



中信证券研究部

核心观点



杨灵修

海外首席策略师
S1010515110003



秦培景

首席策略分析师
S1010512050004



裘翔

策略分析师
S1010518080002



联系人：徐广鸿

美国宏观经济见顶迹象逐渐显露，且随着美国利率水平正常化，通过发债来回购股票进行 EPS 管理的行为恐将难以为继。今年以来，香港市场与 A 股的表现有显著的相关性，但在全球共振时受美股拖累明显。

■ **海外聚焦：美股暴跌，经济基本面几何？** 本周美国主要股指经历暴跌，实际上标普 500 本月下跌 8.76%，已经基本抹去年初至今的涨幅。我们从美国基本面和美股之前上涨逻辑两个方面来分析未来美股可能的变化方向。

■ **美国宏观经济见顶迹象逐渐显露。** 根据 Wind 统计数据，美国 GDP 增速已经从 15Q4 的 0.4% 恢复至 18Q2 的 4.2%，接近 09 年以来每一轮“小周期”的峰值。我们认为以减税刺激消费和政府大规模支出驱动的经济增速面临见顶可能，数据显示包括制造业 PMI、密歇根大学消费者信心指数等经济先行指标已接近历史顶部，更主要的是 2018Q3 以来 CPI 月度同比已达到 2.9% 的水平，经济一定程度的过热使得美联储未来进一步加息的确定性增强。

■ **上市公司盈利增速放缓。** 标普 500 指数成份股整体 EPS 增速（12 个月 MA）在 9 月底已放缓至 2.7%。我们认为美股 EPS 自 2016 年以来保持较高增速的原因，除了上市公司基本面一定程度的复苏外，更主要的是公司持续的回购行为，而支持回购的资金主要来自于低利率环境下公司债的发行，随着美国利率水平正常化，通过发债来回购股票进行 EPS 管理的行为恐将难以为继，美股 EPS 将面临进一步下滑的可能。

■ **本周观点：**年初至今，港股与 A 股、美股的 20 日滚动相关系数的均值分别是 0.70 和 0.37，显示香港市场与 A 股的表现有明显的相关性，但全球共振时与美股的相关性飙升。根据我们“未来海外资金持续回流美国，南向资金恢复净流入”的判断，未来港股走势受 A 股主导的可能性更大。

■ **海外投资者如何看内地市场：**本周海外投资者密切关注中国政府机构解决 A 股股权质押问题的进展，之前曾普遍担心被迫卖出的问题，但随着相关政策密集出台，投资者情绪已得到缓释。海外投资者比较认可部分地方政府为当地上市公司股权质押纾困解困的行动，认为这是比较积极的信号。从 EPFR 跟踪的海外资金流动以及北向资金流动来看，本周海外投资资金仍然在增配内地 A 股市场。

■ **配置建议：**由于目前处于业绩数据“真空期”，港股市场情绪受 A 股和美股传导的影响较大。在 A 股仍受股权质押问题的困扰，且此轮美股业绩上行周期估计在 3 季度见顶，以及未来面临高估值和业绩增速可能大幅放缓的情况下，建议投资者维持偏谨慎观点，关注以下三条主线：1) 短期，关注低估值、且预计将得益于未来基建投资反弹的板块，主要包括建材、建筑和机械相关领域。2) 中长期，消费板块依然有持续增长空间，此轮调整结束后，韧性更强的服务类消费，主要包括教育和医疗等，我们认为仍可长期布局。3) 最后，具备“高分红”属性且景气向上的行业，在市场波动加大时具有底仓配置价值，首选火电和银行。维持港股亮马组合不变。

■ **风险因素：**1. 中美贸易摩擦大幅升级，严重影响出口主导型企业；2. 人民币对美元大幅贬值。

目录

海外聚焦	1
本周观点	4
港股与内地市场的相关性更强	4
但全球共振时与美股的相关性飙升	5
相关性也受资金流向影响	5
海外如何看内地市场	6
南北向资金流动显示金融板块仍是热点	6
配置建议	8
一周海内外市场行情速览	8
南向本周保持净流入，北向资金继续净流出	10
南北向资金持股市值变化情况	11
南北向资金持股变化详解	12
港股月度亮马组合	16
风险因素	16

插图目录

图 1: 美国 GDP 增速（不变价；季调）已经接近 09 年金融危机以来的峰值.....	1
图 2: 密歇根大学消费者信心指数接近 20 年来峰值	1
图 3: 美国失业率已到达历史底部.....	1
图 4: 美国经济整体面临通胀压力，美联储进一步加息可能性增大	2
图 5: 制造业 PMI 以到达近 20 年来历史峰值	2
图 6: 美银美国主要级别债券实际收益率	3
图 7: 美国:新证券发行:美国企业:债券	3
图 8: 非金融企业的公司权益（负债端）净流出规模（季调）	3
图 9: EPS 增速开始放缓.....	4
图 10: SPX500 和 SPX500 回购指数相关关系.....	4
图 11: 恒生指数与沪深 300 和标普 500 的 20 日滚动相关系数走势比较	5
图 12: 年初以来海外资金流向	6
图 13: 年初以来南向资金流向	6
图 14: 本周南向净买入 Top 10	7
图 15: 本周南向持股比例上升最快 Top10	7
图 16: 本周南向持股比例下降最快 Top10	7
图 17: 累计南向持股比例 Top10.....	7
图 18: 本周北向净买入 Top 10	7
图 19: 本周北向持股比例上升最快 Top10	7
图 20: 本周北向持股比例下降最快 Top10	8
图 21: 累计北向持股比例 Top10.....	8
图 22: 恒生 vs 沪深 300 行情表现	9
图 23: 过去一周 AH 行业涨跌对比	9
图 24: 最新 AH 行业估值对比.....	9
图 25: 年初至今北向资金累计流入量	10
图 26: 过去五周北向资金流入量.....	10
图 27: 过去五周沪股通流入资金量	10
图 28: 过去五周深股通流入资金量	10
图 29: 年初至今南向资金累计流入量	11
图 30: 过去五周南向资金流入量.....	11
图 31: 年初至今流入中国内地和香港股票市场资金.....	11
图 32: 过去五周南向资金持股市值变化.....	12
图 33: 过去五周北向资金持股市值变化.....	12
图 34: 南向资金持股市值占自由流通市值比例（大类板块）	12
图 35: 南向资金持股市值占自由流通市值比例（中信一级行业）	13
图 36: 过去五周南向资金持股市值占比变化	13
图 37: 过去一周南向资金持股市值占比变化	13
图 38: 过去五周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）	14
图 39: 过去一周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）	14
图 40: 北向资金持股市值占自由流通市值比例（大类板块）	14
图 41: 北向资金持股市值占自由流通市值比例（中信一级行业）	15
图 42: 过去五周北向资金持股市值占比变化	15

图 43: 过去一周北向资金持股市值占比变化 (bp)	15
图 44: 过去五周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)	15
图 45: 过去一周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化 (中信一级行业)	16

表格目录

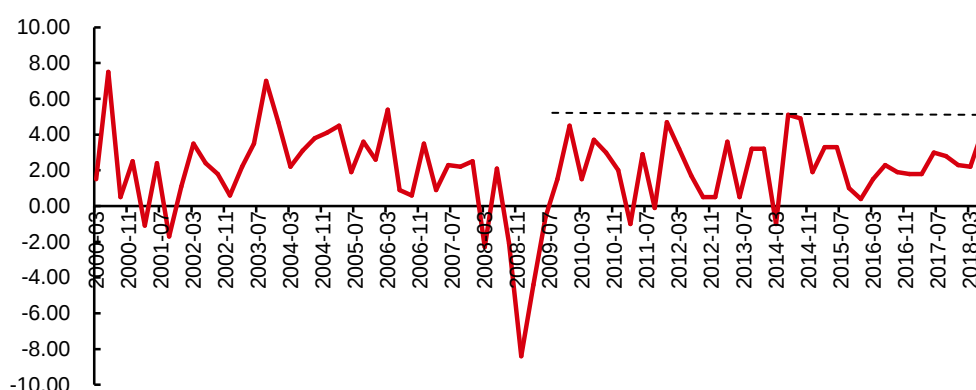
表 1: 恒指与标普 500 的相关系数今年以来 4 次突破 0.6 的水平	5
表 2: 港股 10 月亮马组合	16

海外聚焦

本周美国股市出现了较大幅度的调整，道琼斯工业指数下跌 2.97%、纳斯达克指数下跌 3.78%。我们在 9 月初的海外周策论《负面情绪仍在发酵》中曾提示到美国宏观经济在 2018Q2 已经达到峰值，未来放缓可能性加大，这对于当时处于 10 年牛市繁荣中的美股来说是一个危险的信号。我们认为，随着美国经济见顶在三四季度得到验证，美国股市进一步震荡的情况会更加常见，而这对于香港股市的表现较为负面，投资者需要更加警惕。（在后文“本周观点”的部分我们将较为详细地解读美股和港股的相关关系，以供投资者参考。）

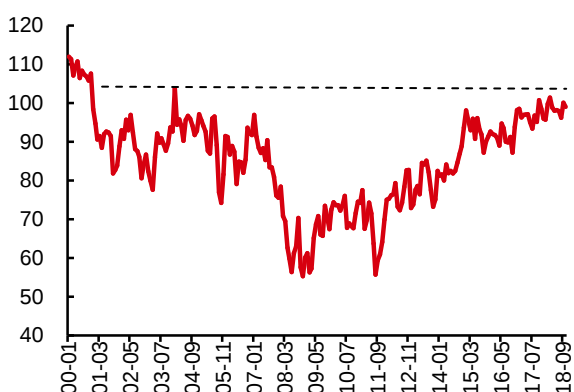
实际上越来越多的宏观数据表明美国经济基本面顶部的到来。根据 Wind 统计数据，美国 GDP 增速（季度不变价、季调）已经从 15Q4 的 0.4% 恢复至 18Q2 的 4.2%，接近 09 年以来每一轮“小周期”的峰值。我们认为以减税刺激消费和政府大规模支出驱动的经济增速面临见顶可能，数据显示包括制造业 PMI、密歇根大学消费者信心指数等经济先行指标已接近历史顶部，更主要的是 2018Q3 以来 CPI 月度同比已达到 2.9% 的水平，经济一定程度的过热使得美联储未来进一步加息的确定性增强。

图 1：美国 GDP 增速（不变价；季调）已经接近 09 年金融危机以来的峰值（单位：%）



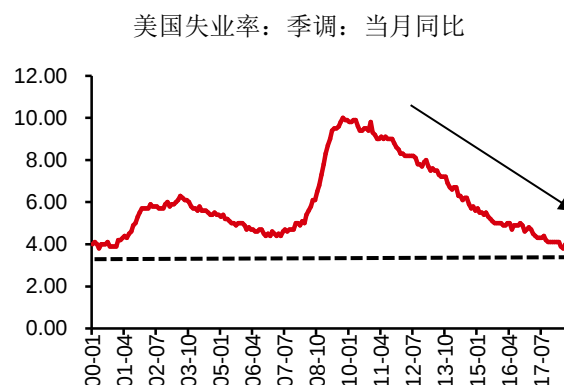
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：密歇根大学消费者信心指数接近 20 年来峰值



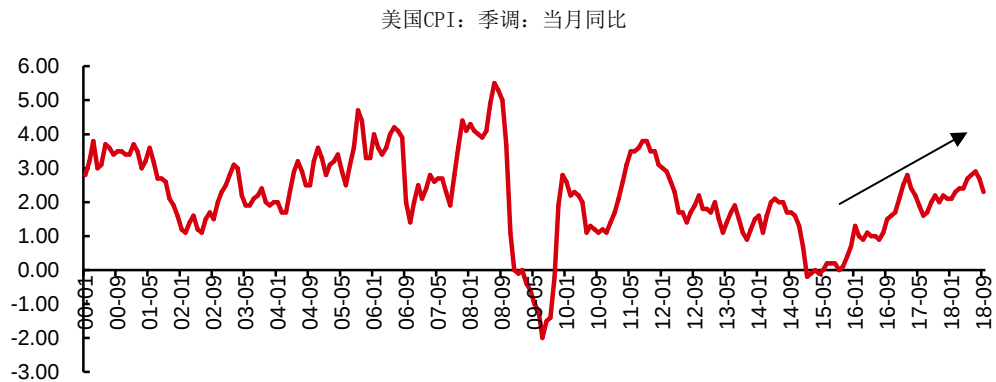
资料来源：Wind；中信证券研究部

图 3：美国失业率已到达历史底部（单位：%）



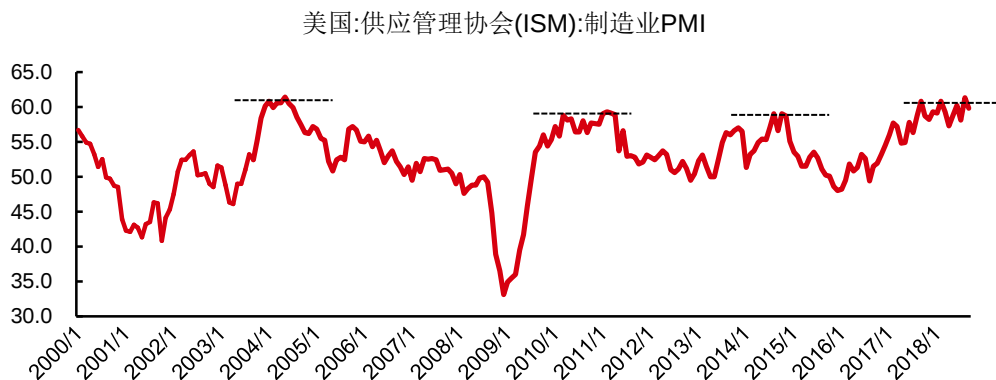
资料来源：Wind；中信证券研究部

图 4：美国经济整体面临通胀压力，美联储进一步加息可能性增大（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：制造业 PMI 以达到近 20 年来历史峰值

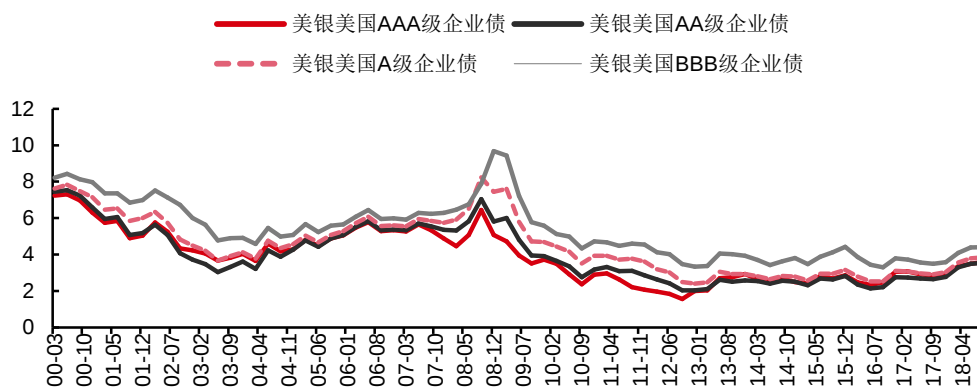


资料来源：Wind，中信证券研究部

宏观经济的放缓进一步反映到上市公司的盈利上。根据 Bloomberg 统计数据，标普 500 指数成分股整体 EPS 增速（12 个月 MA）在 9 月底已放缓至 2.7%，10 月份预测增速为 0.0%。我们认为美股 EPS 自 2016 年以来保持较高增速的原因，除了上市公司基本面一定程度的复苏外，更主要的是公司持续的回购行为，通过减少流通股使得 EPS 保持较高水平，同时又使得公司估值从高位回落，股价得到进一步支撑。支持回购的资金部分来自于低利率环境下的公司债发行，随着美国利率水平正常化，通过发债来回购股票进行 EPS 管理的行为恐将难以为继，美股 EPS 将面临进一步下滑的可能。

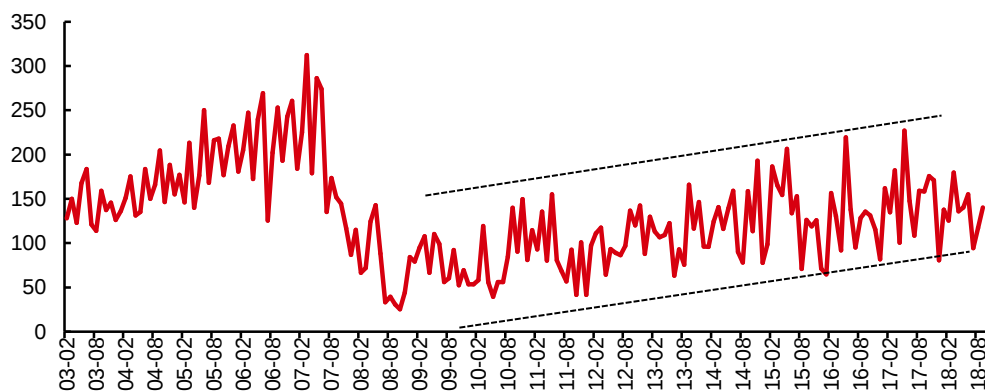
09 年以来，美联储通过降低联邦基准利率以及 QE 的方式降低了企业的融资成本，而这使得企业通过债券进行融资的行为增多，股权融资行为减少。根据美联储的统计，美国企业新发行的债券规模从 2008 年 10 月的 250 亿美元上升至 2018 年 9 月的 1400 亿美元左右；另一方面，美联储统计了本国非金融企业通过权益进行融资的减少值（主要是回购行为），我们可以看到 09Q4-16Q2 非金融企业减少权益融资的规模不断加大，而在美联储加息力度加大之后，这一规模才开始缩小。

图 6：美银美国主要级别债券实际收益率（%）



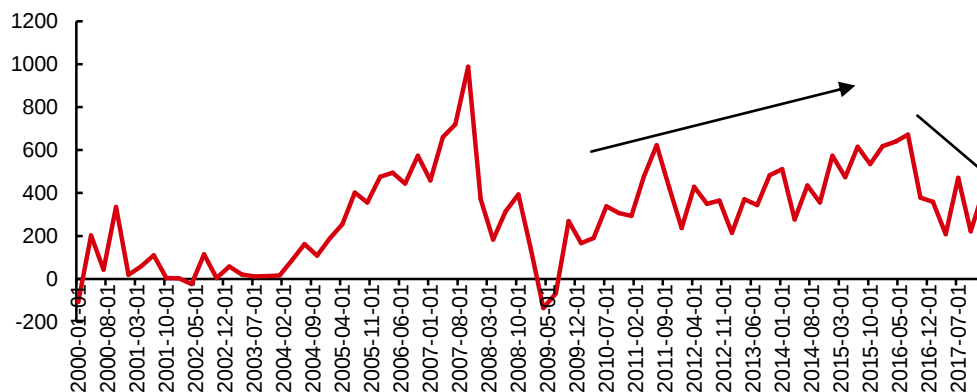
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：美国:新证券发行:美国企业:债券（单位：十亿美元）



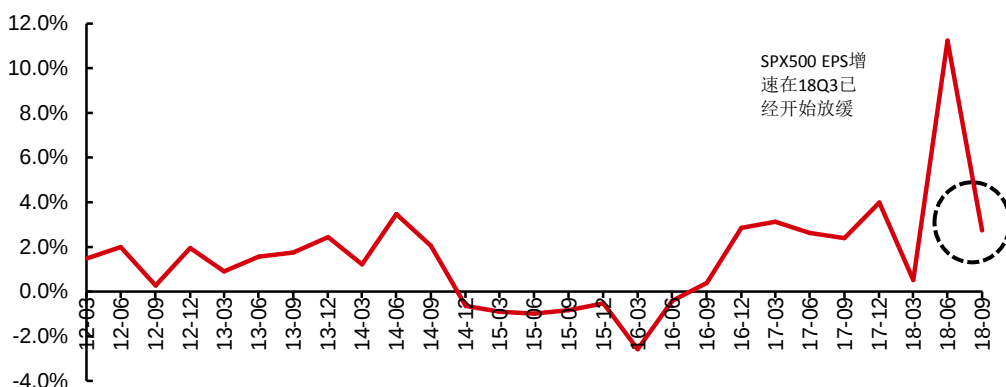
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：非金融企业的公司权益（负债端）净流出规模（季调，单位：十亿美元）



资料来源：Federal Reserve-Financial Accounts of United States, Nonfinancial corporate business; corporate equities; liability, Flow, Millions of Dollars, Quarterly, Seasonally Adjusted Annual Rate, 中信证券研究部

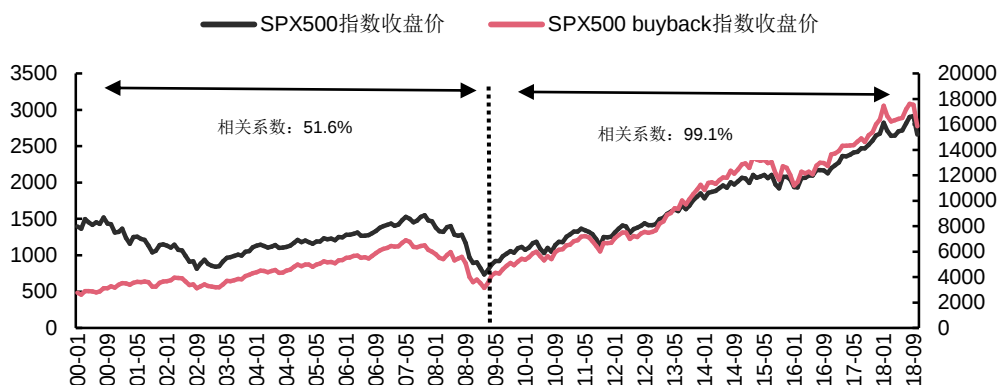
图 9：EPS 增速开始放缓



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

实际上，本轮美股的上涨与上市公司的回购存在密切关系，一旦回购行为减少，美股股价在高位的支撑力度将减弱。SPX500 回购指数（SPX500 buy-back index）统计了标普 500 成分股中回购比例最高的 100 只股票的表现，我们据此计算了 SPX500 指数和 SPX500 回购指数的相关关系的变化，可以发现自 09 年金融危机之后，SPX500 回购指数和 SPX500 本身的相关性增强。

图 10：SPX500 和 SPX500 回购指数相关关系



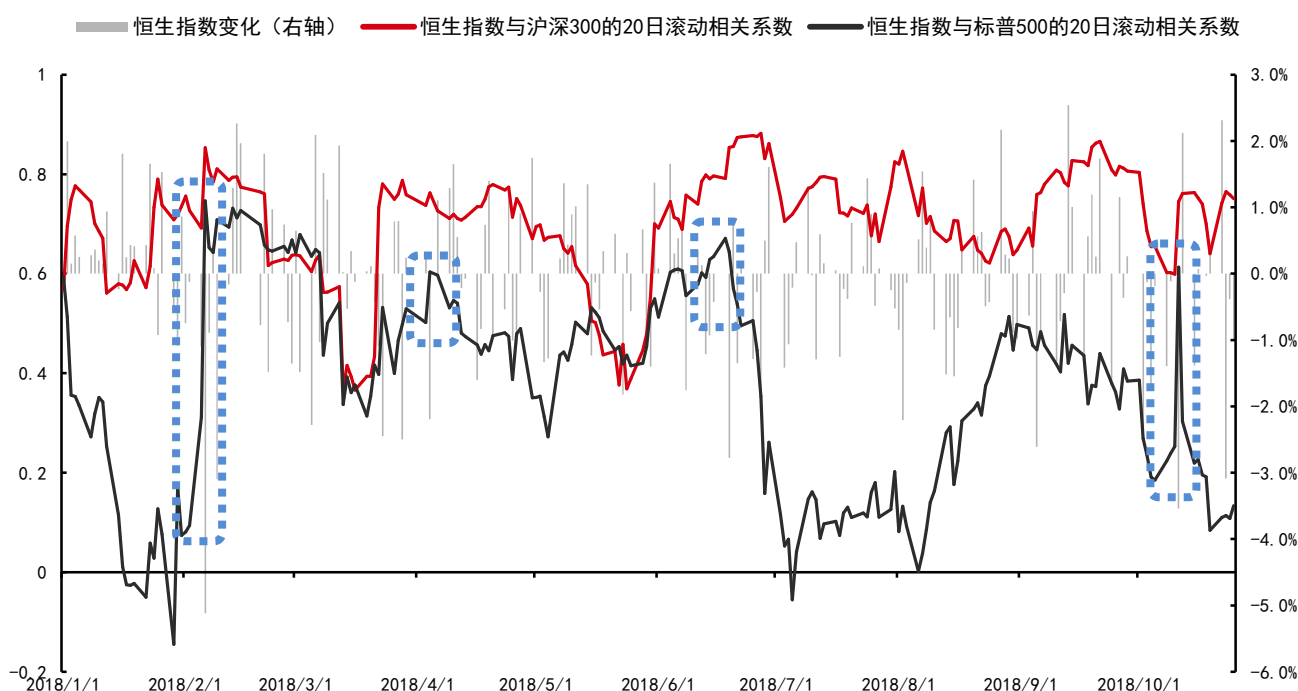
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

■ 本周观点

港股与内地市场的相关性更强

由于港股无需披露三季报，9 月后香港市场处于业绩“真空期”，市场走势很大程度受美股和 A 股市场主导。具体看，互联互通机制建立后，随着南向资金持续流入，内地市场（沪深 300）较美股（标普 500）与港股的相关性从 2017 年中以来有明显上升。年初至今，港股与 A 股、美股的 20 日滚动相关系数的均值分别是 0.70 和 0.37，显示香港市场与 A 股的表现有明显的相关性。

图 11：恒生指数与沪深 300、标普 500 的 20 日滚动相关系数走势比较



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 2018 年 10 月 25 日

但全球共振时与美股的相关性飙升

分时间段看，年初以来，恒指与标普 500 的相关系数共有 4 次突破 0.6 的水平，且每次港股前 5 个交易日都有明显的跌幅，1 月底至 2 月初（标普 500 和恒指分别下跌 7.2% 和 6.2%）以及 10 月初（标普 500 和恒指分别下跌 6.0% 和 5.1%）的全球共振最为明显，显示市场急速下跌情况，港股受美股拖累显著。

表 1：恒指与标普 500 的相关系数今年以来 4 次突破 0.6 的水平

恒生指数 与标普 500 滚动 20 日相关 系数计算 截止日	2018-2-6	2018-4-4	2018-6-18	2018-10-11
截止日相 关系数	0.75	0.60	0.67	0.61
截止日前 5 日港股合 计跌幅	6.2	3.4	2.4	5.1

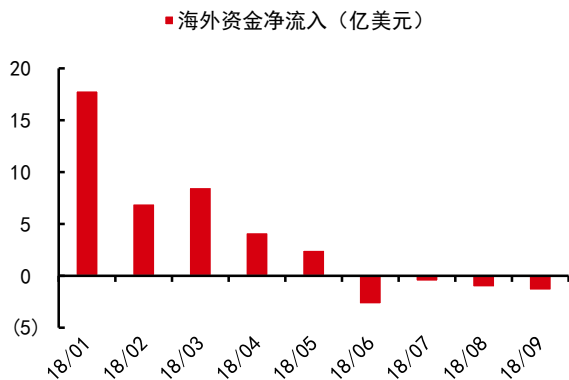
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 2018 年 10 月 25 日

相关性也受资金流向影响

结合资金流动来看，由于全球避险情绪升温、港元贬值，海外资金从 6 月开始持续净流出，港股与美股的相关系数从 6 月 18 日的 0.67 持续下滑，并于 7 月 5 日触及 -0.06，后于 8 月初再次下滑接近 0 的水平。6 月至 7 月，受贸易战持续发酵影响，沪深 300 下跌 7.5%，拖累恒指也下跌 6.2%。而美股未受贸易战干扰，得益于新兴市场资金回流，标普 500 同期上涨 4.1%。总体角度，今年上半年恒指与标普 500 的相关系数均值为 0.43，而 7 月以来均值已下降至 0.31，显示海外资金撤离后，美股对港股的影响已有所减弱。

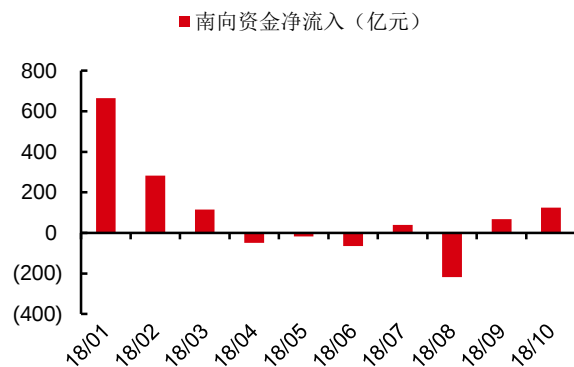
从南向资金角度，5 月和 8 月沪深 300 与恒指的相关性显著下降，同期南向资金均大幅流出，4-5 月合计净流出 66.5 亿元，而 8 月的净流出更是高达 217.6 亿元。而南向资金 9 月开始恢复净流入后，两地市场的相关性快速从 0.6 上升至 0.8 以上的水平，均值达 0.75，内地市场表现再次主导港股投资者情绪。

图 12：年初以来海外资金流向



资料来源：Wind；中信证券研究部

图 13：年初以来南向资金流向



资料来源：Wind；中信证券研究部；注：2018 年 10 月数据为截至 10 月 26 日

结合对于未来“全球流动性收紧、资金回流美国以及南向资金持续净流入”的判断、以及港股离岸市场的属性，预计未来港股走势受 A 股主导的可能性更大。但在发生全球共振、美股大跌的情形下，港股受拖累、跟跌的概率也非常大。

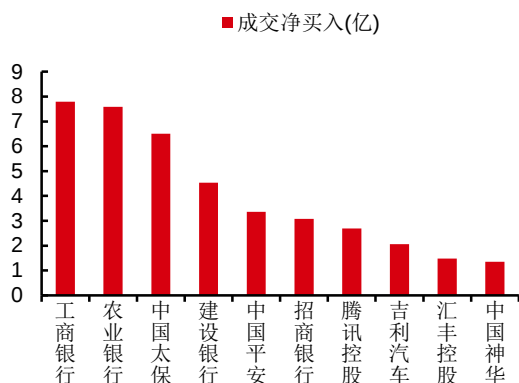
■ 海外如何看内地市场

本周海外投资者密切关注中国政府机构解决 A 股股权质押问题的进展，之前曾普遍担心被迫卖出的问题，但随着相关政策密集出台，投资者情绪已得到缓释。海外投资者认可一些地方政府为当地上市公司股权质押纾困解困的行动，认为这是比较积极的信号。从 EPFR 跟踪的海外资金流动以及北向资金流动来看，本周海外投资资金仍然在增配内地 A 股市场。

■ 南北向资金流动显示金融板块仍是热点

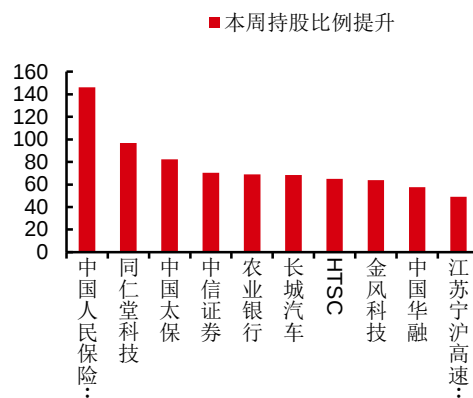
本周南向资金净流入香港市场，金融板块依然受到资金追捧，工商银行、农业银行、中国太保、建设银行受到南向资金青睐。

图 14: 本周南向净买入 Top 10



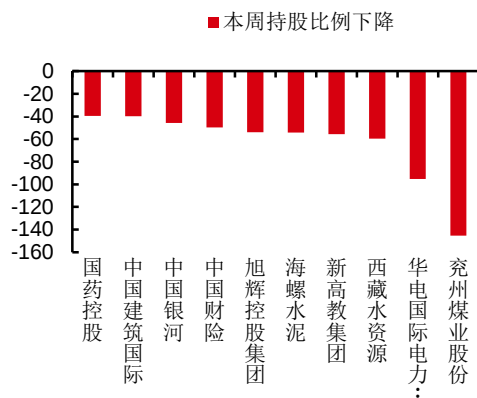
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: 本周南向持股比例上升最快 Top10 (bp)



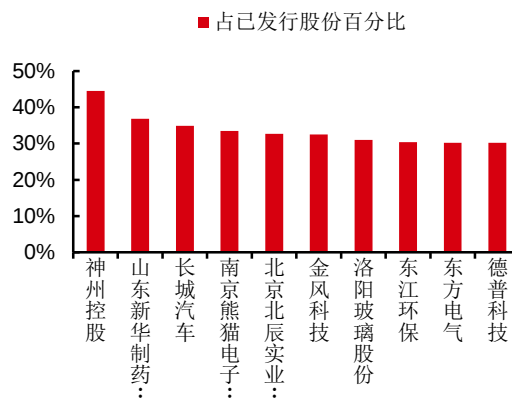
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 本周南向持股比例下降最快 Top10 (bp)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

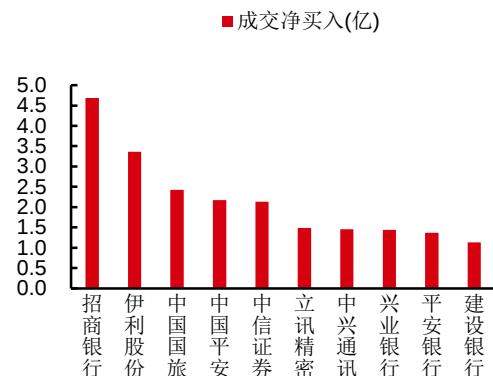
图 17: 累计南向持股比例 Top10



资料来源: Wind, 中信证券研究部

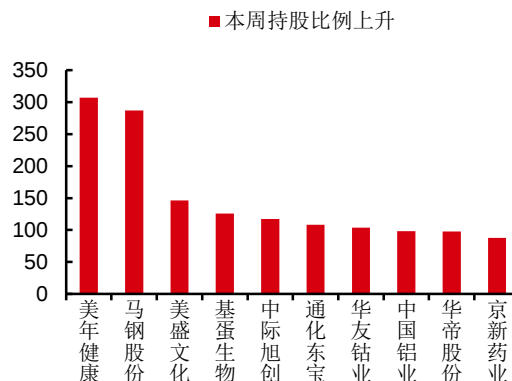
本周北向资金净买入最大的 Top10 个股同样集中银行、保险、证券公司等。

图 18: 本周北向净买入 Top 10



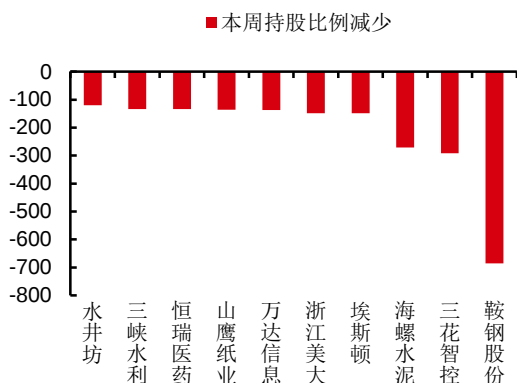
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 本周北向持股比例上升最快 Top10 (bp)



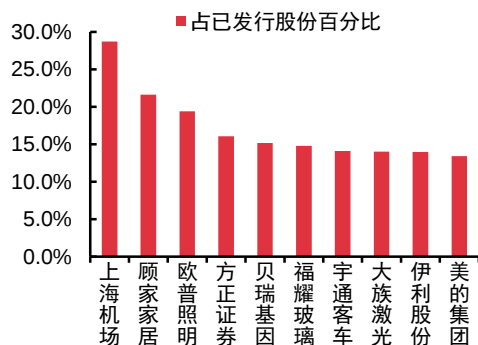
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 20：本周北向持股比例下降最快 Top10 (bp)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：累计北向持股比例 Top10



资料来源：Wind，中信证券研究部

配置建议

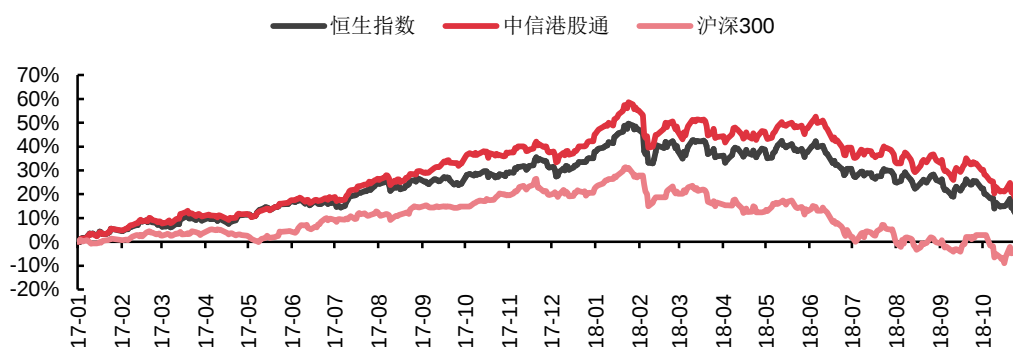
综合分析，由于目前处于数据“真空期”，港股市场情绪受 A 股和美股传导的影响较大。在 A 股仍受股权质押问题的困扰，且此轮美股业绩上行周期估计在 3 季度见顶，以及未来面临高估值和业绩增速大幅放缓的情况下，建议投资者维持偏谨慎观点，关注以下三条主线：

- 短期，关注低估值、且预计将得益于未来基建投资反弹的板块，主要包括建材、建筑和机械相关领域。
- 中长期，消费板块依然有持续增长空间，此轮调整结束后，韧性更强的服务类消费，主要包括教育和医疗等，我们认为仍可长期布局。
- 最后，具备“高分红”属性（具有安全边际）且景气向上的行业，在市场波动加大时具有底仓配置价值，首选火电和银行。

一周海内外市场行情速览

本周，A 股市场整体小幅反弹，港股继续下行。港股市场，恒生指数下跌 3.30%。A 股市场下跌更为严重，其中上证综指上涨 1.90%，深圳成指涨 1.58%，沪深 300 涨 1.23%。海外市场方面，受美股科技股暴跌影响，道琼斯工业指数下跌 2.97%、纳斯达克指数下跌 3.78%，欧洲主要指数均表现不佳。

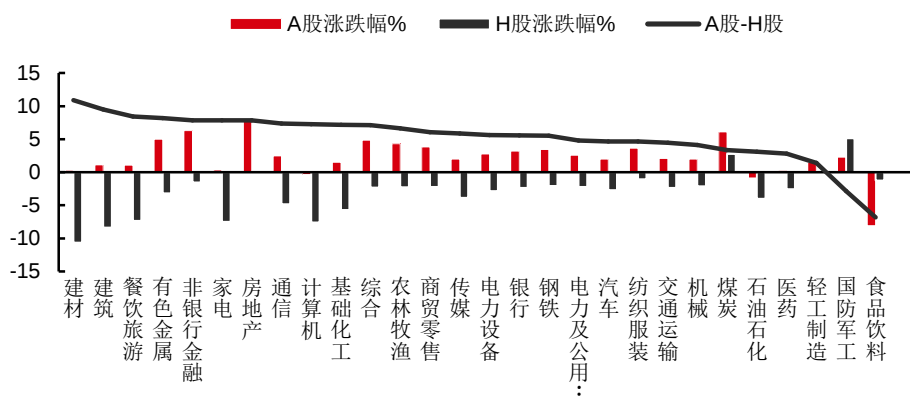
图 22：恒生 vs 沪深 300 行情表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

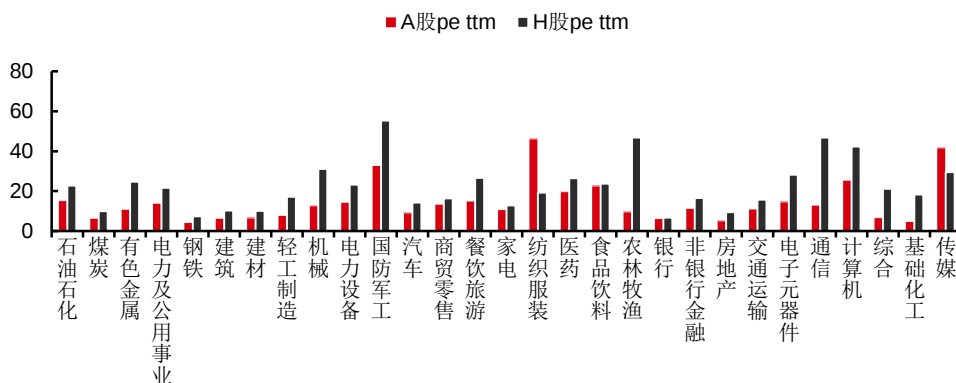
行业涨跌方面，本周港股大部分行业翻绿，A 股则大部分行业翻红。港股市场，除国防（+5.12%）、煤炭（+2.75%）出现上涨之外，其余行业基本为下跌行情，其中电子元器件（-13.44%）、建材（-10.63%）领跌。A 股方面，房地产（+7.92%）受房贷利率出现拐点影响普遍大涨，此外券商股带领非银板块上涨 6.29%。

图 23：过去一周 AH 行业涨跌对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：最新 AH 行业估值对比



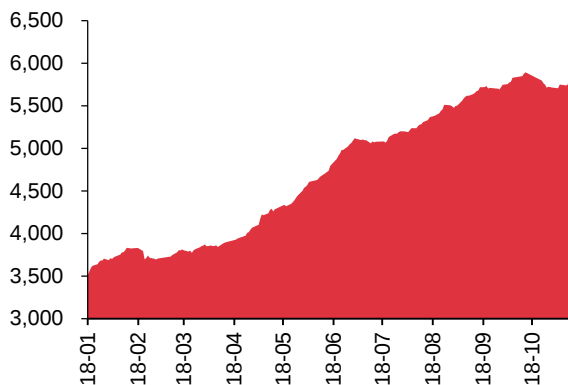
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 南向本周保持净流入，北向资金继续净流出

截至周五（10月26日），今年北向资金共流入 2223.96 亿元，累计流入 5699.12 亿元。从高频数据来看，本周北向资金再次出现净流出，达 49.11 亿元，其中沪股通流出 8.82 亿元，深股通流入 7.83 亿元。

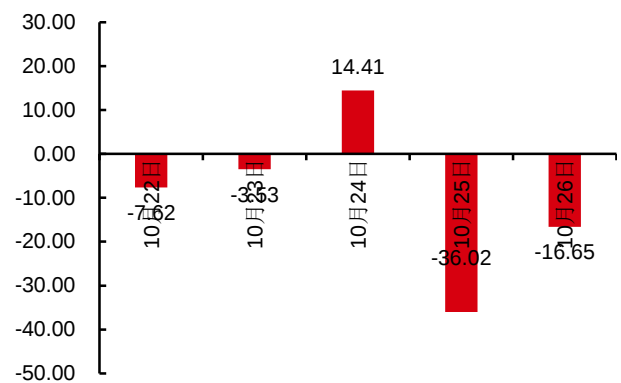
今年南向资金共流入 944.08 元，已累计流入 7259.19 亿元。从高频数据来看，本周资金继续保持净流入香港市场的趋势，净流入额达 47.79 亿元。

图 25：年初至今北向资金累计流入量（亿元）



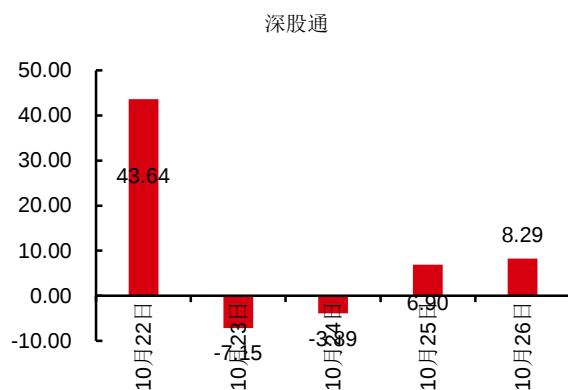
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：过去五周北向资金流入量（亿元）



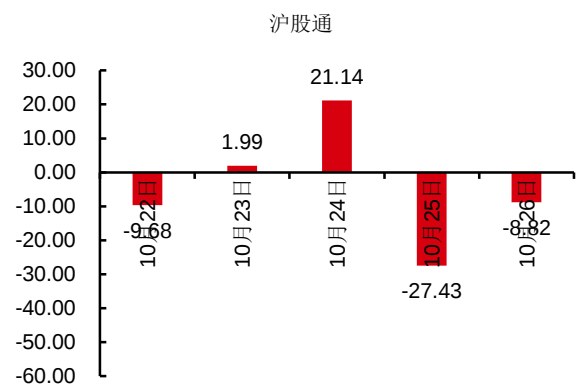
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：过去五周沪股通流入资金量（亿元）



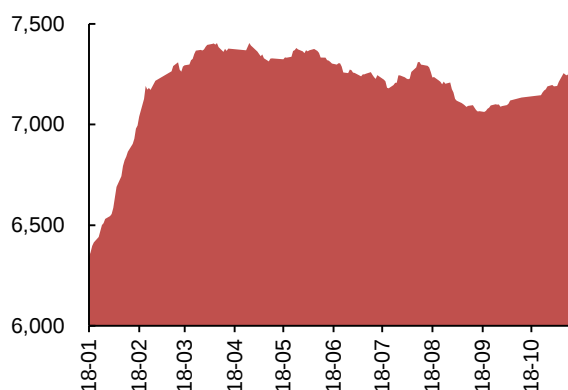
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：过去五周深股通流入资金量（亿元）



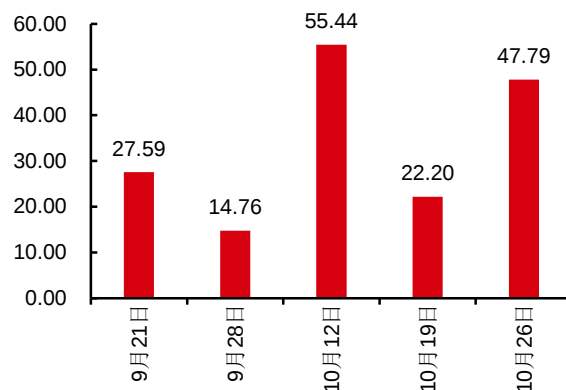
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：年初至今南向资金累计流入量（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

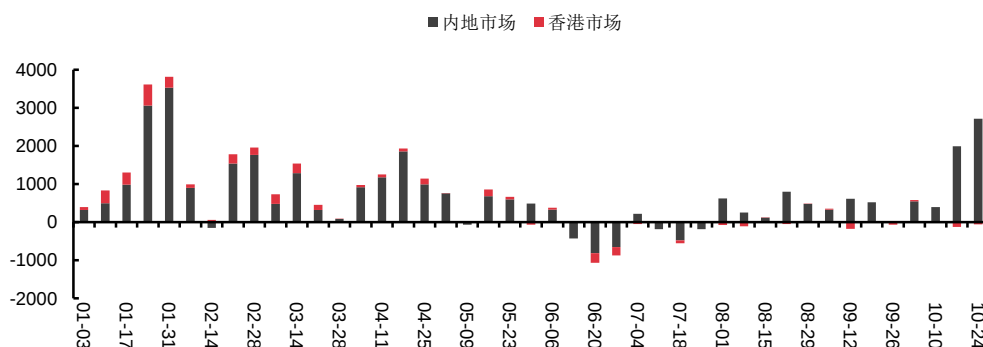
图 30：过去五周南向资金流入量（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从 EPFR 跟踪数据来看，本周海外资金仍然在增配中国内地市场。10月17日-10月24日海外资金流入中国内地市场股票型基金规模为 27.16 亿美元，连续十三周净流入，较上周净流入规模进一步扩大，香港市场则流出 5875 万美元，较上周净流出规模有所缩小。本周中国内地和香港合计净流入 26.57 亿美元

图 31：年初至今流入中国内地和香港股票市场资金（百万美元）



资料来源：EPFR，中信证券研究部

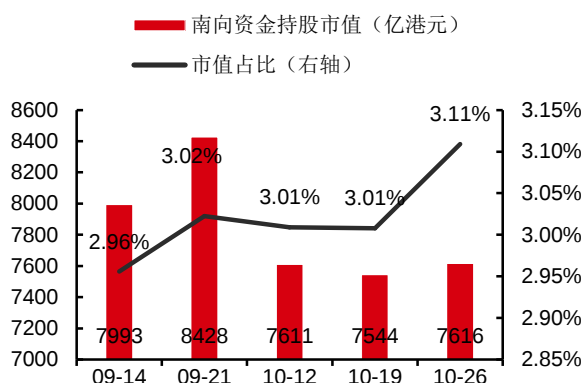
■ 南北向资金持股市值变化情况

截至 10 月 26 日，南向资金持股市值达 7616 亿港元¹（环比+1.0%），本周南向资金保持净流入（+47.79 亿人民币），且南向持股市值较上周环比回升；持股市值占港股通股票池全样本自由流通市值（以下简称“南向持股市值占比”）的 3.11%（环比+10bp）。

北向资金方面系统持股市值达 6219 亿人民币（环比-2.3%），本周北向资金持股市值继续下降；持股市值占陆股通股票池全样本自由流通市值²（以下简称“北向持股市值占比”）的 4.47%（同比-18bps）。

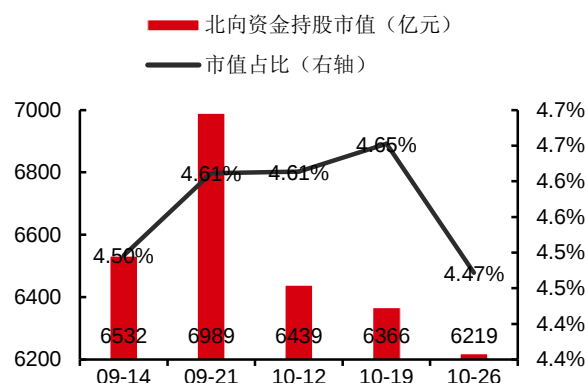
¹剔除非陆股通股票池的持股市值部分。

图 32：过去五周南向资金持股市值变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：过去五周北向资金持股市值变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

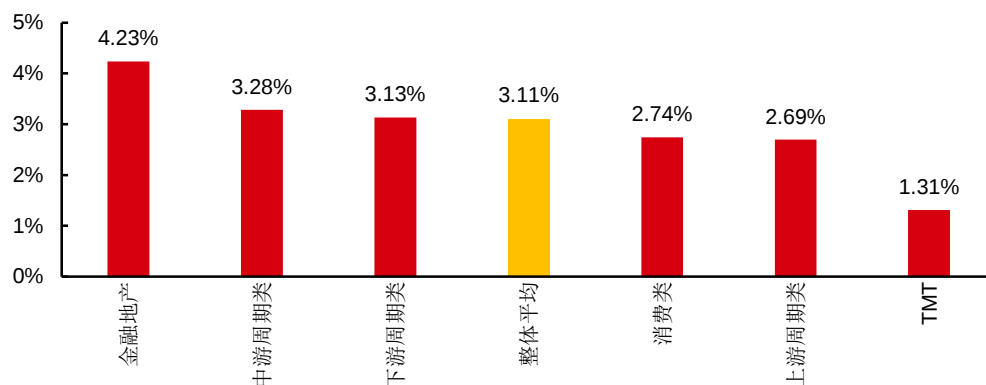
南北向资金持股变化详解

南向资金

大类板块方面，我们以港股通股票池为全样本，根据中信 28 个一级行业（剔除“综合”）和以下分类方式划分大类板块，统计自成立以来各板块系统持股市值的变化规律。

截至 10 月 26 日，从绝对持有量和相对持有量来看，南向持股整体结构未发生改变。

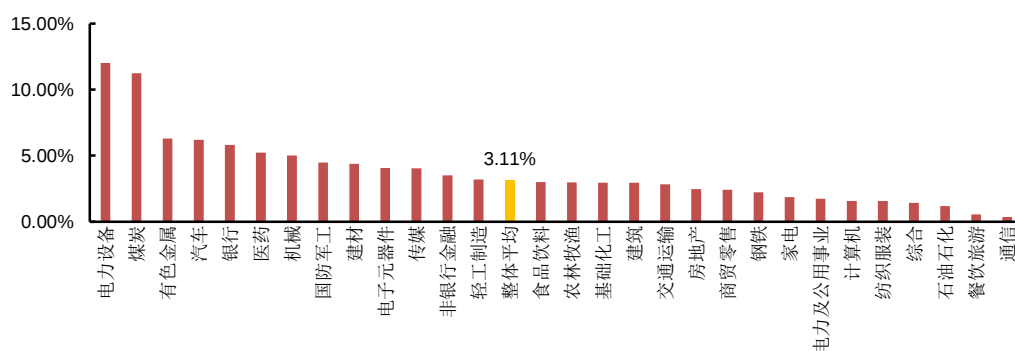
图 34：南向资金持股市值占自由流通市值比例（大类板块）



资料来源：Wind，中信证券研究部

²自由流通股市值（自由流通股本*股价）：（流通股本—其他扣除数）*股价，其他扣除数主要包括：1. 持股≥5%的大股东持有的流通股份；2. 持股<5%的股东持有的流通股份，考虑一致行动人（即和≥5%股东有关联关系或者虽然持股<5%，但关联方累计≥5%）；3. 前 10 大股东或前 10 大流通股股东中公布的高管持股数，一般全流通情况下扣除 75%，（因为公司法规定高管每年实际可流通的不超过其持股数的 25%，其他情况视上市公司具体公布情况）；***以上不包含基金、基金管理公司、社保基金、保险公司、财务公司、企业年金、券商、券商集合理财、信托公司、银行等金融机构。

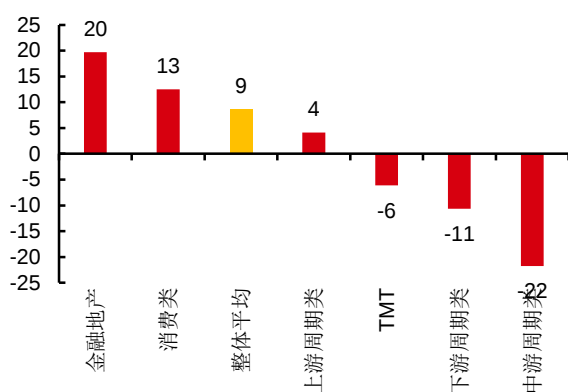
图 35：南向资金持股市值占自由流通市值比例（中信一级行业）



资料来源：Wind，中信证券研究部

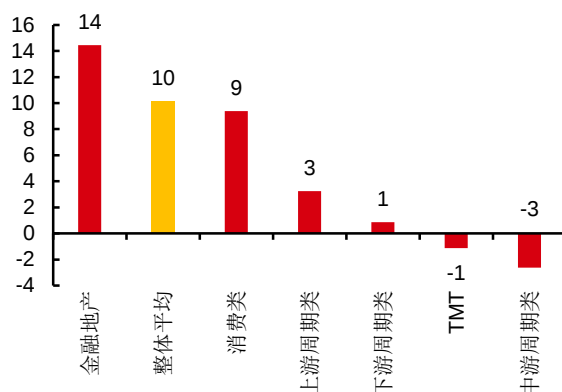
过去五周，南向持股市值占比在过去五周上升 9bp。分大类板块来看，南向资金增配金融地产（+20bp）和消费（+13bp），但大幅减配中游周期类（-22bp）。具体到一级行业，商贸零售（+96bp）、汽车（+51bp）、传媒（+47bp）、非银行金融（+45bp）增配明显，而钢铁（-37bp）、建材（-35bp）等受到资金减配。与近一周相比，商贸零售（+86bp）、非银行金融（+40bp）增配非常明显。

图 36：过去五周南向资金持股市值占比变化（单位：bp）



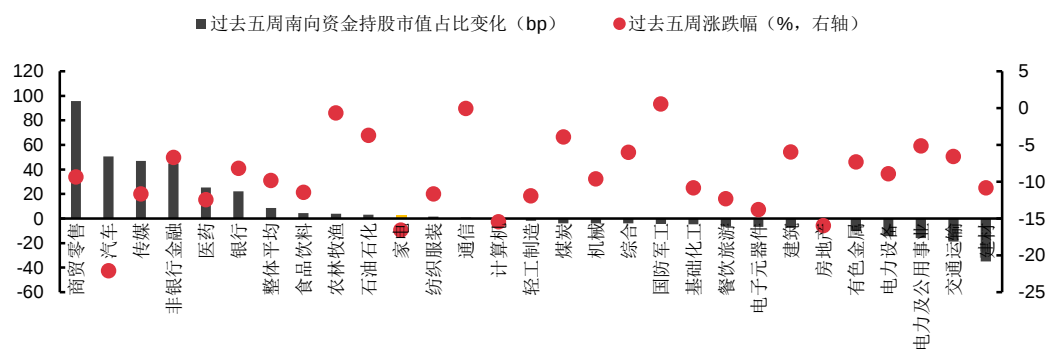
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：过去一周南向资金持股市值占比变化（单位：bp）



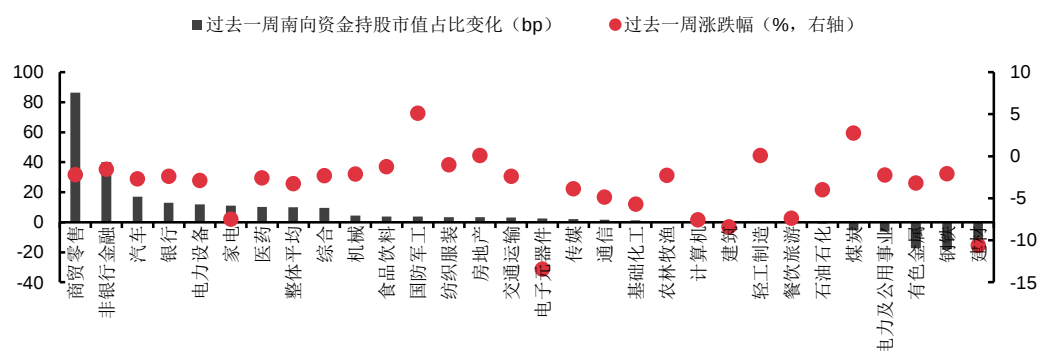
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：过去五周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：过去一周南向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）

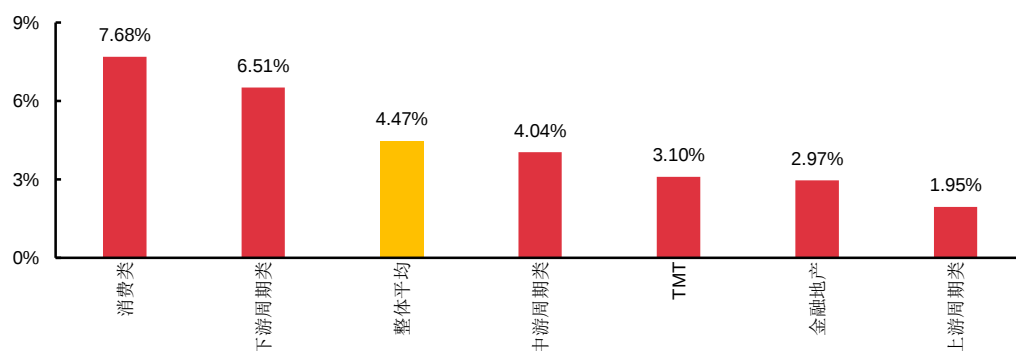


资料来源：Wind，中信证券研究部

北向资金

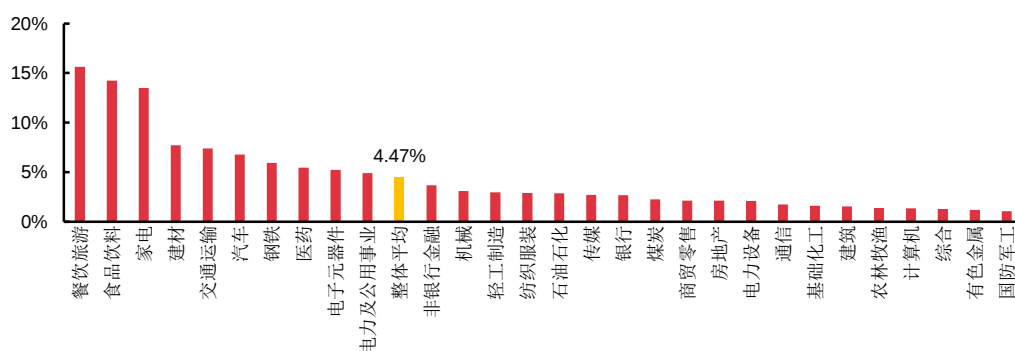
截至 10 月 26 日，从绝对持有量来看和相对持有量来看，北向资金主要的配置逻辑未发生改变。

图 40：北向资金持股市值占自由流通市值比例（大类板块）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：北向资金持股市值占自由流通市值比例（中信一级行业）

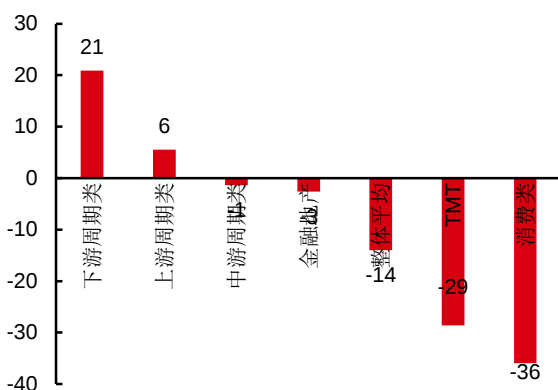


资料来源：Wind，中信证券研究部

从过去五周维度来看，持股市值占比整体下降 14bp。分大类板块来看，过去五周北向资金主要关注下游周期类（+21bp）、上游周期类（+6bp），而消费类（-36bp）、TMT（-29bp）则受到减持。具体到中信一级行业层面，过去五周，电力及公用事业（+37bp）持股比例提升明显，而食品饮料（-66bp）和电子（-98bp）继续被减持。

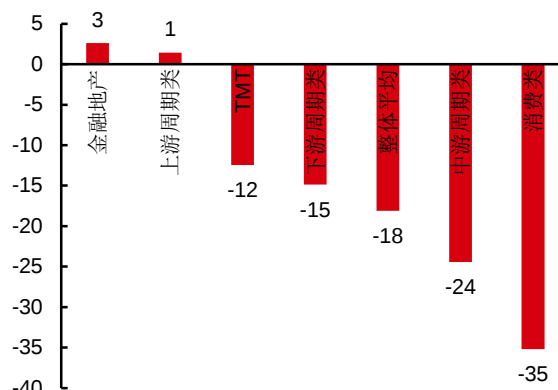
从近一周维度来看，北向持股市值占比下降 18bp，大部分板块持股市值占比出现了下降，包括上周增持幅度较大的建材行业，本周也出现了减持（-146bp）

图 42：过去五周北向资金持股市值占比变化（bp）



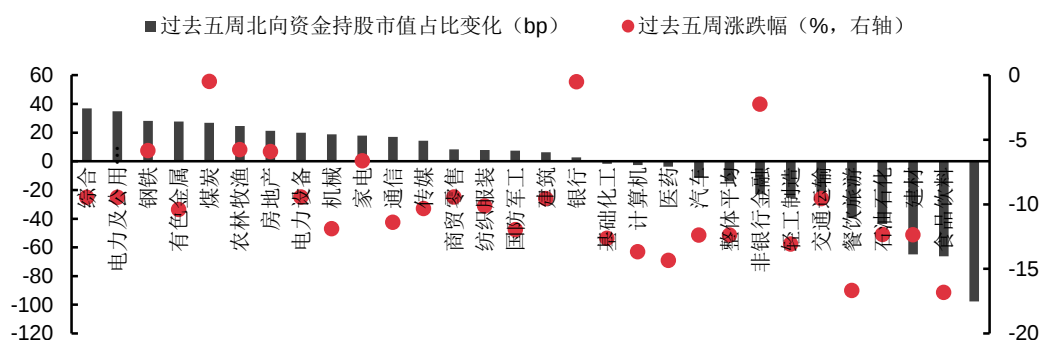
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：过去一周北向资金持股市值占比变化（bp）



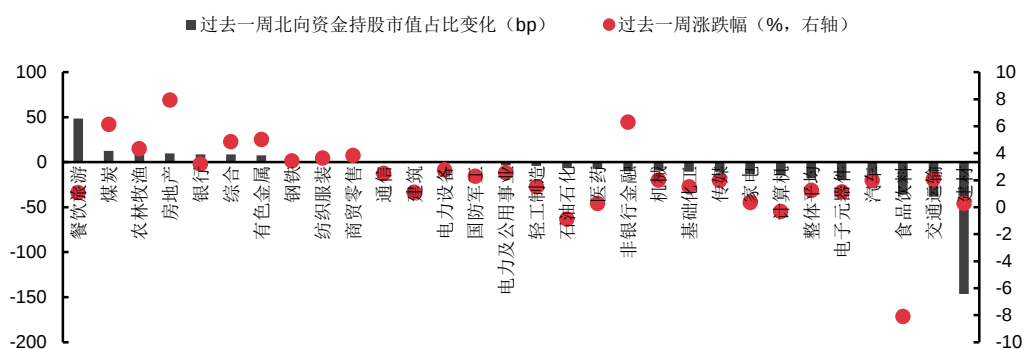
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：过去五周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：过去一周北向资金持股市值占自由流通市值比例变化（中信一级行业）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 港股月度亮马组合

表 2：港股 10 月亮马组合

证券代码	证券简称	最新价格	EPS（港元）			P/E（倍）		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
00005.HK	汇丰控股	60.50	3.77	4.81	5.38	16.05	12.58	11.25
00836.HK	华润电力	12.76	0.97	1.41	1.60	13.15	9.05	7.98
02883.HK	中海油田服务	7.16	-	0.32	0.41	-	22.38	17.46
01157.HK	中联重科	2.64	0.22	0.24	0.31	12.00	11.00	8.52
06098.HK	碧桂园服务	10.46	0.18	0.37	0.50	58.11	28.27	20.92
01766.HK	中国中车	6.79	0.44	0.47	0.53	15.43	14.45	12.81
01928.HK	金沙中国有限公司	30.40	1.55	2.20	2.46	19.61	13.82	12.36
02779.HK	中国新华教育	2.07	0.13	0.17	0.21	15.92	12.18	9.86
03311.HK	中国建筑国际	5.72	1.19	1.34	1.67	4.81	4.27	3.43
00966.HK	中国太平	25.95	0.29	0.39	0.49	89.48	66.54	52.96

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价更新至 2018 年 10 月 26 日，EPS 换算成港元。汇丰控股、华润电力、中联重科为 Wind 一致预期，其余为中信证券研究部预测

■ 风险因素

1. 中美贸易摩擦大幅升级，严重影响出口主导型企业；
2. 人民币对美元大幅贬值。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。