前阶段的特征。

具体策略上，坚持牛市思维和牛市仓位。结构上坚持将优质便宜的价值股和成长股作为底仓，风格适当均衡。

7、复胜资产：在已有一定必然性的基础上，去分析偶然性

市场目前的主要矛盾是一方面流动性非常充分，资金希望找到新的投资逻辑方向，但另一方面基本面数据迟迟没有改善，缺乏估值支撑能力。这促使最终市场行情逐渐演变成行情主题快速轮动。在这个投资逻辑下，选择又回到了前期的哑铃型策略：一是盈利稳定的传统行业龙头企业；另一边是短期无需业绩证伪的科技或概念主题板块。我们的投资方法论基于基本面逻辑选择了前者。

世间万物总是一体两面的，既有偶然性也存在必然性。投资中也是一样。虽然宏观经济政策的改变，社会消费习惯的变迁，甚至技术发展的路径都会带来偶然性，但对于企业盈利来说，竞争格局和经营壁垒提供了必然性。可能不同的投资者的关注点会有所区别，有些非常关注偶然性，会倾向于做很早期的投资，而有些则更为关注必然性，习惯于在很低的价格持有资产。我们可能倾向于在这个过程中寻找一个平衡。在已有一定必然性的基础上，去分析偶然性。举个例子，可能在刺激政策的背景下，偶然性是政策力度和政策结果，但必然性是基于行业竞争格局，互联网行业龙头公司的受益程度是高确定性的。当然，在经济数据短期未有起色的情况下，我们很担心偶然性会产生风险，从而伤害投资组合，因此回过头去选择偶然性占比较低的盈利稳定资产。

当然，目前的投资组合和前期相比，虽然都有较大比例配置了红利资产，但不同点在于我们还是留存了部分互联网以及新能源汽车行业持仓。期待后续基本面数据能有持续好转，支持我们重新回到更为看重业绩增长的行业方向上去。

8、华安合鑫：无风险利率的持续下降是最重要的背景

在经历了9月底政策拐点的快速放量暴涨和10月份的震荡盘整之后，11月份继续延续了10月份的走势。主要指数在11月经历冲高回落再反弹，整个月的涨跌幅都非常小。整体来说，A股的走势强于港股，A股中的小市值走势强于大市值，偏题材的强于偏质地的。A股的成交量维持在1.5-2万亿的水平，投资者的交易热情依然没有减退，市场不可能重新回到交易清淡的状态。从结构上面说，11月的

主线比较散乱，轮动速度加快，有持续性的题材和行业机会比较少，投机氛围与10月份同样强。

目前A股市场处在超高投机性的环境，股票的投票机属性远超过称重机的属性。我们在这种环境中会保持对股票估值的审慎态度，不会因为市场的高风险偏好放松对安全边际的要求。也不会基于对“牛市”的判断刻意提高组合弹性。在经历了几次的牛市轮回之后，我们对自己的能力边界有着清醒的认识，要判断“牛市的时间、幅度、拐点已经超出了我们的认知范畴，因此我们不会因为“牛市”的来临而放松对安全的追求，如同我们不会因为“熊市”而降低仓位。

展望未来的中国市场，无风险利率的持续下降是最重要的背景。这种背景下，配置资金往高现金回报的资产流动是不可逆的趋势，稳定的现金流资产会变得更加的稀缺。映射到股票市场上面，高股东回报的股票将是中流砥柱。这种类型的股票持续上涨，才能为长牛打下坚实的基础，从而摆脱以往的过山车式的短暂“牛市”。高股东回报的股票在A股和港股市场都能够挖掘到，而香港市场的数量和质量更好一些，因此我们更加看好港股整体的机会。

9、庄贤投资：国内政策的力度依然是影响市场的主因

11月，市场继续板块轮动行情，日均交易额由2.5万亿降到1.5万亿的平台，消费行业（商贸零售、食品饮料、家电轻工等）在政策补贴预期和相对滞涨的情况下，当月涨幅领先。本轮行情，除股息率外，各个板块普遍涨幅在40-50%，且30%在10月8日前完成，之后的市场轮动期，重组、类金融、科技三个方向表现最为突出，由于处于宏观基本面的档位转换期，市场风格重题材而不看业绩。展望未来的2个月，国内政策的力度依然是影响市场的主因，海外尤其是美国新一届政府的预期扰动是次要因素，不确定性的风险逐渐成为市场趋于冷静之后的新增考量因素，因此，我们认为市场将进入震荡巩固阶段，基本面预期改善和兑现能力是下一阶段主要的选股方向。之前我们认为信心的持续回升应该经历如下一个过程，宏观政策的强力转向预期，分阶段的政策落地，新变化在中观层面的兑现度，政策依据经济运行的效果提高力度，微观企业的实体感受转暖带来的预期稳固，以及风险事件的平稳应对。12月到1月是中观层面的兑现期，也是确认政策继续加码方向的迭代期，我们将在顺周期方向上持续寻找兑现度高的细分品种，重点寻找贸易战导致供应链变化的受益产品，依然将看得懂、置信度高作为核心筛选指标。

10、巨曦资产：政策预期催化有望开启跨年行情

重要会议临近，政策预期催化有望开启跨年行情。

在 10 月市场冲高回落进入震荡格局基础上，11 月市场继续冲高回落。月初，随着 10 月 PMI 等经济数据好转，叠加政策预期等因素影响，市场震荡上扬，但随后受人大常委会政策不及预期、美国大选落地及整治自媒体荐股传闻等影响，市场出现快速调整。展望 12 月市场，我们认为，短期市场宽幅震荡格局难改，但随着重要会议临近，政策预期催化有望开启跨年行情。

一方面，随着美国大选落地，在川普上任带来对华鹰派政策压制预期背景下，若后期国内政策空间不能进一步打开，市场上行压力较大；但与此同时，在 924 政策确定大拐点的基础上，随着 11 月市场对特朗普上任预期利空的消化，叠加近期 PMI、M1 等经济数据呈现边际回暖迹象，市场进一步向下调整空间有限，短期市场总体宽幅震荡格局难改。另一方面，随着 12 月政治局会议和中央经济工作会议的临近，政策预期再起，若重要会议对财政赤字定调积极，有望开启跨年及春季躁动行情。

配置方向上，可重点关注如下方向：一是供给侧有望改善且有出海的能力的中国优势制造业，包括新能源、汽车及零部件等；二是政策改善或受益的方向，如两新两重等；三是受益于人口老龄化趋势加速的相关方向，如医疗等；四是围绕高质量发展的安全主题方向，如军工、半导体与国产替代等；新技术及新主题方向，可以继续关注 AI 产业链（AI 端侧、AI 应用等）、智能驾驶、人形机器人、低空经济、卫星互联网等主题方向。

11、远信投资：货币和财政相对宽松的基调仍然会维持

十一月份以后的市场出现了明显的变化，在月初政策预期出现较大的反弹基础上，下半月几乎回撤了所有的涨幅。与此同时，市场的结构分化更加明显，小微盘股、主题概念股非常活跃，绩优股指数下跌，亏损股指数不断创出新高，甚至出现了很多匪夷所思的主题。出现这种状况还是与机构被净赎回，以及外资减仓 A 股有关。我们认为这种情形已经接近尾声。

过去一个月比较大的事件是美国总统选举的确定，特朗普的上台，使全球对于国际产业链的中国公司有了较大的担忧，这也是 A 股下跌的原因之一。从我们过去十年跟踪的一些相关上市公司来看，大部分在过去五年都已经完成了国际化布局，影响不会太大，反而结构上有利于已经出海的龙头公司。与 2018 年以后的两年一样，随着这类型公司的业绩不断体现，当前的过度担忧是一个非常好的机会。

作为年终最后一月，对于中国经济而言，大家普遍关注的明年经济政策预期将在接下来的中央经济工作会议有所展示，从我们的预判来看，货币和财政相对宽松的基调仍然会维持，对经济增长托底的效果会比较明显，这种情形，仍然是有利于产业的优质头部公司。与此同时，最后一个月仍然是我们依据产业与公司明年的增长与估值调整的好时机。智能驾驶、人型机器人代表的科技成长行业以及优质行业细分行业龙头公司仍然是我们投资的重点。

风险提示：

本文信息来源于公开资料或对投资经理的访谈，不代表本平台立场，相关数据仅为排排网财富研究之用，不代表对数据来源真实性、准确性、完整性的实质性判断和保证，不构成任何投资建议，请投资者谨慎参考。

投资有风险，本文涉及基金的过往业绩不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证，我司未以明示、暗示或其他任何方式承诺或预测产品未来收益。投资者应谨慎注意各项风险，认真阅读基金合同、基金产品资料概要等销售文件，充分认识产品的风险收益特征，并根据自身情况作出投资决策，对投资决策自负盈亏。

版权声明：

未经许可，任何个人或机构不得进行任何形式的修改或将其用于商业用途。转载、引用、翻译、二次创作（包括但不限于以影音等其他形式展现作品内容）或以任何商业目的进行使用的，必须取得我司许可并注明作品来源为排排网财富，同时载明内容域名出处。