證監會與金管局關於銷售非交易所買賣投資產品的聯合調查 2025

2026 年 9 月

SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

目錄

I. 背景 **3**

II. 範圍 **3**

III. 主要調查結果 **4**

IV. 詳細的調查結果 **6**

A. 銷售及市場參與度持續創下歷史新高 **6**

B. 固定收益、貨幣及商品相關的產品推動投資者活動和市場增長 **12**

C. 股票掛鈎產品帶動結構性產品增長 **18**

D. 數字形式分銷持續受到追捧 **20**

E. 其他調查結果 **21**

附錄：2020 年至 2025 年年度數據 **22**

I. 背景

1. 證券及期貨事務監察委員會（**證監會**）與香港金融管理局（**金管局**）就持牌法團和註冊機構向非專業投資者客戶、個人專業投資者[1]及部分法團專業投資者（即有關中介機構不獲寬免而須遵守為該等投資者提供合理適當建議的責任）[2]進行的非交易所買賣投資產品銷售活動展開年度聯合調查。調查涵蓋在 2025 年 1 月 1 日至 12 月 31 日期間（**匯報期**）的投資產品銷售情況。

2. 調查旨在收集有關銷售投資產品的種類及金額資料。所收集的資料有助證監會及金管局更清楚了解市場趨勢，識別中介機構從事銷售活動所涉及的風險，以及協調兩家監管機構就共同關注的範疇作出對策。我們相信有關資料對市場參與者亦有幫助。

II. 範圍

3. 調查的範圍涵蓋在持牌法團或註冊機構，或其香港境外關聯公司開立了帳戶，以及在香港獲持牌代表（就持牌法團而言）或有關人士（就註冊機構而言）銷售投資產品的投資者所進行的交易，不論該等交易是在何處記帳。中介機構向機構專業投資者及法團專業投資者（若有關中介機構已獲寬免而無須遵守為該等投資者提供合理適當建議的責任）作出的銷售，則不屬於是次調查的範圍。

4. 調查涵蓋非交易所買賣投資產品（例如集體投資計劃、債務證券、結構性產品、掉期及回購交易）的銷售情況，而不涵蓋屬非結構性產品的槓桿式外匯交易產品、保險產品、強制性公積金、集資退休基金、交易所買賣基金、期貨合約、上市證券、交易所買賣衍生工具、紙黃金計劃及存款證。《證券及期貨條例》（第 571 章）附表 1 第 1 部第 1 條所界定的認可財務機構所發行並由註冊機構所銷售的貨幣掛鈎票據、利率掛鈎票據以及貨幣及利率掛鈎票據亦不屬於是次調查的範圍。

5. 在匯報期內，總交易額達 10 億元或以上的持牌法團以及 300 億元或以上的註冊機構（統稱為**大型公司**），均需提供所銷售投資產品的進一步詳情，例如按投資者類型劃分的交易額，及按交易額計算首五大投資產品的詳情。

6. 我們向 2,611 家（包括 2,502 家持牌法團及 109 家註冊機構）就第 1 類（證券交易）及／或第 4 類（就證券提供意見）受規管活動獲發牌或註冊的公司發出調查問卷，其回覆率超過 99%（**受訪公司**）。共有 385 家持牌法團及 67 家註冊機構（2024 年：349 家持牌法團及 65 家註冊機構）呈報在匯報期內，曾向投資者銷售投資產品。這些公司包括零售、私人和企業銀行、投資顧問、證券經紀行及國際金融集團。就是次調查而言，這些公司中有 106 家持牌法團和 22 家註冊機構（2024 年：81 家持牌法團及 20 家註冊機構）被視為大型公司，佔所有公司總交易額的 97%（2024 年：96%）。

---

[1] 《證券及期貨（專業投資者）規則》（第 571D 章）（**《專業投資者規則》**）第 5 條所指的個人。

[2] 《專業投資者規則》第 4、6 及 7 條所指的信託法團、法團或合夥；若中介機構已獲寬免而無須遵守《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第 15.4 段中有關為客戶提供合理適當建議的責任，有關法團專業投資者便不包括在是次調查的範圍內。

III. 主要調查結果

本節載述調查的主要調查結果。進一步詳情載於本報告第 IV 部分，而相關的 2020 年至 2025 年年度數據則載於附錄。

A. 銷售及市場參與度持續創下歷史新高

7. **非交易所買賣投資產品的銷售在 2025 年創下歷史新高。**受訪公司呈報的總交易額[3]按年上升 63%至 9.9 萬億元，反映在利好的市況下投資者參與度強勁。持牌法團及註冊機構分別佔總交易額的 38%及 62%。約一半受訪公司在 2025 年的銷售增加了一倍以上。首 20 家公司繼續主導總銷售額，佔總交易額的 77%。

8. **集體投資計劃及結構性產品是交易增長的主要推動力。**集體投資計劃的銷售按年增加 85%至 4.1 萬億元，而結構性產品的銷售按年增加 53%至 3.9 萬億元。這兩類產品合共佔年內總交易活動超過 80%。

9. **市場及投資者的參與度進一步擴大至歷史新高。**在 2025 年，從事投資產品分銷的公司數目上升 9%至 452 家，而大型公司數目則上升 27%至 128 家。投資者參與度亦顯著擴大，完成至少一項交易的客戶數目增加 33%至超過 160 萬名。這些發展顯示客戶參與度進一步提升，以及市場分銷活動範圍持續擴大。

B. 固定收益、貨幣及商品相關的產品推動投資者活動和市場增長

10. **投資者在 2025 年繼續將資金大幅投放於固定收益、貨幣及商品相關的產品。**儘管風險胃納改善且股市表現強勁，但各類固定收益、貨幣及商品相關的產品（包括貨幣市場基金、債券基金、債務證券、貨幣掛鈎和商品掛鈎結構性產品、貨幣掉期等）需求依然殷切。對這些產品的持續需求，凸顯了固定收益、現金管理、貨幣相關和商品相關策略在投資者資產配置方面的長期重要性。

11. **對流動性管理工具的需求達到前所未有的水平。**集體投資計劃的銷售在 2025 年按年增加 85%至 4.1 萬億元的歷史新高，因而自本調查於 2020 年展開以來，首次成為受訪公司銷售額最高的產品種類。尤其是，貨幣市場基金佔大型公司呈報的首五大集體投資計劃銷售的 88%，凸顯了現金管理策略在投資者投資組合中的持續重要性。

12. **投資者在 2025 年繼續追捧優質固定收益資產。**雖然債務證券銷售較 2024 年所呈報的高位略為回落，但仍較 2022 年高 43%，達 9,290 億元。過去三年的增長主要由主權債券[4]及投資級別公司債券所帶動，分別增長 138%及 43%。在 2025 年，中國內地相關發行商佔首五大公司債券交易[5]的最大份額，而香港政府債券仍然是主權債券活動的重要組成部分，凸顯了中國內地及香港固定收益市場對投資者的持續吸引力。

---

[3] 交易額是指投資者就投資產品已付或應付的總額。就結構性產品及衍生工具產品而言，交易額是指在銷售時合約所承擔最高風險的金額。受訪公司只需匯報單邊交易，例如在轉換交易時只將買盤所涉及的金額列作交易額，而滾轉、贖回及平倉的交易額則無需匯報。

[4] 就本調查而言，這包括由國家政府、中央政府、其他政府、市政府、省政府、中央銀行、政府相關機構、多邊開發銀行（例如世界銀行）等所發行的債券。

[5] 這是指各大型公司按交易額所呈報的首五大投資級別、非投資級別和不獲評級的公司債券。

C. 股票掛鈎產品帶動結構性產品增長

13. **2025 年市場情緒持續改善，帶動對股票掛鈎結構性產品需求強勁。**在 2025 年，結構性產品銷售按年上升 53%至 3.9 萬億元的歷史新高，當中股票掛鈎產品仍然是主導種類。股票掛鈎產品銷售上升 58%至 2.7 萬億元，佔所有結構性產品交易的 70%。在大型公司呈報的首五大結構性產品銷售中，科技、互聯網及汽車行業的相關股票合共佔超過 80%。

D. 數字形式分銷持續受到追捧

14. **在 2025 年，網上渠道在投資產品分銷的佔比持續上升。**透過網上平台分銷投資產品的受訪公司數目增加 17%至 122 家，而網上銷售則佔總交易活動的 21%，高於 2024 年的 17%，延續了長期升勢。集體投資計劃仍然是網上銷售的主導產品種類，佔網上銷售額的 84%，而集體投資計劃投資者透過網上平台進行交易的比例則由 2024 年的 78%增至 83%。這些發展凸顯了投資產品分銷持續數字化，進一步拓寬投資者接觸投資產品的渠道。

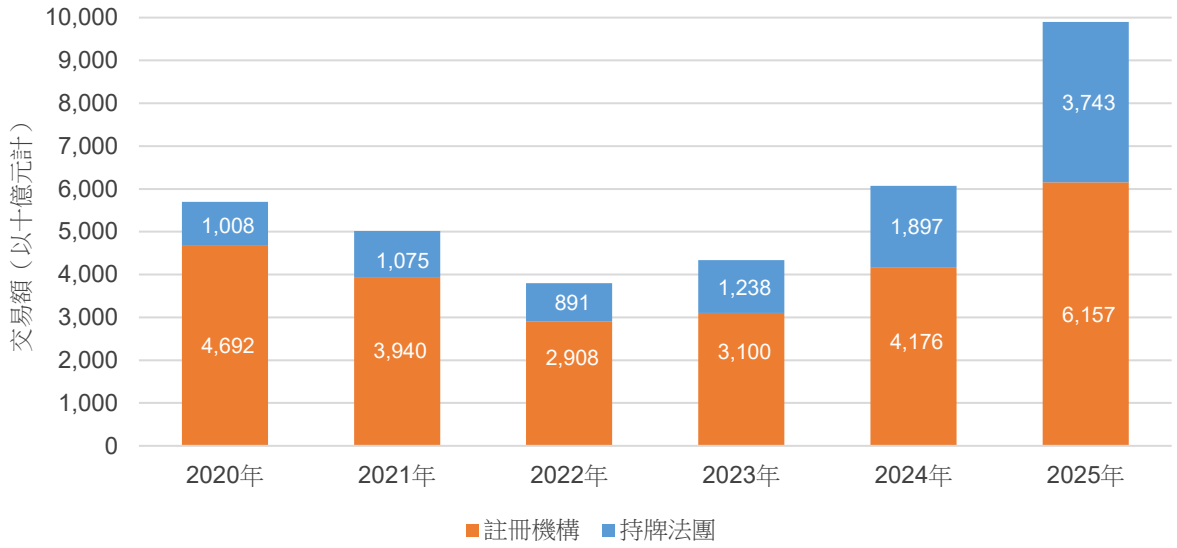
IV. 詳細的調查結果

A. 銷售及市場參與度持續創下歷史新高

非交易所買賣投資產品的銷售在 2025 年創下歷史新高

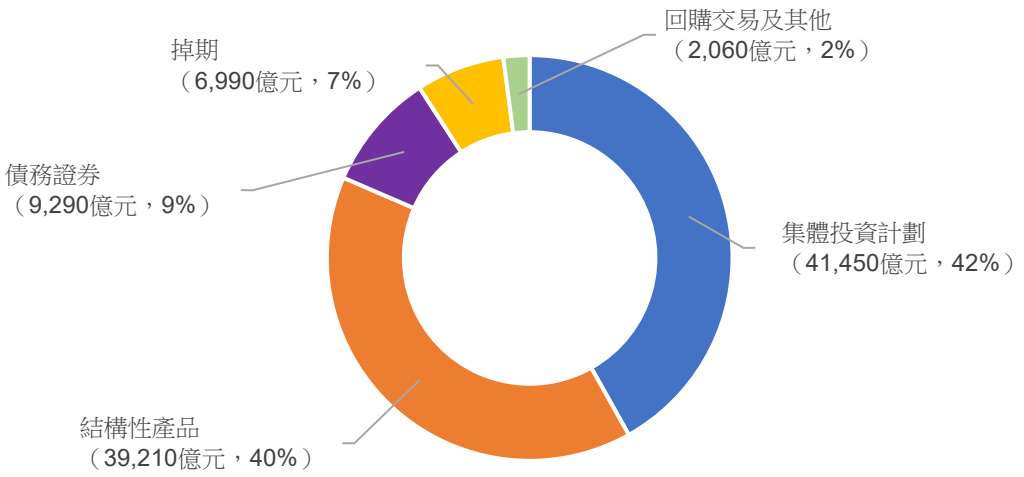
15. 在 2025 年，產品銷售超越過往紀錄，創下歷史新高。受訪公司呈報的總交易額於 2025 年增加 63%至 9.9 萬億元，當中持牌法團佔 3.7 萬億元或 38%（2024 年：1.9 萬億元或 31%），而註冊機構則佔 6.2 萬億元或 62%（2024 年：4.2 萬億元或 69%）。年內，約 75%[6]的受訪公司的交易額錄得按年增長，而 47%[6]的受訪公司更錄得一倍以上的增幅。

圖1：總交易額（2020年至2025年）



16. 按交易額計算，集體投資計劃（4.1 萬億元，佔 42%）在匯報期內是持牌法團及註冊機構銷售最多的產品種類，其次是結構性產品（3.9 萬億元，佔 40%）及債務證券（9,290 億元，佔 9%）。

圖2：各類產品的總交易額（2025年）



[6] 此數字不包括在匯報期內新領證監會牌照或新獲金管局註冊的受訪公司。

17. 非認可產品[7]佔總交易額的 70%（2024 年：76%）；在該等產品的銷售中，結構性產品佔 54%，集體投資計劃佔 20%。認可產品[8]則佔其餘 30%（2024 年：24%），當中 94%屬集體投資計劃。

18. 大部分客戶[9]就集體投資計劃（2025 年：1,241,333 名；2024 年：793,794 名）和債務證券（2025 年：385,718 名；2024 年：475,301 名）進行交易。約 89%（2024 年：85%）的持牌法團客戶投資於集體投資計劃，而註冊機構客戶分別有 55%（2024 年：41%）和 34%（2024 年：50%）投資於集體投資計劃和債務證券。

表 1

產品種類	交易額和參與的客戶數目^（2025 年）						
	認可產品		非認可產品		總額		
					交易額		
	交易額（以十億元計）	參與的客戶數目	交易額（以十億元計）	參與的客戶數目	以十億元計	佔總額的百分比	參與的客戶數目
集體投資計劃							
- 持牌法團	1,848	722,213	266	13,488	2,114	21.4%	735,701
- 註冊機構	934	484,000	1,097	21,632	2,031	20.5%	505,632
小計	**2,782**	**1,206,213**	**1,363**	**35,120**	**4,145**	**41.9%**	**1,241,333**
債務證券							
- 持牌法團	-	-	487	70,383	487	4.9%	70,383
- 註冊機構	-	-	442	315,335	442	4.5%	315,335
小計	**-**	**-**	**929**	**385,718**	**929**	**9.4%**	**385,718**
結構性產品							
- 持牌法團	7	2,629	959	17,461	966	9.8%	20,090
- 註冊機構	175	45,951	2,780	54,608	2,955	29.8%	100,559
小計	**182**	**48,580**	**3,739**	**72,069**	**3,921**	**39.6%**	**120,649**
掉期							
- 持牌法團	-	-	132	255	132	1.3%	255
- 註冊機構	-	-	567	775	567	5.7%	775
小計	**-**	**-**	**699**	**1,030**	**699**	**7.0%**	**1,030**
回購交易及其他							
- 持牌法團	-	-	44	808	44	0.4%	808
- 註冊機構	-	-	162	229	162	1.7%	229
小計	**-**	**-**	**206**	**1,037**	**206**	**2.1%**	**1,037**
上述所有產品							
- 持牌法團	**1,855**	**724,842**	**1,888**	**102,395**	**3,743**	**37.8%**	**827,237**
- 註冊機構	**1,109**	**529,951**	**5,048**	**392,579**	**6,157**	**62.2%**	**922,530**
總額	**2,964**	**1,254,793**	**6,936**	**494,974**	**9,900**	**100.0%**	**1,749,767**

^ 見註腳 9

[7] 非認可產品不受證監會規管，而其結構、運作及銷售文件亦可能不受香港任何規則或規例所管限。此類產品不可向公眾推銷，但可用私人配售方式、向專業投資者或在獲豁免的情況下發售。

[8] 認可產品是指其銷售文件已獲證監會認可的產品。這些產品可向香港公眾推銷。

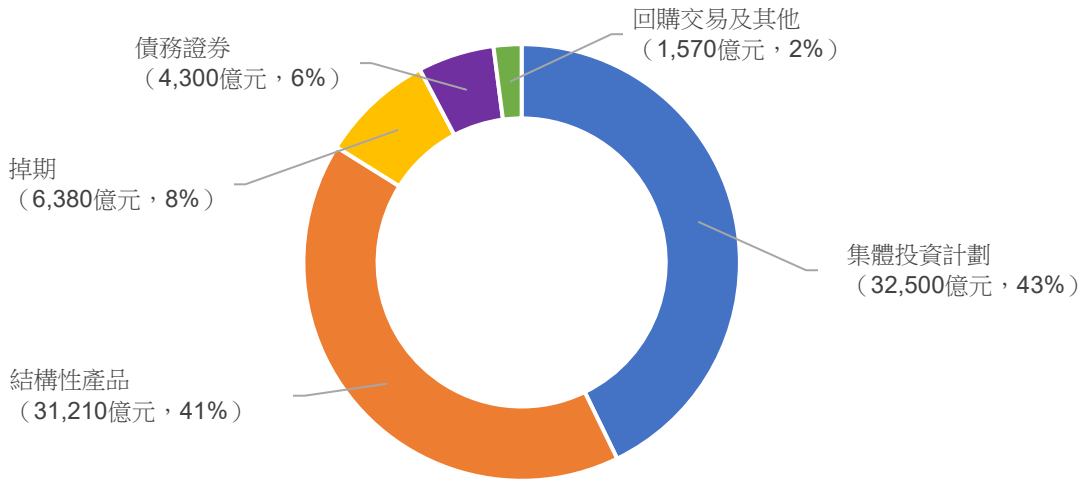
[9] 在匯報期內，若客戶就某類產品進行多次交易，該客戶亦只會被算作一名客戶。另一方面，客戶若就超過一類產品進行交易，便可能會被計算多於一次。

首 20 家公司繼續主導總銷售額

19. 儘管公司及客戶的參與度擴大，但活動仍然集中於最大型公司。於匯報期內，首 20 家公司的交易額為 7.6 萬億元，佔總交易額的 77%（2024 年：4.6 萬億元，佔 76%），而餘下的 23%則由其餘 432 家公司攤分。

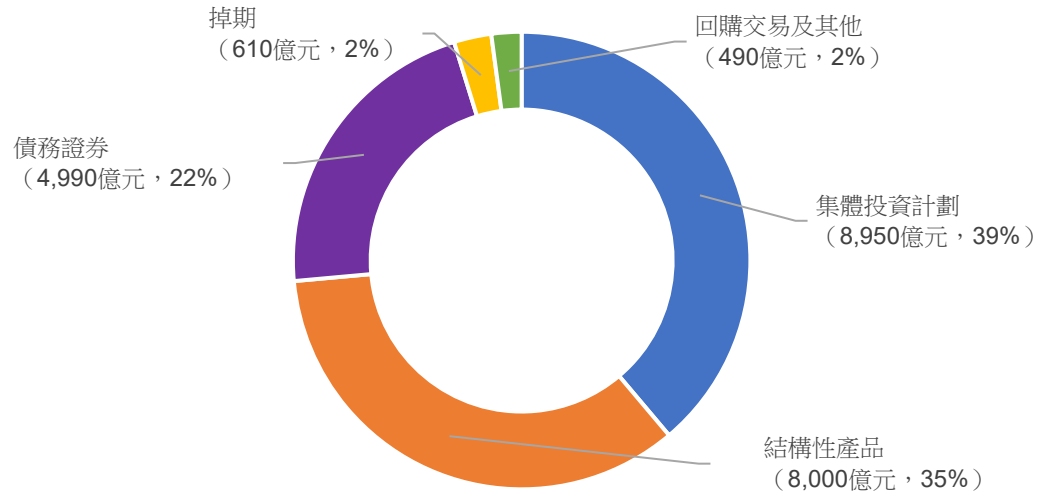
20. 按交易額計算，首 20 家公司所銷售的主要產品種類為集體投資計劃（3.3 萬億元，佔 43%）及結構性產品（3.1 萬億元，佔 41%）。

圖3：各類產品的交易額 — 首20家公司（2025年）



21. 餘下的 432 家公司銷售的投資產品以集體投資計劃、結構性產品及債務證券居多，分別佔它們總交易額的 39%、35%及 22%。

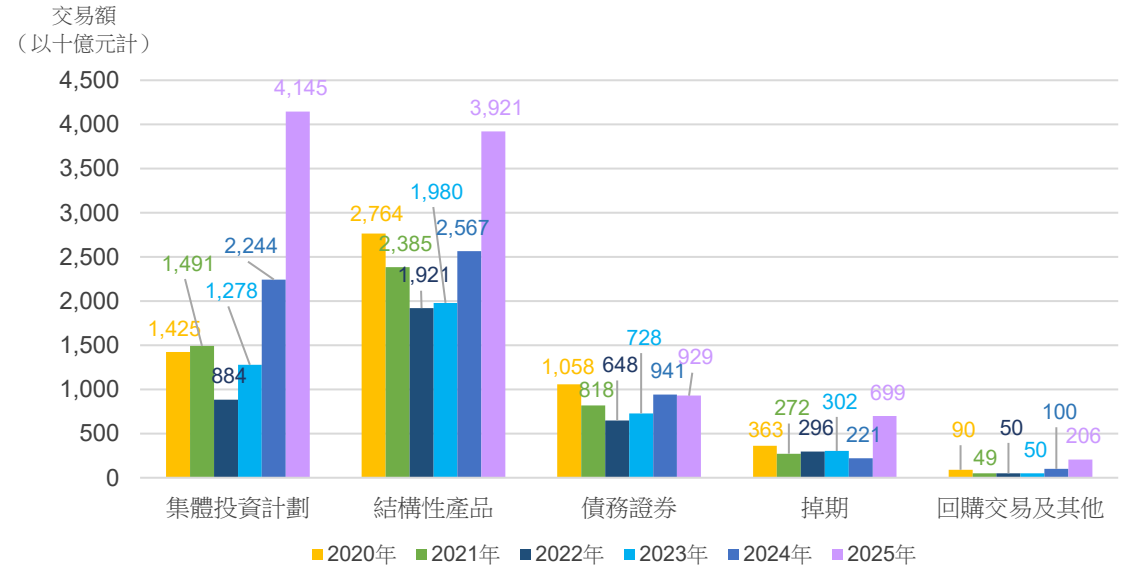
圖4：各類產品的交易額 — 首20家公司以外的公司（2025年）



集體投資計劃及結構性產品是交易增長的主要推動力

22. 在 2025 年，投資產品的整體銷售增加 3.8 萬億元或 63%，主要由集體投資計劃及結構性產品的銷售分別增長 1.9 萬億元或 85%及 1.4 萬億元或 53%所帶動。集體投資計劃及結構性產品合共佔 2025 年總交易額超過 80%。

圖5：各類產品的交易額（2020年至2025年）

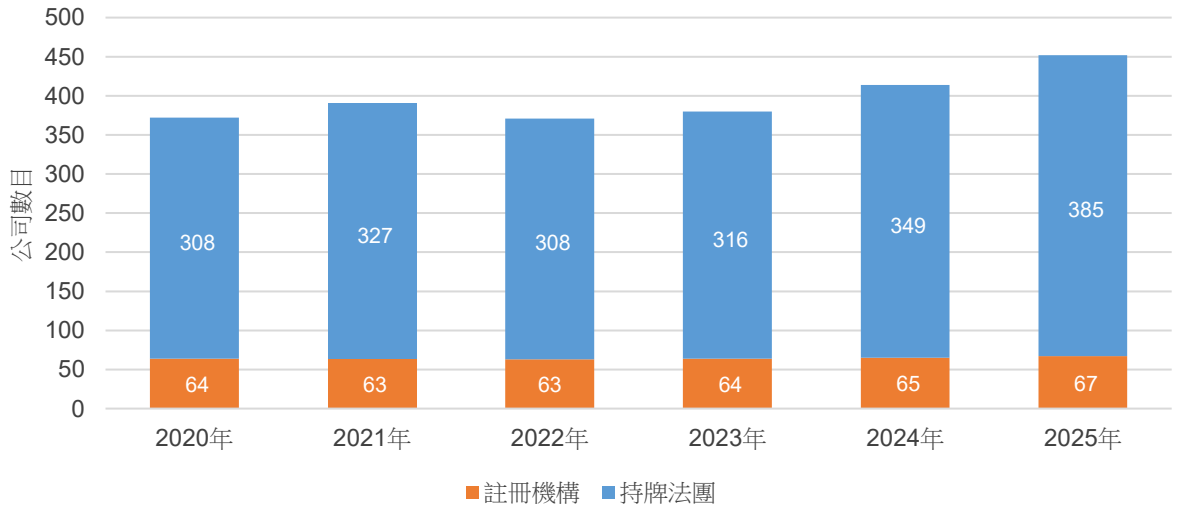


市場及投資者的參與度進一步擴大至歷史新高

市場參與度在 2025 年創下歷史新高

23. 於香港從事投資產品銷售的公司數目上升 9%至新高的 452 家（持牌法團：385 家；註冊機構：67 家），而 2024 年則為 414 家（持牌法團：349 家；註冊機構：65 家）。大型公司數目由 2024 年的 101 家上升至 2025 年的 128 家。

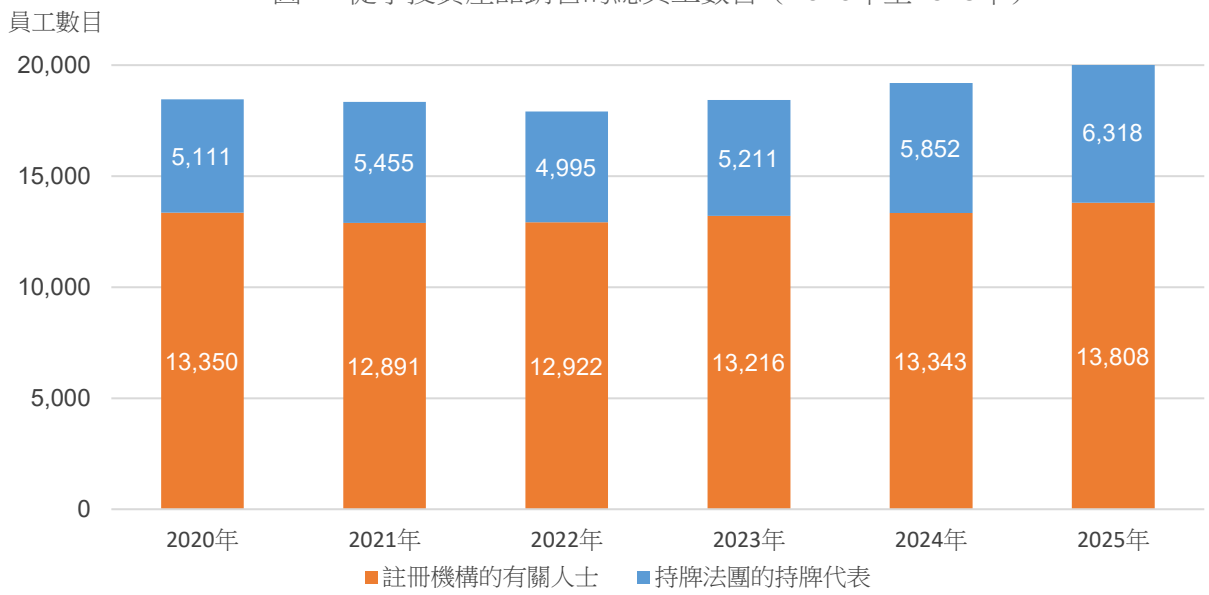
圖6：從事投資產品銷售的持牌法團及註冊機構的數目
（2020年至2025年）



公司擴充產品銷售團隊

24. 在 2025 年，受訪公司從事銷售投資產品的整體人員數目增加了 5%至 20,126 名的歷史新高（2024 年：19,195 名）。截至 2025 年底，持牌法團有 6,318 名（2024 年：5,852 名）持牌代表及註冊機構有 13,808 名（2024 年：13,343 名）有關人士從事非交易所買賣投資產品的銷售。

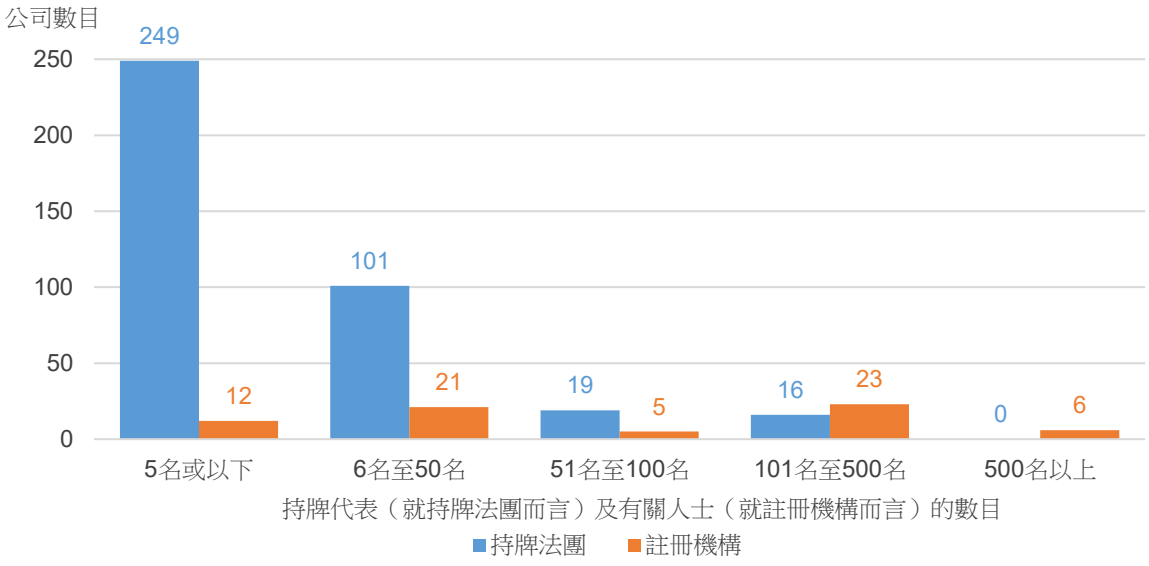
圖7：從事投資產品銷售的總員工數目（2020年至2025年）



25. 在這些公司中，約 78%[6] 表示，從事投資產品銷售的人員的數目按年維持不變或有所增加。約 37%[6] 的公司稱其人手增長了 50%或以上，而 31%[6] 的公司則有一倍或以上的增幅。

26. 合共 249 家持牌法團（65%）呈報有五名或以下的持牌代表從事投資產品的銷售；另有 16 家持牌法團（4%）呈報有逾 100 名持牌代表從事有關銷售。在註冊機構中，38 家（57%）呈報其銷售團隊有 100 名或以下的有關人士從事投資產品的銷售；另有六家（9%）呈報有逾 500 名有關人士從事有關銷售。

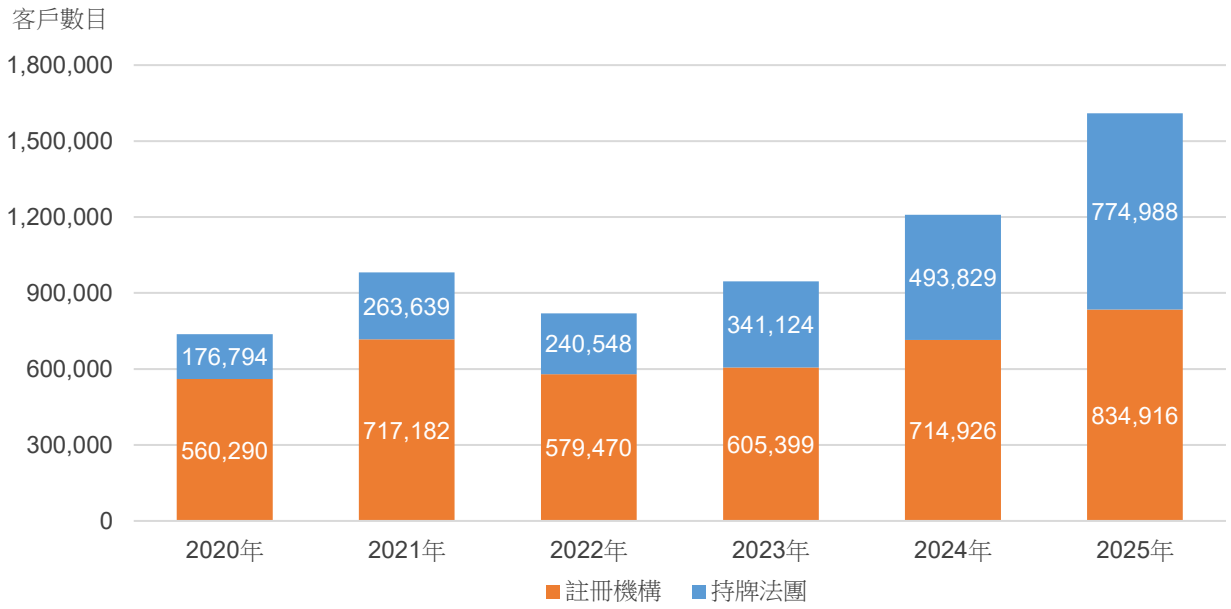
圖8：從事投資產品銷售的員工數目的分層統計（2025年）



投資者參與度創下歷史新高

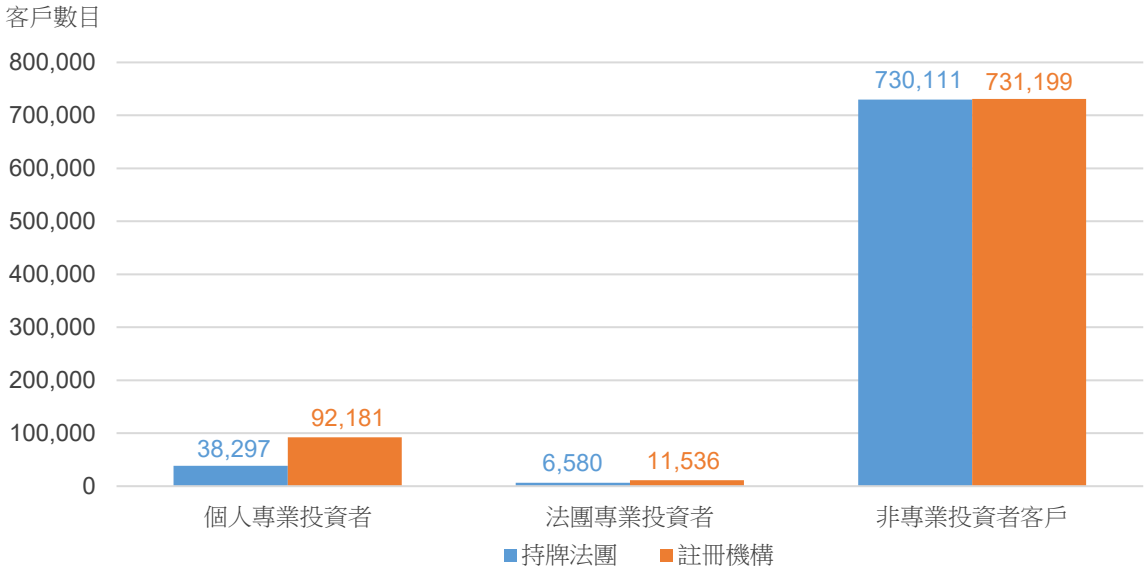
27. 在 2025 年，完成至少一項投資產品交易的客戶共有 1,609,904 名[10]，創歷史新高，較 2024 年的 1,208,755 名增加了 33%。當中，註冊機構的客戶數目佔 52%，而持牌法團則佔餘下的 48%（2024 年：分別為 59%及 41%）。

圖9：完成至少一項投資產品交易的客戶數目（2020年至2025年）



28. 約 91%的客戶（2024 年：90%）為非專業投資者客戶。大型公司呈報的資料顯示，其非專業投資者客戶主要投資於集體投資計劃。

圖10：完成至少一項投資產品交易的客戶類型（2025年）



[10] 客戶數目是以帳戶為計算基礎。例如，一個聯名帳戶會被算作一名客戶，而同一帳戶持有人的個人帳戶及聯名帳戶會被算作兩名客戶。

B. 固定收益、貨幣及商品相關的產品推動投資者活動和市場增長

投資者在 2025 年繼續將資金大幅投放於固定收益、貨幣及商品相關的產品

29. 在 2025 年，投資者繼續大幅配置固定收益、貨幣及商品相關的產品，反映這些產品在多元化投資組合中具持續吸引力。此類產品包括貨幣市場基金、債券基金、債務證券、貨幣掛鈎和商品掛鈎結構性產品、貨幣掉期等，而這些產品全年需求強勁。

30. 儘管風險胃納改善且股市表現理想，投資者對固定收益、貨幣及商品相關的產品的需求仍然強勁。這些產品需求持續殷切，凸顯了固定收益、現金管理、貨幣相關和商品相關策略在投資者資產配置決策中的重要性，有助構建均衡、能抵禦不同市況變化的投資組合。

對流動性管理工具的需求達到前所未有的水平

集體投資計劃成為最暢銷的產品

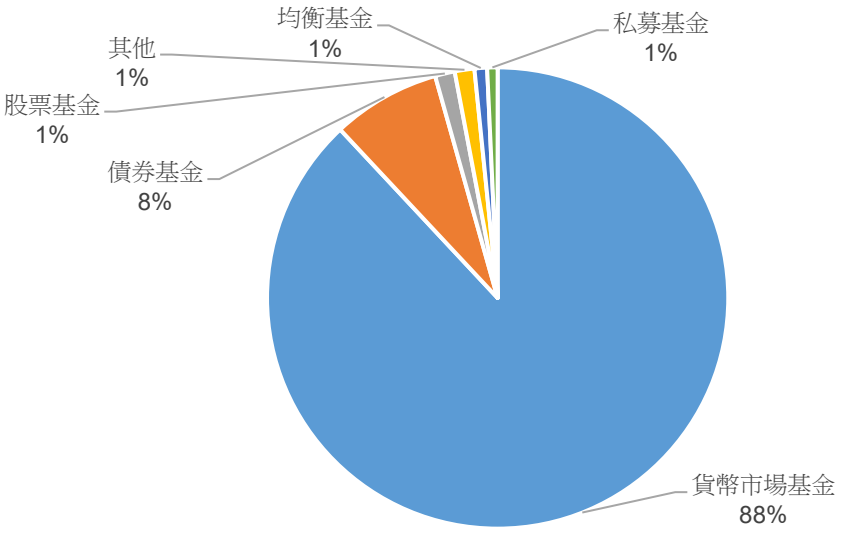
31. 在 2025 年，投資者對流動性管理方案的需求激增至新高。集體投資計劃的銷售按年上升 85%，達 4.1 萬億元的歷史新高。自調查展開以來，集體投資計劃的銷售首次超越結構性產品，佔 2025 年總交易額的 42%。持牌法團及註冊機構分別佔集體投資計劃總銷售額的 51%及 49%；集體投資計劃銷售額最高的首 20 家公司佔 85%（2024 年：84%）。

32. 在 2025 年，投資於集體投資計劃的持牌法團客戶數目為 735,701 名，而註冊機構客戶則有 505,632 名。他們大多是購買認可集體投資計劃的非專業投資者客戶。集體投資計劃在 2025 年的整體銷售上升，主要由於認可集體投資計劃銷售額激增 99%至 2.8 萬億元，以及非認可集體投資計劃銷售額增長 61%至 1.4 萬億元。

貨幣市場基金主導集體投資計劃銷售，凸顯了現金管理策略在投資者投資組合中的重要性

33. 根據大型公司呈報的首五大集體投資計劃，貨幣市場基金仍是最受歡迎的基金類別。貨幣市場基金的比例由 2024 年的 80%持續增加至 2025 年的 88%，反映投資者在投資組合建構中一直重視現金管理。

圖11：首五大集體投資計劃（按基金種類劃分）（2025年）



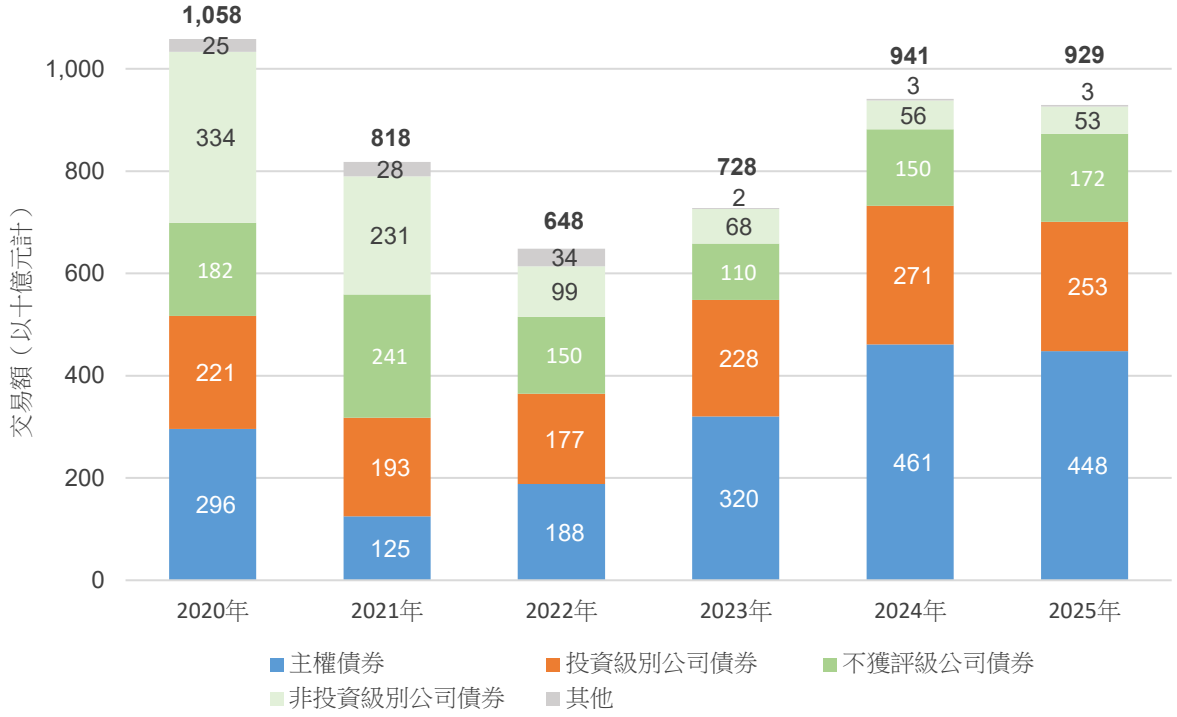
以 128 家大型公司呈報的首五大集體投資計劃為依據

投資者在 2025 年繼續追捧優質固定收益資產

債務證券過去三年的增長主要由主權債券及投資級別公司債券所帶動

34. 債務證券活動由 2024 年 9,410 億元略為放緩至 2025 年的 9,290 億元，但仍較 2022 年的水平高 43%。過去三年的增長主要來自主權債券及投資級別公司債券。在 2022 年至 2025 年期間，主權債券的交易額增加了 138%，而投資級別公司債券則增加 43%。

圖12：不同類別債務證券的交易額（2020年至2025年）



35. 公司債券及主權債券分別佔所有債務證券交易的 52%及 48%（2024 年：51%及 49%）。持牌法團及註冊機構分別佔銷售額的 52%及 48%。債務證券銷售額最高的首 20 家公司佔總交易額的 72%（2024 年：74%）。

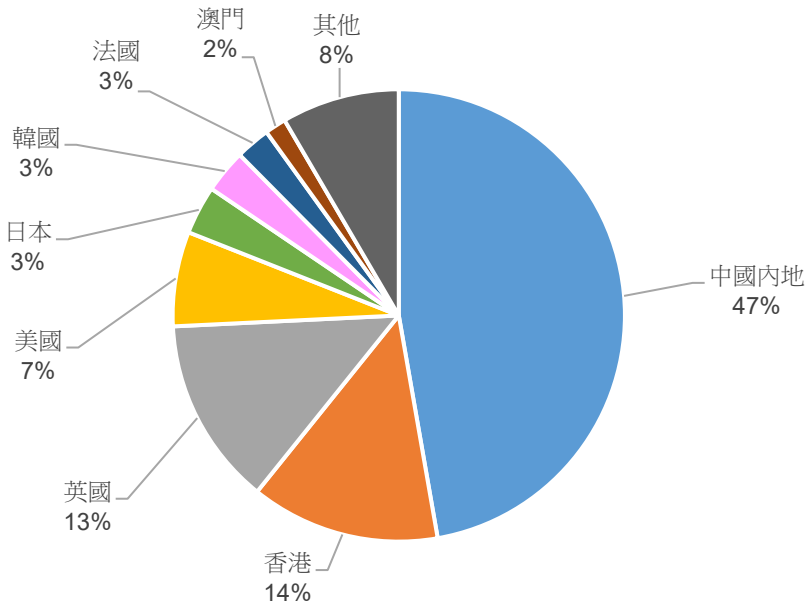
表 2

債務證券的種類	債務證券的交易額（2025 年）					
	持牌法團		註冊機構		總額	
	交易額（以十億元計）	佔總額的百分比	交易額（以十億元計）	佔總額的百分比	交易額（以十億元計）	佔總額的百分比
公司債券						
- 投資級別	51	11%	202	46%	253	27%
- 非投資級別	21	4%	32	7%	53	6%
- 不獲評級	141	29%	31	7%	172	19%
小計	**213**	**44%**	**265**	**60%**	**478**	**52%**
主權債券	**272**	**56%**	**176**	**40%**	**448**	**48%**
其他	**2**	**0%**	**1**	**0%**	**3**	**0%**
總額	**487**	**100%**	**442**	**100%**	**929**	**100%**

中國內地相關發行商的債券在首五大公司債券交易中佔主導地位

36. 就發行商的風險來源地[11]而言，由大型公司呈報的首五大公司債券的發行商當中，中國內地佔交易額的 47%（2024 年：46%），其次是佔 14%（2024 年：24%）的香港及佔 13%（2024 年：11%）的英國。就發行商所屬的行業而言，金融業和工業的比例分別為 42%及 24%（2024 年：55%及 11%）。

圖13：首五大公司債券的發行商（按風險來源地劃分）（2025年）



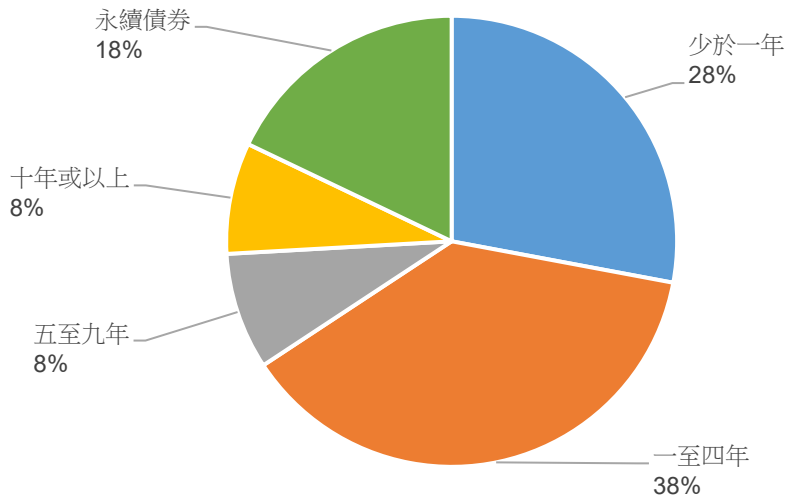
以 128 家大型公司呈報的首五大公司債券為依據

[11] 與這些債務證券有關的風險來源地及其他資料（例如票面息率及到期日），均來自一家外部市場數據供應商。

首五大公司債券的剩餘期限及票面息率

37. 就首五大公司債券的剩餘期限[12]而言，28%為少於一年，38%為一至四年，34%為五年或以上。

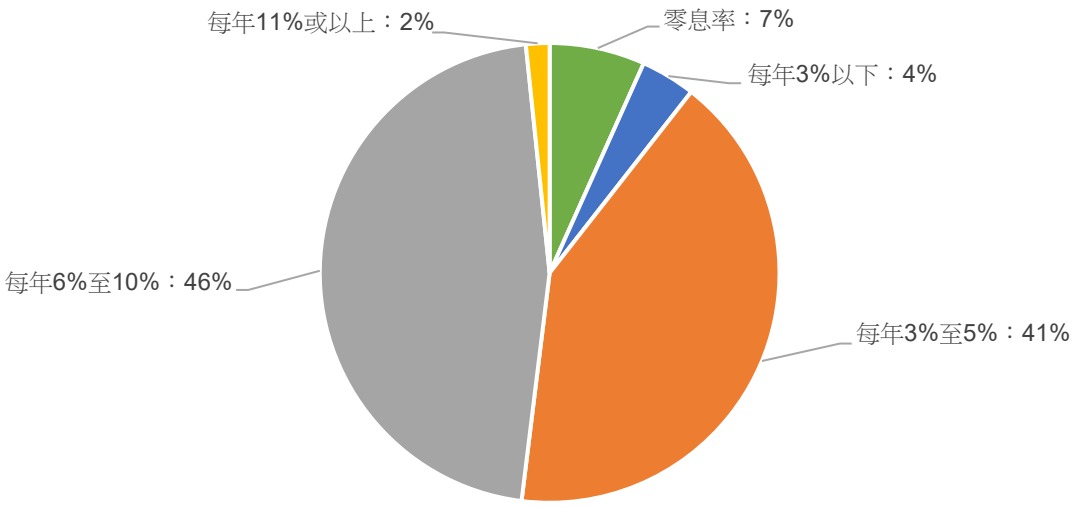
圖14：首五大公司債券的剩餘期限（2025年）



以 128 家大型公司呈報的首五大公司債券為依據

38. 在首五大公司債券中，票面年息率介乎 6 至 10%及介乎 3 至 5%的債券在 2025 年仍佔大多數，分別為 46%及 41%（2024 年：40%及 43%），而票面年息率少於 3%的債券則佔 4%（與 2024 年相同）。另一方面，零息債券及票面年息率 11%或以上的公司債券比例，則分別下降至 2025 年的 7%及 2%（2024 年：9%及 4%）。

圖15：首五大公司債券的票面息率（2025年）



以 128 家大型公司呈報的首五大公司債券為依據

[12] 剩餘期限是指各債券由 2025 年 12 月 31 日起計距離到期日的時間。到期日為 2025 年 12 月 31 日或之前的債券被歸類為剩餘期限“少於一年”。

香港政府債券仍然是主權債券活動的重要組成部分

39. 在 2025 年，主權債券的總交易額為 4,480 億元。在大型公司呈報的首五大主權債券中，美國政府債券佔 68%（2024 年：64%），其次是香港政府債券，佔 27%（2024 年：33%）[13]。

40. 截至 2025 年底，首五大主權債券中有 45%的剩餘期限為少於一年，並有 32%的剩餘期限為介乎一至四年，而 2024 年的有關比例則分別為 34%和 37%。就票面年息率而言，首五大主權債券中有 51%的票面年息率介乎 3 至 5%，有 44%屬零息債券，另有 5%的票面年息率少於 3%，而 2024 年的有關比例則分別為 58%、30%和 12%。

*具有在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的特點的債務證券（**彌補虧損債券**）[14]*

41. 在 2025 年，彌補虧損債券的總交易額為 1,060 億元（2024 年：1,070 億元），佔所有債務證券交易的 11%。在大型公司呈報的首五大彌補虧損債券中，49%具有債股轉換的特點。其他常見特點包括永久撇減（39%）及臨時撇減[15]（14%）。在首五大彌補虧損債券中，約 44%為永續債券，而票面年息率介乎 3 至 5%和介乎 6 至 10%的債券則分別佔 49%和 48%。

第三十七章債券[16]

42. 第三十七章債券的總交易額於 2025 年下跌 7%至 550 億元，佔所有債務證券交易的 6%。大部分由大型公司呈報的首五大第三十七章債券都是由中國內地（49%）或香港（44%）的公司發行。

---

[13] 根據《基礎建設債券報告》及《香港債券市場概況專刊文章》，2025 年並無發行基礎建設零售債券，而 2024 年的發行金額則為約 180 億元。

[14] 這些債務證券往往附帶轉換權或彌補虧損的特點，當發行商的監管資本比率降至一定水平，或因發行商面臨財政困難而令政府或監管當局採取特定行動時（即不可持續營運的事件），便可能會觸發這些特點。

[15] 就臨時撇減而言，債券的本金將會在觸發事件發生時，作全數或局部撇減。但如果發行商的財務狀況日後得到改善並達到一定要求，債券的本金可能全數或局部恢復。

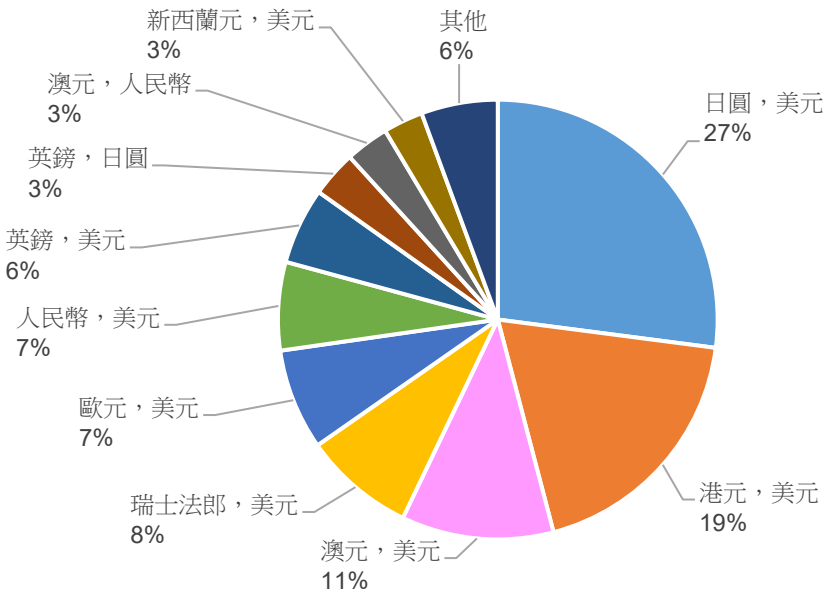
[16] 這是指根據香港聯合交易所有限公司《主板上市規則》第三十七章要約認購及上市的債券。

貨幣掛鈎產品維持顯著的市場份額

43. 在 2025 年，貨幣掛鈎產品的交易額按年增加 50%至 6,980 億元，佔結構性產品總銷售額的 18%，其中註冊機構的交易額佔 51%，餘下則來自持牌法團。

44. 根據大型公司呈報的首五大貨幣掛鈎產品中，與日圓和美元貨幣組合掛鈎的產品最受歡迎，所佔的份額為 27%（2024 年：23%）。其次是與港元和美元掛鈎的產品、與澳元和美元掛鈎的產品及與瑞士法郎和美元掛鈎的產品，分別佔 19%、11%和 8%（2024 年：2%、10%和 9%）。

圖16：首五大貨幣掛鈎產品（按相關貨幣組合劃分）（2025年）



以 128 家大型公司呈報的首五大貨幣掛鈎產品為依據

商品掛鈎產品錄得顯著增長

45. 在 2025 年，商品掛鈎結構性產品的交易額增加 70%至 2,380 億元，其中註冊機構的銷售佔 98%。

46. 黃金掛鈎產品及白銀掛鈎產品依然是首兩大產品種類，在大型公司呈報的 2025 年首五大商品掛鈎產品銷售中分別佔 68%及 26%（2024 年：76%及 17%）。

貨幣掉期帶動大部分掉期活動

47. 在 2025 年，掉期的總交易額激增 216%至 6,990 億元（2024 年：2,210 億元）[17]，其中註冊機構佔 81%，而持牌法團則佔其餘 19%。根據大型公司呈報的首五大掉期，有 93%為貨幣掉期，而其餘部分則包括與上市股票以及商品掛鈎的掉期。

[17] 銷售大幅增長，主要是由於一家大型公司與一名曾由其海外聯屬公司提供服務的主要客戶建立了業務關係。

C. 股票掛鈎產品帶動結構性產品增長

2025 年市場情緒持續改善，帶動對股票掛鈎結構性產品需求強勁

結構性產品銷售創新高

48. 在 2025 年，結構性產品的交易額達 3.9 萬億元的新高，按年上升 53%，佔所有投資產品總交易額的 40%。註冊機構佔該等產品總交易額的 75%，持牌法團則佔其餘的 25%。結構性產品銷售額最高的首 20 家公司合共佔總交易額的 86%（2024 年：88%），繼續主導該類產品市場。

表 3

結構性產品的種類	結構性產品的交易額（2025 年）					
	持牌法團		註冊機構		總額	
	交易額（以十億元計）	佔總額的百分比	交易額（以十億元計）	佔總額的百分比	交易額（以十億元計）	佔總額的百分比
股票掛鈎產品						
- 累計認購期權／累計認沽期權	249	26%	1,025	35%	1,274	33%
- 其他	263	27%	1,202	40%	1,465	37%
小計	**512**	**53%**	**2,227**	**75%**	**2,739**	**70%**
貨幣掛鈎產品						
- 累計認購期權／累計認沽期權	140	15%	183	6%	323	8%
- 其他	204	21%	171	6%	375	10%
小計	**344**	**36%**	**354**	**12%**	**698**	**18%**
商品掛鈎產品	**4**	**0%**	**234**	**8%**	**238**	**6%**
信貸掛鈎產品	**15**	**2%**	**49**	**2%**	**64**	**2%**
利率掛鈎產品	**12**	**1%**	**46**	**2%**	**58**	**1%**
指數掛鈎產品	**20**	**2%**	**12**	**0%**	**32**	**1%**
其他（包括混合掛鈎產品）	**59**	**6%**	**33**	**1%**	**92**	**2%**
總額	**966**	**100%**	**2,955**	**100%**	**3,921**	**100%**

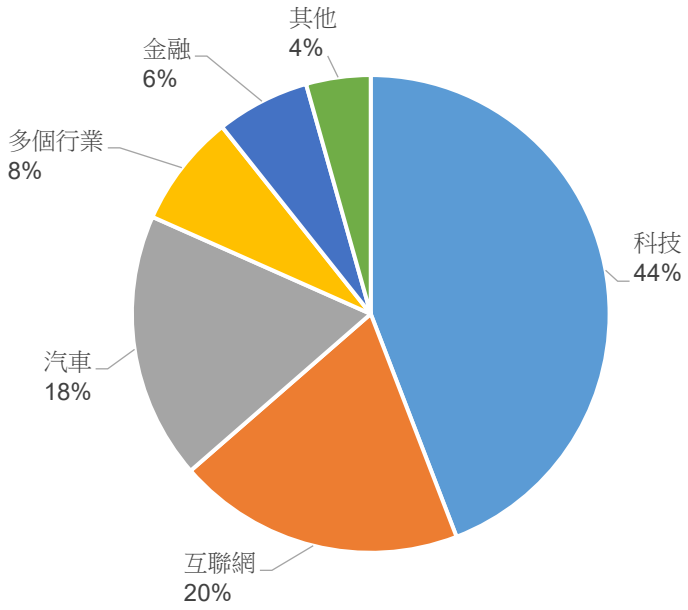
股票掛鈎產品帶動結構性產品銷售增加

49. 在 2025 年所銷售的結構性產品中，股票掛鈎產品依然是最受歡迎的產品種類，其交易額增加 58%至 2.7 萬億元，當中註冊機構的銷售佔 81%，餘下則來自持牌法團。年內銷售的所有結構性產品中，股票掛鈎產品佔總交易額的比例增至 70%（2024 年：67%）。

科技、互聯網及汽車行業仍然是股票掛鈎產品的主要相關風險敞口

50. 就行業而言，大型公司呈報與科技業掛鈎的產品繼續位居銷售前列，佔 2025 年銷售的首五大股票掛鈎產品的 44%（2024 年：42%）。與互聯網業掛鈎的產品佔 20%（2024 年：22%），而與汽車業掛鈎的產品則佔 18%（2024 年：23%）。

圖17：首五大股票掛鈎產品（按相關股票所屬行業劃分）（2025年）



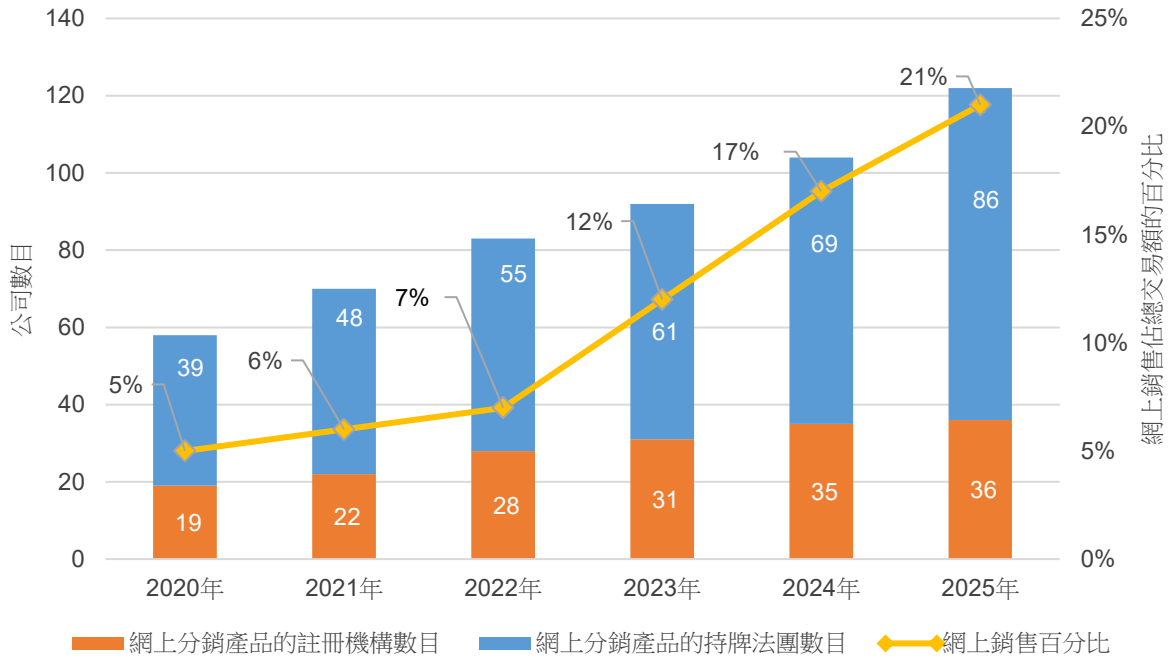
以 128 家大型公司呈報的首五大股票掛鈎產品為依據

D. 數字形式分銷持續受到追捧

在 2025 年，網上渠道在投資產品分銷的佔比持續上升

51. 受訪公司運用網上平台分銷投資產品的情況，以及網上銷售佔總銷售額的比例，均持續呈上升趨勢。在 2025 年，有 122 家公司（86 家持牌法團及 36 家註冊機構）運用網上平台向投資者分銷投資產品，較 2024 年的 104 家（69 家持牌法團及 35 家註冊機構）增長了 17%。網上銷售佔所有受訪公司總交易額的 21%（2024 年：17%）。

圖18：網上分銷投資產品的公司數目及網上銷售佔總交易額的百分比（2020年至2025年）



集體投資計劃的投資者引領採用數字投資渠道

52. 集體投資計劃仍為網上分銷最常見的產品種類，佔網上總銷售額的 84%（2024 年：77%），其次為佔 11%（2024 年：21%）的債務證券。在所有集體投資計劃的投資者中，透過網上平台進行交易的投資者佔 83%，較 2024 年的 78%有所增加。集體投資計劃網上銷售的份額亦上升，佔集體投資計劃總銷售額的 43%（2024 年：34%）。

E. 其他調查結果

未平倉合約

53. 在匯報期內銷售投資產品的 385 家持牌法團及 67 家註冊機構中，308 家持牌法團及 66 家註冊機構或其關聯公司，在截至 2025 年底替客戶或以訂約方身分持有未平倉合約。未平倉合約的價值[18]為 5.8 萬億元，其中持牌法團及註冊機構分別佔 26%及 74%。在未平倉合約中，有 52%為集體投資計劃，另有 26%為債務證券。按交易額計算的首 20 家公司佔未平倉合約總額的 77%。

表 4

產品種類	於 2025 年 12 月 31 日的未平倉合約及參與的客戶數目^						
	認可產品		非認可產品		總額		
	未平倉合約的價值（以十億元計）	參與的客戶數目	未平倉合約的價值（以十億元計）	參與的客戶數目	未平倉合約的價值		參與的客戶數目
					以十億元計	佔總額的百分比	
集體投資計劃							
- 持牌法團	507	980,954	320	18,028	827	14.3%	998,982
- 註冊機構	1,096	789,936	1,081	35,107	2,177	37.8%	825,043
小計	**1,603**	**1,770,890**	**1,401**	**53,135**	**3,004**	**52.1%**	**1,824,025**
債務證券							
- 持牌法團	-	-	339	74,455	339	5.9%	74,455
- 註冊機構	-	-	1,159	841,066	1,159	20.1%	841,066
小計	**-**	**-**	**1,498**	**915,521**	**1,498**	**26.0%**	**915,521**
結構性產品							
- 持牌法團	2	1,874	322	16,526	324	5.6%	18,400
- 註冊機構	62	34,671	781	40,839	843	14.6%	75,510
小計	**64**	**36,545**	**1,103**	**57,365**	**1,167**	**20.2%**	**93,910**
掉期							
- 持牌法團	-	-	14	171	14	0.3%	171
- 註冊機構	-	-	54	377	54	0.9%	377
小計	**-**	**-**	**68**	**548**	**68**	**1.2%**	**548**
回購交易及其他							
- 持牌法團	-	-	4	610	4	0.1%	610
- 註冊機構	-	-	23	251	23	0.4%	251
小計	**-**	**-**	**27**	**861**	**27**	**0.5%**	**861**
上述所有產品							
- 持牌法團	**509**	**982,828**	**999**	**109,790**	**1,508**	**26.2%**	**1,092,618**
- 註冊機構	**1,158**	**824,607**	**3,098**	**917,640**	**4,256**	**73.8%**	**1,742,247**
總額	**1,667**	**1,807,435**	**4,097**	**1,027,430**	**5,764**	**100%**	**2,834,865**

^ 見註腳 9

投資產品發行商

54. 受訪公司均按要求呈報了在匯報期內所銷售的投資產品的首五家發行商。有關交易額為 6.9 萬億元，當中六家國際金融集團所發行的產品佔 3.1 萬億元或 45%（2024 年：48%）。其他產品發行商包括其他金融機構、法團，以及政府機關。

55. 在六家國際金融集團所發行的 3.1 萬億元的產品中，有 2.7 萬億元或 86%（2024 年：85%）由其關聯公司銷售，而這些公司亦是受訪公司，按交易額計算屬首 20 家的公司。

[18] 在是次調查中，集體投資計劃、債務證券及結構性票據的未平倉合約的價值是指截至匯報期末未平倉合約的市值。就其他產品而言，則指經考慮剩餘交收次數和槓桿效應（如有）後所需承擔的最大未平倉風險的金額。

附錄：2020 年至 2025 年年度數據

表 5：非交易所買賣投資產品銷售的總交易額（以十億元計）

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	按年 2024 年至 2025 年	三年 2022 年至 2025 年	五年 2020 年至 2025 年
集體投資計劃									
- 持牌法團	421	437	312	435	805	2,114	163%	578%	402%
- 註冊機構	1,004	1,054	572	843	1,439	2,031	41%	255%	102%
小計	**1,425**	**1,491**	**884**	**1,278**	**2,244**	**4,145**	**85%**	**369%**	**191%**
債務證券									
- 持牌法團	152	211	183	268	417	487	17%	166%	220%
- 註冊機構	906	607	465	460	524	442	-16%	-5%	-51%
小計	**1,058**	**818**	**648**	**728**	**941**	**929**	**-1%**	**43%**	**-12%**
結構性產品									
- 持牌法團	327	334	339	465	565	966	71%	185%	195%
- 註冊機構	2,437	2,051	1,582	1,515	2,002	2,955	48%	87%	21%
小計	**2,764**	**2,385**	**1,921**	**1,980**	**2,567**	**3,921**	**53%**	**104%**	**42%**
掉期									
- 持牌法團	39	73	26	35	69	132	91%	408%	238%
- 註冊機構	324	199	270	267	152	567	273%	110%	75%
小計	**363**	**272**	**296**	**302**	**221**	**699**	**216%**	**136%**	**93%**
回購交易及其他									
- 持牌法團	69	20	31	35	41	44	7%	42%	-36%
- 註冊機構	21	29	19	15	59	162	175%	753%	671%
小計	**90**	**49**	**50**	**50**	**100**	**206**	**106%**	**312%**	**129%**
上述所有產品									
- 持牌法團	1,008	1,075	891	1,238	1,897	3,743	97%	320%	271%
- 註冊機構	4,692	3,940	2,908	3,100	4,176	6,157	47%	112%	31%
總額	**5,700**	**5,015**	**3,799**	**4,338**	**6,073**	**9,900**	**63%**	**161%**	**74%**

表 6a：集體投資計劃銷售的交易額和參與的客戶數目

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	按年 2024 年至 2025 年	三年 2022 年至 2025 年	五年 2020 年至 2025 年
交易額（以十億元計）									
認可產品									
- 持牌法團	229	257	221	340	722	1,848	156%	736%	707%
- 註冊機構	629	670	257	376	678	934	38%	263%	48%
小計	**858**	**927**	**478**	**716**	**1,400**	**2,782**	**99%**	**482%**	**224%**
非認可產品									
- 持牌法團	192	180	91	95	83	266	220%	192%	39%
- 註冊機構	375	384	315	467	761	1,097	44%	248%	193%
小計	**567**	**564**	**406**	**562**	**844**	**1,363**	**61%**	**236%**	**140%**
總額	**1,425**	**1,491**	**884**	**1,278**	**2,244**	**4,145**	**85%**	**369%**	**191%**
參與的客戶數目									
認可產品									
- 持牌法團	161,439	244,923	230,760	308,499	447,730	722,213	61%	213%	347%
- 註冊機構	183,282	218,351	133,140	174,185	319,086	484,000	52%	264%	164%
小計	**344,721**	**463,274**	**363,900**	**482,684**	**766,816**	**1,206,213**	**57%**	**231%**	**250%**
非認可產品									
- 持牌法團	10,106	38,350	8,570	7,234	7,641	13,488	77%	57%	33%
- 註冊機構	14,976	21,846	12,850	13,519	19,337	21,632	12%	68%	44%
小計	**25,082**	**60,196**	**21,420**	**20,753**	**26,978**	**35,120**	**30%**	**64%**	**40%**
總額	**369,803**	**523,470**	**385,320**	**503,437**	**793,794**	**1,241,333**	**56%**	**222%**	**236%**

表 6b：首五大集體投資計劃交易額的比例（按基金種類劃分）

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
貨幣市場基金	52%	33%	61%	76%	80%	88%
債券基金	31%	23%	14%	11%	11%	8%
股票基金	6%	14%	7%	4%	3%	1%
均衡基金	4%	11%	5%	1%	1%	1%
私募基金	3%	7%	4%	1%	1%	1%
對沖基金	2%	3%	2%	1%	1%	0%
其他	2%	9%	7%	6%	3%	1%
總額	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

表 7a：結構性產品銷售的交易額和參與的客戶數目

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	按年 2024 年至 2025 年	三年 2022 年至 2025 年	五年 2020 年至 2025 年
交易額（以十億元計）									
股票掛鈎產品									
- 累計認購期權／累計認沽期權	**794**	**888**	**576**	**604**	**923**	**1,274**	**38%**	**121%**	**60%**
- 持牌法團	130	135	95	116	180	249	38%	162%	92%
- 註冊機構	664	753	481	488	743	1,025	38%	113%	54%
- 其他	**803**	**786**	**446**	**602**	**806**	**1,465**	**82%**	**228%**	**82%**
- 持牌法團	90	82	55	96	135	263	95%	378%	192%
- 註冊機構	713	704	391	506	671	1,202	79%	207%	69%
小計	**1,597**	**1,674**	**1,022**	**1,206**	**1,729**	**2,739**	**58%**	**168%**	**72%**
貨幣掛鈎產品									
- 累計認購期權／累計認沽期權	**143**	**131**	**206**	**199**	**212**	**323**	**52%**	**57%**	**126%**
- 持牌法團	19	20	36	55	77	140	82%	289%	637%
- 註冊機構	124	111	170	144	135	183	36%	8%	48%
- 其他	**402**	**305**	**304**	**220**	**253**	**375**	**48%**	**23%**	**-7%**
- 持牌法團	44	47	39	71	73	204	179%	423%	364%
- 註冊機構	358	258	265	149	180	171	-5%	-35%	-52%
小計	**545**	**436**	**510**	**419**	**465**	**698**	**50%**	**37%**	**28%**
商品掛鈎產品									
- 持牌法團	5	4	5	3	1	4	300%	-20%	-20%
- 註冊機構	465	127	108	109	139	234	68%	117%	-50%
小計	**470**	**131**	**113**	**112**	**140**	**238**	**70%**	**111%**	**-49%**
信貸掛鈎產品									
- 持牌法團	11	4	2	3	9	15	67%	650%	36%
- 註冊機構	21	10	18	29	35	49	40%	172%	133%
小計	**32**	**14**	**20**	**32**	**44**	**64**	**45%**	**220%**	**100%**
利率掛鈎產品									
- 持牌法團	2	6	18	9	13	12	-8%	-33%	500%
- 註冊機構	43	51	61	39	54	46	-15%	-25%	7%
小計	**45**	**57**	**79**	**48**	**67**	**58**	**-13%**	**-27%**	**29%**
指數掛鈎產品									
- 持牌法團	5	6	15	13	9	20	122%	33%	300%
- 註冊機構	29	27	63	26	14	12	-14%	-81%	-59%
小計	**34**	**33**	**78**	**39**	**23**	**32**	**39%**	**-59%**	**-6%**
其他（包括混合掛鈎產品）									
- 持牌法團	21	30	74	99	68	59	-13%	-20%	181%
- 註冊機構	20	10	25	25	31	33	6%	32%	65%
小計	**41**	**40**	**99**	**124**	**99**	**92**	**-7%**	**-7%**	**124%**
總額	**2,764**	**2,385**	**1,921**	**1,980**	**2,567**	**3,921**	**53%**	**104%**	**42%**
參與的客戶數目									
- 持牌法團	5,807	7,654	8,693	11,101	13,364	20,090	50%	131%	246%
- 註冊機構	51,625	53,030	54,279	54,606	70,783	100,559	42%	85%	95%
總額	**57,432**	**60,684**	**62,972**	**65,707**	**84,147**	**120,649**	**43%**	**92%**	**110%**

表 7b：首五大股票掛鈎產品交易額的比例（按相關股票所屬行業劃分）

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
科技	22%	7%	8%	20%	42%	44%
互聯網	42%	46%	46%	29%	22%	20%
汽車	7%	11%	22%	27%	23%	18%
多個行業	9%	10%	6%	10%	6%	8%
金融	9%	15%	5%	3%	2%	6%
其他	11%	11%	13%	11%	5%	4%
總額	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

表 8a：債務證券銷售的交易額和參與的客戶數目

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	按年 2024 年至 2025 年	三年 2022 年至 2025 年	五年 2020 年至 2025 年
交易額（以十億元計）									
公司債券									
- **投資級別**	**221**	**193**	**177**	**228**	**271**	**253**	**-7%**	**43%**	**14%**
- 持牌法團	32	41	43	44	56	51	-9%	19%	59%
- 註冊機構	189	152	134	184	215	202	-6%	51%	7%
- **非投資級別**	**334**	**231**	**99**	**68**	**56**	**53**	**-5%**	**-46%**	**-84%**
- 持牌法團	56	53	39	31	21	21	0%	-46%	-63%
- 註冊機構	278	178	60	37	35	32	-9%	-47%	-88%
- **不獲評級**	**182**	**241**	**150**	**110**	**150**	**172**	**15%**	**15%**	**-5%**
- 持牌法團	54	110	77	69	118	141	19%	83%	161%
- 註冊機構	128	131	73	41	32	31	-3%	-58%	-76%
小計	**737**	**665**	**426**	**406**	**477**	**478**	**0%**	**12%**	**-35%**
主權債券									
- 持牌法團	7	6	23	122	220	272	24%	1083%	3786%
- 註冊機構	289	119	165	198	241	176	-27%	7%	-39%
小計	**296**	**125**	**188**	**320**	**461**	**448**	**-3%**	**138%**	**51%**
其他									
- 持牌法團	3	1	1	2	2	2	0%	100%	-33%
- 註冊機構	22	27	33	0	1	1	0%	-97%	-95%
小計	**25**	**28**	**34**	**2**	**3**	**3**	**0%**	**-91%**	**-88%**
總額	**1,058**	**818**	**648**	**728**	**941**	**929**	**-1%**	**43%**	**-12%**
參與的客戶數目									
- 持牌法團	13,290	9,405	17,846	40,818	63,715	70,383	10%	294%	430%
- 註冊機構	377,794	504,232	430,080	412,991	411,586	315,335	-23%	-27%	-17%
總額	**391,084**	**513,637**	**447,926**	**453,809**	**475,301**	**385,718**	**-19%**	**-14%**	**-1%**

表 8b：首五大公司債券交易額的比例（按發行商的風險來源地劃分）

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
中國內地	68%	53%	54%	50%	46%	47%
香港	20%	37%	16%	20%	24%	14%
英國	3%	2%	8%	11%	11%	13%
美國	1%	2%	10%	5%	6%	7%
其他	8%	6%	12%	14%	13%	19%
總額	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

表 8c：首五大主權債券交易額的比例（按發行商的風險來源地劃分）

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
美國	12%	5%	35%	53%	64%	68%
香港	46%	49%	52%	37%	33%	27%
中國內地	21%	26%	5%	4%	0%	0%
韓國	0%	14%	0%	0%	0%	0%
日本	16%	0%	0%	0%	0%	0%
其他	5%	6%	8%	6%	3%	5%
總額	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

表 9：從事投資產品銷售的總員工數目

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	按年 2024 年至 2025 年	三年 2022 年至 2025 年	五年 2020 年至 2025 年
持牌法團的持牌代表	5,111	5,455	4,995	5,211	5,852	6,318	8%	26%	24%
註冊機構的有關人士	13,350	12,891	12,922	13,216	13,343	13,808	3%	7%	3%
總額	**18,461**	**18,346**	**17,917**	**18,427**	**19,195**	**20,126**	**5%**	**12%**	**9%**

表 10：完成至少一項投資產品交易的客戶數目

	2020年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	按年 2024 年至 2025 年	三年 2022 年至 2025 年	五年 2020 年至 2025 年
持牌法團	176,794	263,639	240,548	341,124	493,829	774,988	57%	222%	338%
註冊機構	560,290	717,182	579,470	605,399	714,926	834,916	17%	44%	49%
總額	**737,084**	**980,821**	**820,018**	**946,523**	**1,208,755**	**1,609,904**	**33%**	**96%**	**118%**