



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

## 有關銷售非交易所買賣投資產品的調查

---

2018 年 12 月

## A. 背景

### 引言

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）就持牌法團向個人投資者銷售非交易所買賣投資產品進行了實況調查。調查涵蓋 2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日期間（匯報期）投資產品的銷售情況。對上一次調查是在 2016 年進行。

### 目的

2. 調查旨在收集經持牌法團銷售的投資產品的種類及金額等相關資料。收集的資料除了可協助證監會監察持牌法團，對市場參與者亦有幫助。

### 範圍

3. 調查著眼於持牌法團向個人投資者（包括這些個人投資者的投資公司）銷售及分銷投資產品的情況。這些個人投資者已在持牌法團或其海外聯屬公司開立了帳戶，並在香港獲持牌代表銷售或分銷投資產品。持牌法團向銀行等專業機構或客戶匯集綜合帳戶／代名人作出的投資產品銷售不屬於這項調查的範圍。
4. 這項調查所涵蓋的投資產品包括結構性投資產品、政府及公司債券、掉期及回購交易、集體投資計劃及對沖基金，而不涵蓋的產品有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、紙黃金計劃、上市證券、交易所買賣基金及交易所買賣衍生工具。

### 問卷及回應

5. 證監會向 1,844 家獲發牌就證券進行交易或提供意見的法團發出調查問卷，並獲它們全數回覆。共有 252 家持牌法團呈報在匯報期內，曾向個人投資者銷售投資產品。這些公司主要包括投資顧問、資產管理公司、證券經紀行及國際金融集團。

## B. 主要調查結果

### 總交易額在內地公司帶動下增加 34%

6. 參與投資產品銷售的公司數目由上次在 2016 年調查時的 244 家增至這次調查的 252 家，增幅僅為 3%；而總交易額<sup>1</sup>由 3,800 億元增加 34%至 5,080 億元。
7. 總交易額增加主要是由內地公司所帶動，而部分內地公司在匯報期內擴展了其財富管理業務。多家較大型的公司亦呈報它們向職員提供了更多產品培訓及資料，這可能是總交易額增加的原因之一。

### 股票掛鈎產品及非投資級別公司債券受到客戶歡迎

8. 在匯報期內，持牌法團向客戶提供的投資產品種類繁多，其中最主要的產品種類仍是結構性投資產品，佔總交易額的 42%；其次是定息產品（29%）、集體投資計劃（20%）和掉期及回購產品（6%）。
9. 公司普遍表示，2017 年市場氣氛良好，令更多客戶願意承擔更大風險，並尋求更高的投資回報。他們所買賣的投資產品一般提供了較高的回報或收益。舉例來說，相對於上次調查，股票掛鈎產品及非投資級別公司債券的交易額分別上升了 102%及 65%。

### 市場由首十家公司主導，而當中的內地公司的市場佔有率有所增加

10. 首十家公司仍然主導市場，共佔總交易額的 71%（2016 年：69%）。這些公司由不同的機構組成，計有國際金融集團、經紀集團及投資顧問公司。
11. 在首十家公司中，有四家屬國際金融集團，共佔總交易額的 38%；另有四家是內地經紀集團，共佔總交易額的 24%。一家國際金融集團及一家內地經紀集團聯同它們的相關公司，同時亦是結構性投資產品的主要發行商。

---

<sup>1</sup> 交易額是指投資者為投資產品已付或應付的金額。就槓桿產品而言，交易額指合約所承擔最高風險的金額。持牌法團只需匯報單邊交易，例如在轉換交易時應只將買盤所涉及的金額列作交易額。

## C. 總交易額分析

### 概覽

12. 截至 2018 年 3 月 31 日止年度，有 252 家受訪持牌法團曾向個人投資者銷售投資產品，總交易額為 5,080 億元（2016 年：3,800 億元），較上次調查上升 34% 或 1,280 億元。總交易額上升主要是由內地公司所帶動，而部分內地公司在匯報期內擴展了其財富管理業務。結構性投資產品仍然是向個人投資者銷售的最主要產品種類。

圖1：參與投資產品銷售的公司數目及其交易額

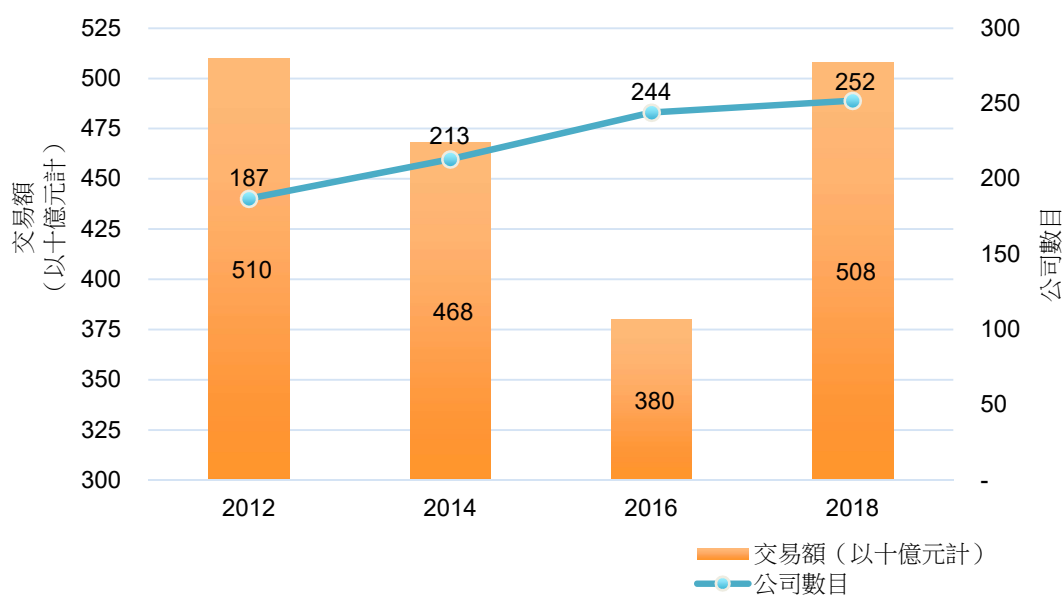
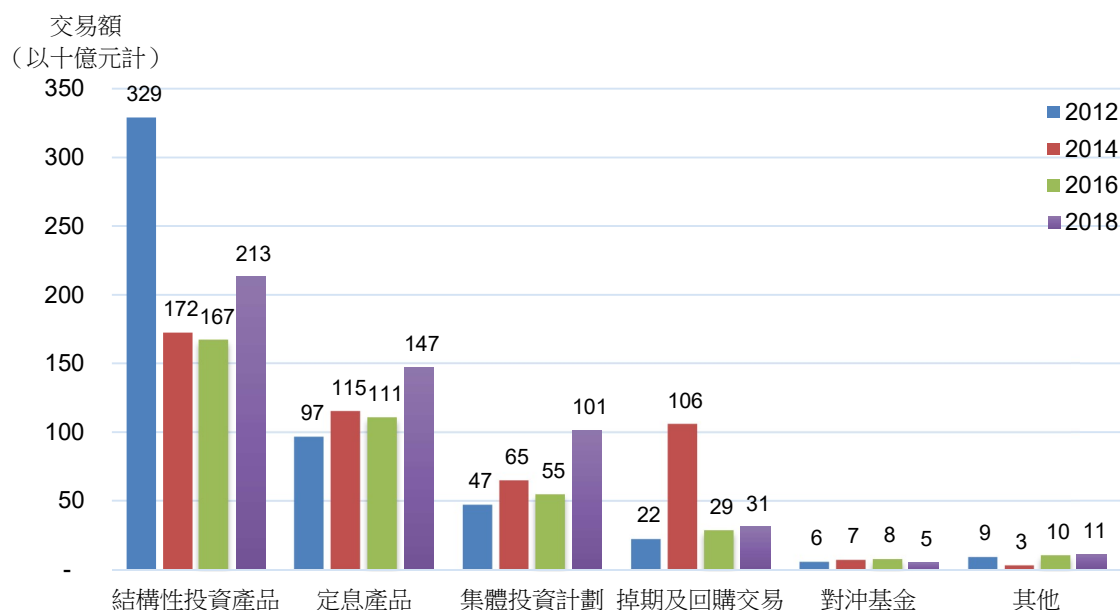
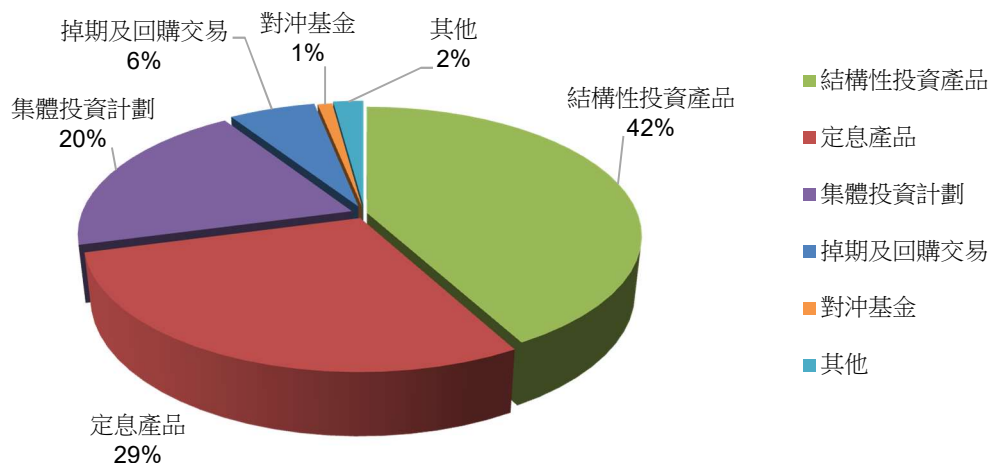


圖2：各類產品的交易額



13. 在匯報期內，結構性投資產品佔總交易額的 42%，其次是定息產品（29%）及集體投資計劃（20%）。

圖3：各類產品的總交易額（2018年）



14. 非認可投資產品<sup>2</sup>仍然佔總交易額的 90%以上。至於向個人投資者銷售的認可投資產品<sup>3</sup>，幾乎全屬集體投資計劃。按交易數量計算，集體投資計劃是最常交易的产品。

產品種類	交易額（以百萬元計）				交易數目	參與銷售的公司數目 <sup>4</sup>
	認可產品	非認可產品	總計			
結構性投資產品	816	212,451	213,267	42%	23,887	45
定息產品	-	146,471	146,471	29%	28,000	148
集體投資計劃	45,660	55,637	101,297	20%	454,122	164
掉期及回購交易	-	30,852	30,852	6%	10,726	15
對沖基金	-	5,203	5,203	1%	1,455	46
其他	-	10,793	10,793	2%	644	19
<b>總計</b>	<b>46,476</b>	<b>461,407</b>	<b>507,883</b>	<b>100%</b>	<b>518,834</b>	

<sup>2</sup> 非認可投資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、向專業投資者或在有關豁免適用的情況下發售。

<sup>3</sup> 認可投資產品則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。

<sup>4</sup> 公司可能參與多於一類投資產品的銷售。

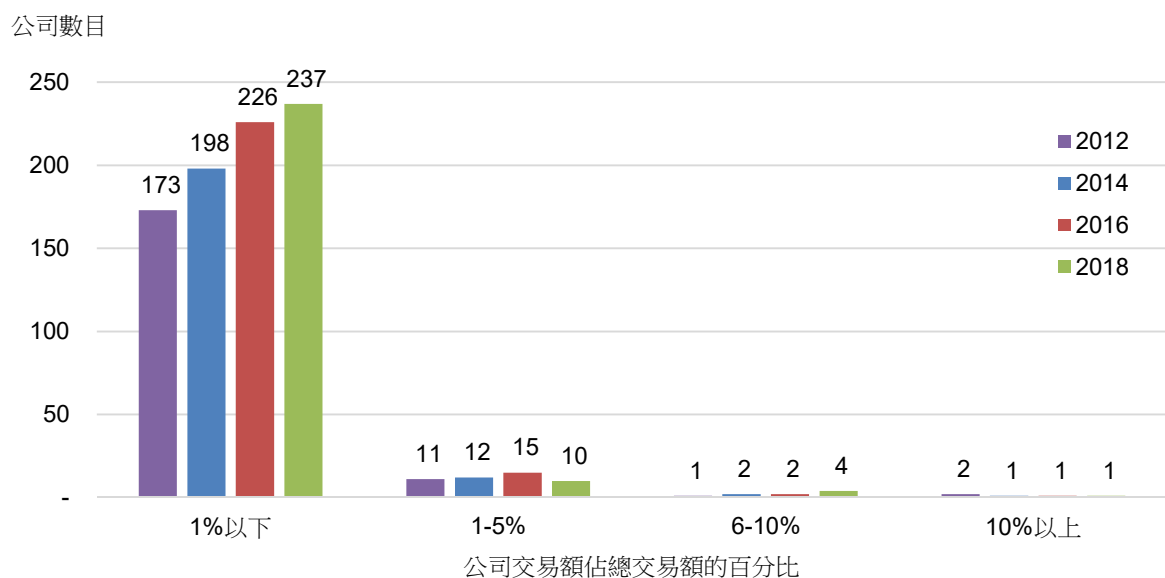
## 各類公司銷售投資產品的情況

15. 銷售結構性投資產品的仍以數家國際金融集團為主，情況與以往的調查結果相若。證券經紀行主要集中銷售定息產品，而銷售集體投資計劃的則包括各類型公司，計有國際金融集團、資產管理公司、證券經紀行及投資顧問。

## 首十家公司

16. 在 2018 年的總交易額中，首十家公司共佔 3,590 億元或 71%，這與 2016 年首十家公司所佔的比例（69%）相若。然而，排首位的公司的主導地位並不如以往般突出，其在這次調查中所佔的總交易額為 25%，而在上次調查中則為 33%。

圖4：公司按總交易額計的分布情況



17. 首十家公司由不同的機構組成，計有國際金融集團、經紀集團及投資顧問公司。按交易額計算，首十家公司以銷售結構性投資產品為主。餘下 242 家公司向個人投資者銷售的投資產品中，仍然以定息產品及集體投資計劃居多。

圖5：各類產品的交易額—首十家公司（2018年）

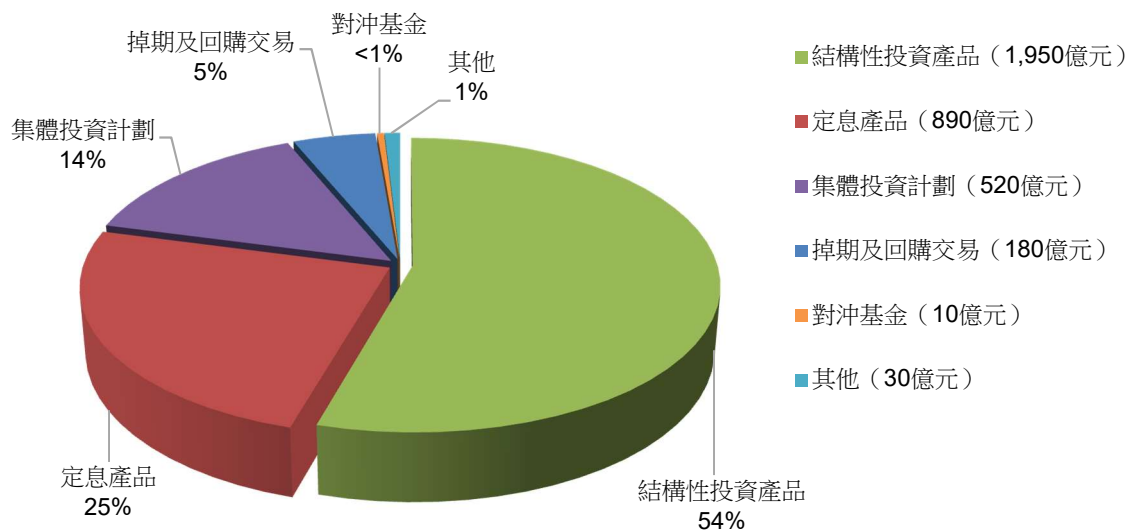
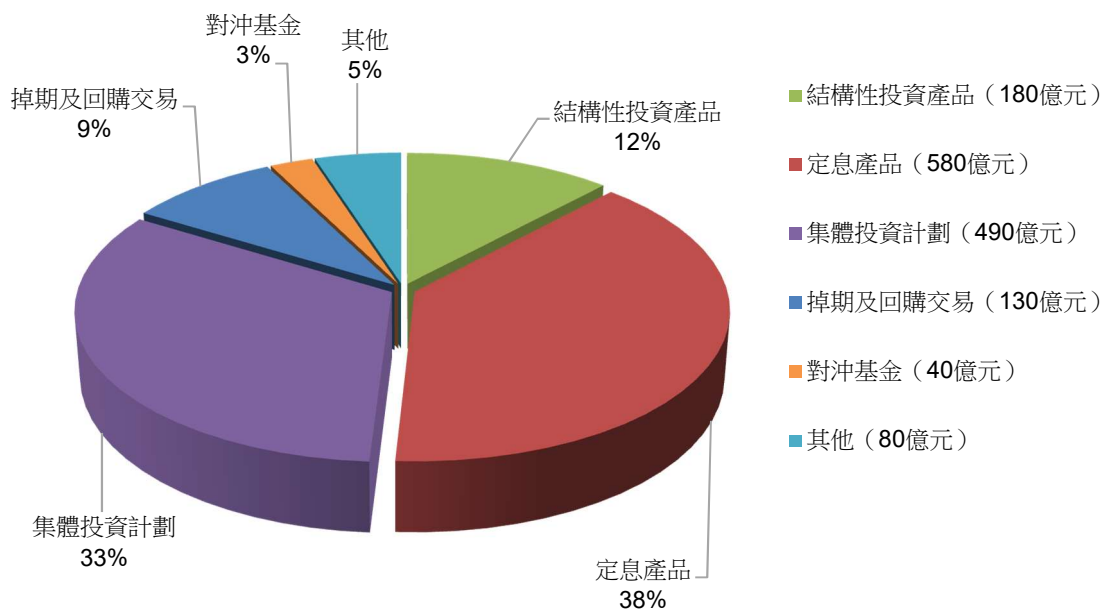


圖6：各類產品的交易額—首十家公司以外的公司（2018年）

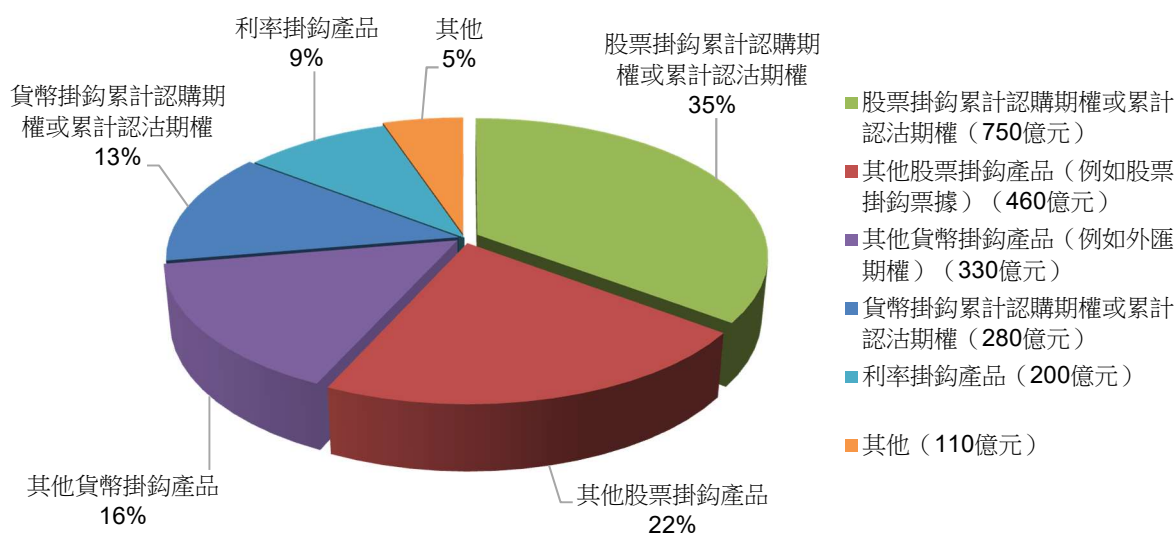


## D. 產品類別分析

### a) 結構性投資產品

18. 持牌法團向個人投資者銷售結構性投資產品的總交易額，由上次調查的 1,670 億元上升 28% 至這次調查的 2,130 億元。結構性投資產品的銷售繼續由首十家公司主導，它們共佔總交易額的 92%，而排首位的公司所佔的總交易額為 31%。

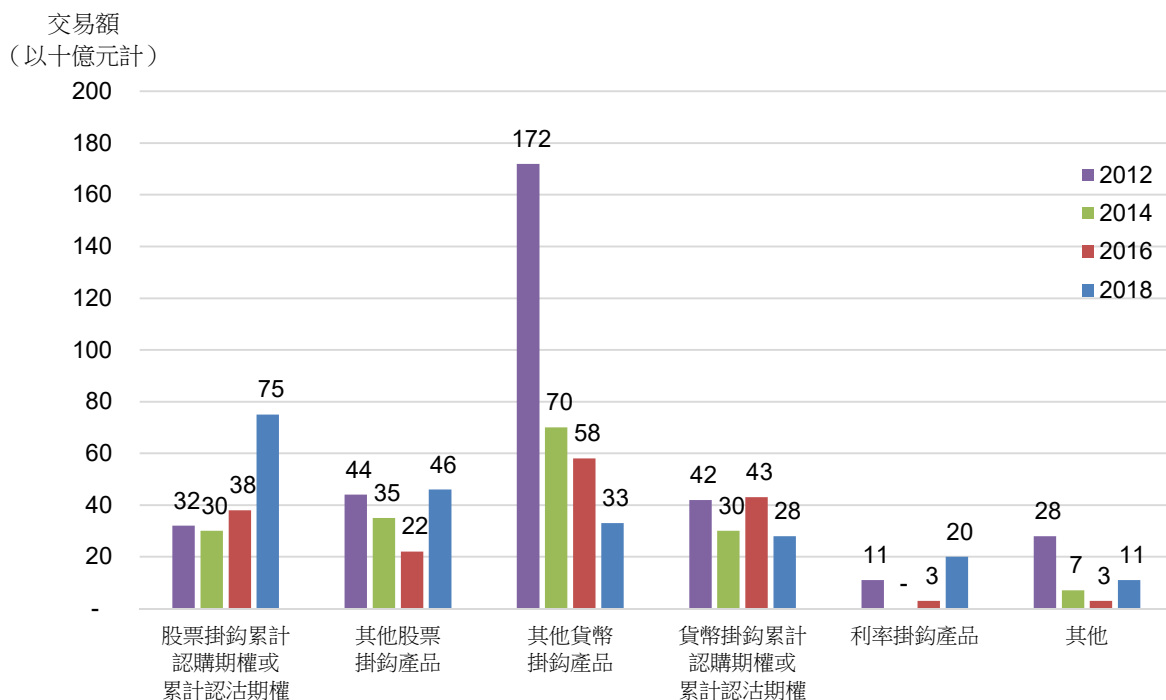
圖7：結構性投資產品的交易額（2018年）



19. 股票掛鈎產品的交易額由上次調查的 600 億元增加一倍至這次調查的 1,210 億元。股票掛鈎產品超逾了貨幣掛鈎產品，成為了銷量最高的結構性投資產品。公司普遍表示，2017 年環球股市表現強勁，帶動了客戶對股票相關產品的需求。

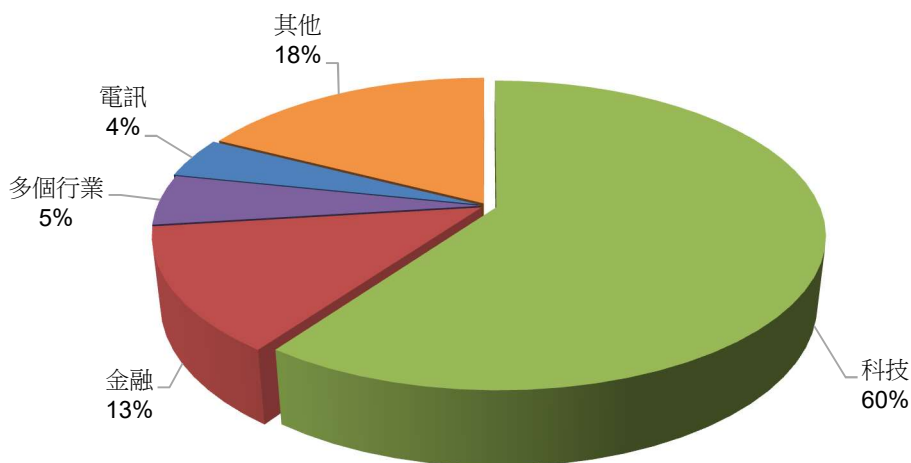


圖8：結構性投資產品的交易額



20. 在首十家公司中，有一家公司表示客戶對科技行業的興趣，是帶動股票掛鉤產品整體交易量上升的主要因素。在受訪公司呈報的首五項股票掛鉤產品<sup>5</sup>中，有 60%與科技股掛鉤，13%與金融股掛鉤，以及 5%與涉及兩個或以上行業的一籃子股票掛鉤。

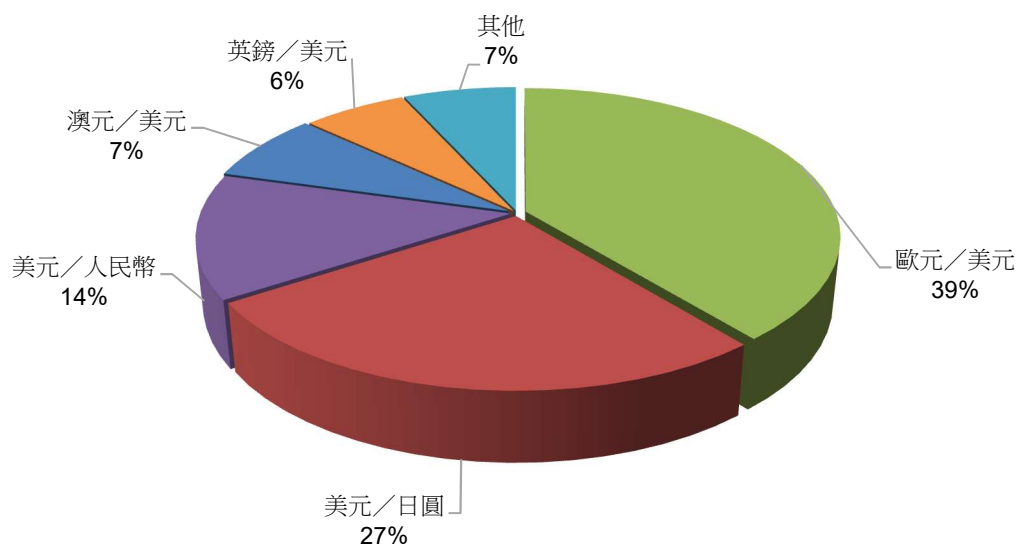
圖9：股票掛鉤結構性投資產品按相關股票所屬行業計的交易額 (2018年)



<sup>5</sup> 在調查中，公司需就每類投資產品中錄得最高交易額的首五項產品提供較詳細的資料，例如產品名稱及發行商名稱等。

21. 貨幣掛鈎結構性投資產品的交易額為 610 億元，較上次調查的 1,010 億元下跌 40%。在首十家公司中，有一家公司呈報因一名主要客戶結束帳戶，令其貨幣掛鈎產品的交易額大幅減少。另一家同屬首十家公司之一的公司觀察到，部分客戶將其投資由貨幣掛鈎累計認購期權或累計認沽期權，分散至年期較短的其他貨幣掛鈎產品，例如雙幣票據，藉此更有效管理他們的風險。
22. 根據每家受訪公司呈報的首五項貨幣掛鈎產品，美元兌歐元（39%）是最常見的貨幣組合，其次是美元兌日圓（27%）、美元兌人民幣（14%）及美元兌澳元（7%）。

圖10：貨幣掛鈎結構性投資產品按貨幣組合計的交易額（2018年）

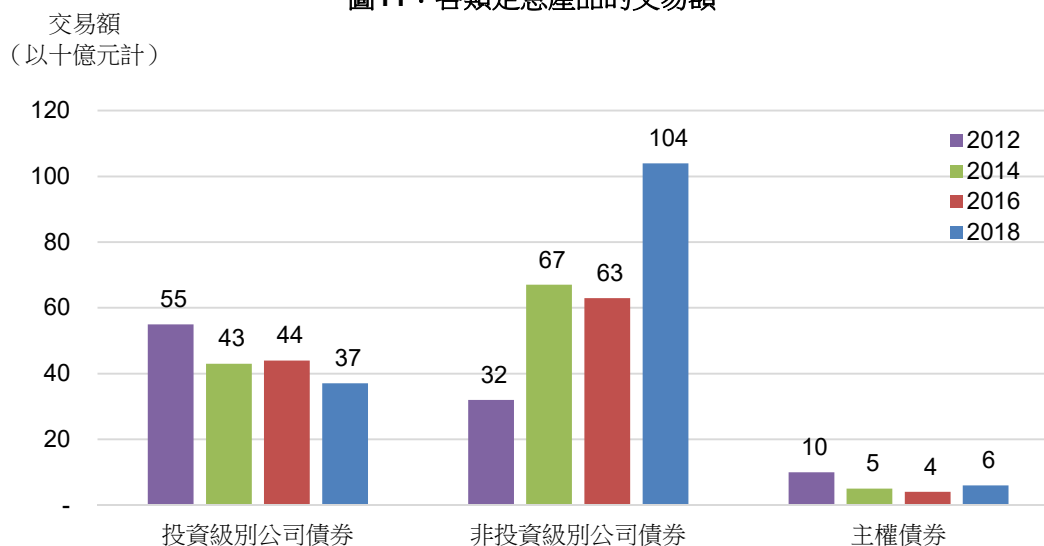


23. 利率掛鈎結構性投資產品的交易額由上次調查的 30 億元增至這次調查的 200 億元。受訪公司普遍表示，隨著利率上升，利息掛鈎產品受到市場歡迎。

## b) 定息產品

24. 定息產品的總交易額由上次調查的 1,110 億元，增加 32% 至這次調查的 1,470 億元，其中有超過一半來自首十家公司中的六家公司（包括兩家國際金融集團及四家內地經紀集團）。公司普遍表示在匯報期內，定息產品的需求有所上升。其中一家內地公司亦呈報其已招聘了一支銷售團隊，專責向高資產淨值客戶銷售定息產品。

圖11：各類定息產品的交易額



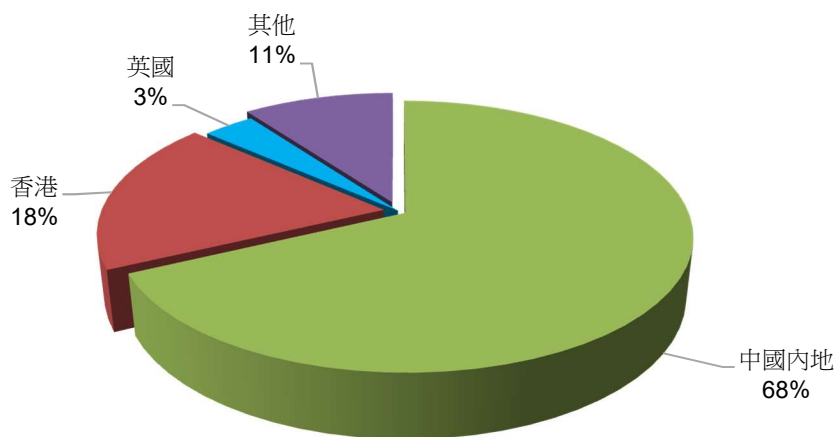
25. 非投資級別公司債券<sup>6</sup>佔定息產品總交易額的百分比，由上次調查的 56% 增至這次調查的 71%；而投資級別公司債券佔定息產品總交易額的百分比則由上次調查的 40% 減至這次調查的 25%。部分公司表示，高息債券的發行在匯報期內有所增加，而投資者為了在利率低迷的環境下追求收益，轉而投資一般提供較高收益的非投資級別公司債券。
26. 主權債券僅佔定息產品總交易額的 4%，情況與上次調查相若。

<sup>6</sup> 在調查中，公司需要將不獲評級的公司債券一併歸類為非投資級別債券。

## 首五項公司債券<sup>7</sup>

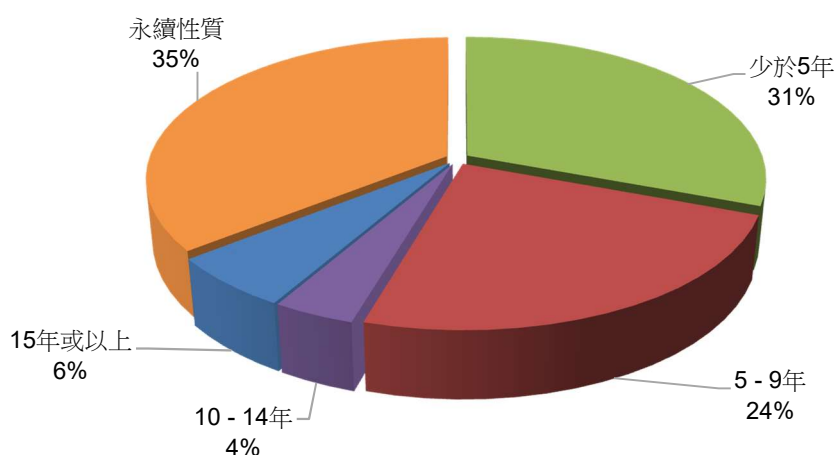
27. 在這次調查中匯報的首五項公司債券的發行商大多來自金融業（例如銀行、金融服務集團及保險公司）和房地產業。就發行商的“風險來源地”<sup>8</sup>而言，中國內地及香港仍為主要風險來源地，分別佔首五項公司債券交易額的 68% 及 18%。

圖12：公司債券發行商的風險來源地（2018年）



28. 截至 2018 年 3 月 31 日，首五項公司債券中有 31% 的剩餘期限<sup>9</sup>少於五年，而 24% 的剩餘期限介乎五至九年。永續債券所佔的比例由上次調查的 10% 增至這次調查的 35%。超過 70% 的永續債券由銀行集團發行。

圖13：公司債券的剩餘期限（2018年）



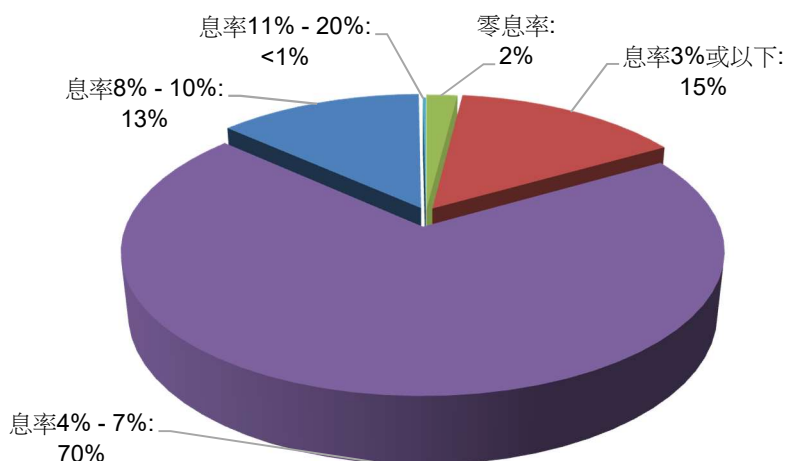
<sup>7</sup> 這是指各受訪公司按交易額所呈報的首五項投資級別及非投資級別公司債券。

<sup>8</sup> 關於定息產品的風險來源地及其他資料（例如相關行業、票面息率及到期日等）均來自外界市場數據供應商。

<sup>9</sup> 剩餘期限是指各債券由 2018 年 3 月 31 日起計距離到期日的時間。到期日介乎 2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日之間的債券被歸類為剩餘期限少於五年。

29. 首五項公司債券中有 70%的票面年息率介乎 4%至 7%，另有 15%的票面年息率為 3%或以下；而零息債券則佔 2%。

圖14：公司債券的票面息率範圍（2018年）



#### 首五項主權債券<sup>10</sup>

30. 在各受訪公司呈報的首五項主權債券中，美國政府債券（44%）及香港政府債券（26%）是最常銷售的主權債券。截至 2018 年 3 月 31 日，首五項主權債券中有超過 70%的剩餘期限少於五年，另約有 10%的剩餘期限為十年或以上。首五項主權債券中，68%的票面年息率少於 4%，另有 12%屬零息債券。

#### 具有在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的特點的定息產品<sup>11</sup>

31. 在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的債券的銷售額，由上次調查的約 80 億元上升至這次調查的 170 億元。這些債券當中有 76%由五家公司銷售，當中包括四家內地經紀集團。
32. 在受訪公司銷售的首五項在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的債券中，85%具有債股轉換的特點。其他特點包括永久及臨時撇減<sup>12</sup>。另外，有 97%是永續債券，而超過 80%的票面年息率介乎 4%至 6%。
33. 在上次調查中呈報的首五項在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的債券主要由歐洲銀行發行，而在這次調查中呈報的該等債券有超過 70%由內地銀行集團發行。

<sup>10</sup> 這是指各受訪公司按交易額所呈報的首五項主權債券。

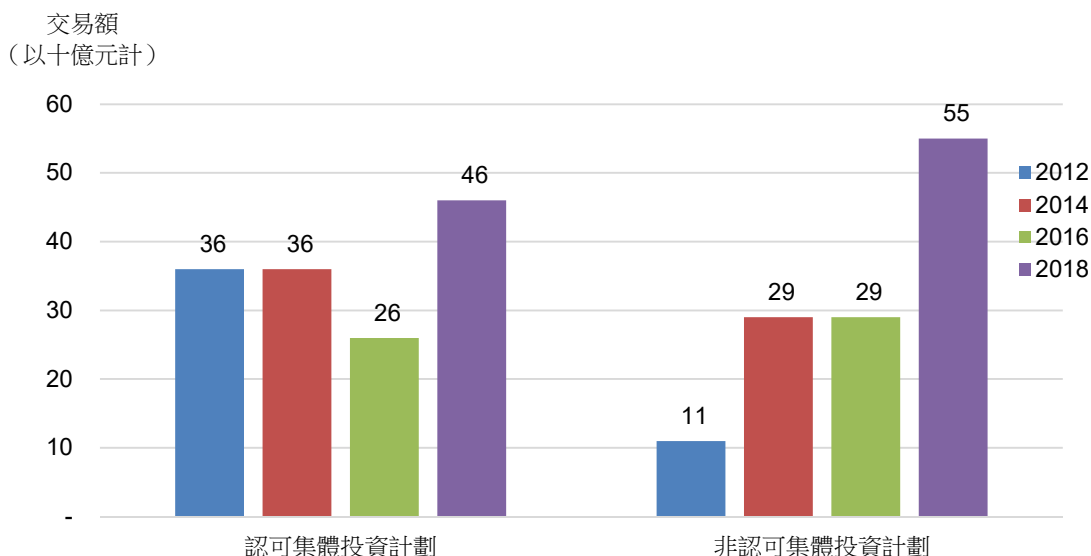
<sup>11</sup> 這些定息產品往往附帶轉換權或彌補虧損的特點，當發行商的監管資本比率降至一定水平，或因發行商面臨財政困難而令政府或監管當局採取特定行動時（即不可持續營運的事件），便會觸發這些特點。

<sup>12</sup> 臨時撇減是指在觸發事件發生時，債券的本金將會作全數或局部撇減。但如果發行商的財務狀況日後得到改善並達到一定要求，債券的本金可以全數或局部恢復。

### c) 集體投資計劃及對沖基金

34. 在匯報期內參與投資產品銷售的公司中，銷售集體投資計劃的公司數目（65%）較銷售任何其他產品的為多，情況與上次調查相若。集體投資計劃的交易額由上次調查的 550 億元大幅增加 84% 至這次調查的 1,010 億元；而在匯報期內，認可與非認可集體投資計劃的交易額比例分別為 45% 與 55%。

圖15：集體投資計劃的交易額



35. 在匯報期內，共有 164 家公司銷售集體投資計劃，其中五家共佔總交易額的 630 億元或 62%，而在集體投資計劃交易額增幅中的 360 億元或 78%，都是來自該五家公司。這五家公司包括一家國際金融集團、一家投資顧問公司、一家資產管理公司及兩家經紀集團。其中一家經紀集團表示其擴充了財務管理團隊，因而令集體投資計劃的成交額有所增加。
36. 觀乎各受訪公司呈報的首五項集體投資計劃，債券基金是最常銷售的基金類別。其中，高息債券基金的交易額由上次調查的 20 億元增至這次調查的 180 億元。這與市場認為更多投資者追求更高收益的看法相符。
37. 對沖基金交易額由 2016 年的 80 億元減至 2018 年的 50 億元。曾向個人投資者銷售對沖基金的公司有 46 家，其中五家公司的交易額佔總交易額的 67%。首五項對沖基金中，好／淡倉兼持仍是最普遍採用的投資策略。

### d) 掉期及回購交易

38. 掉期及回購交易的銷售額由上次調查的 290 億元微升 7% 至這次調查的 310 億元。呈報曾向個人投資者銷售掉期及回購交易的公司只有 15 家，其中五家（包括三家國際金融集團及兩家經紀集團）的交易額佔總交易額超過 90%。

## E. 未平倉合約

39. 在 252 家銷售投資產品的公司中，有 156 家公司或其相關公司有替客戶或以訂約方身分持有未平倉合約。這些公司持有未平倉合約的市值為 4,680 億元，較上次調查的 3,130 億元增加了 50%。首十家公司共佔未平倉合約總額的 40%（2016 年：42%）。
40. 定息產品及集體投資計劃各佔未平倉合約的 44%，並分別佔總未平倉合約增幅的 54%及 42%。

產品種類	於 2018 年 3 月 31 日 未平倉合約的市值			
	認可產品 (以百萬元計)	非認可產品 (以百萬元計)	總計 (以百萬元計)	總計 (%)
定息產品	-	205,941	205,941	44%
集體投資計劃	114,485	90,156	204,641	44%
結構性投資產品	252	25,868	26,120	5%
對沖基金	88	15,035	15,123	3%
掉期及回購交易	-	3,384	3,384	1%
其他	-	13,170	13,170	3%
<b>總計</b>	<b>114,825</b>	<b>353,554</b>	<b>468,379</b>	<b>100%</b>

## F. 活躍的客戶

41. 該 252 家公司呈報曾在匯報期內完成至少一項投資產品交易的客戶共有 55,172 名（2016 年：47,335 名），當中約 75%（2016 年：73%）為香港居民。
42. 有 91%（2016 年：82%）的公司呈報客戶均直接與它們開立帳戶。其餘公司則表示，它們在匯報期內曾向與其海外聯屬公司開立帳戶的客戶提供服務，而這些客戶所涉及的交易額佔匯報期內總交易額的 15%。
43. 共有 19%或 10,549 名客戶（2016 年：16%或 7,595 名客戶）根據《操守準則》<sup>13</sup>被視為專業投資者。

## G. 投資產品發行商

44. 每家受訪公司均按要求呈報了所銷售的投資產品的首五家發行商。截至 2018 年 3 月 31 日止年度，總交易額 5,080 億元中的 2,730 億元（54%）是與所呈報的發行商有關。這些發行商包括金融機構、政府或政府機構，以及本地或海外公司。

<sup>13</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》

45. 首十家公司中的三家國際金融集團及三家內地經紀集團或其相關公司，同時亦是投資產品的主要發行商。這六家公司或其相關公司所發行的產品的交易額為 1,330 億元，其中 1,250 億元（94%）由它們直接向其客戶進行銷售。有關產品以結構性投資產品為主。

## H. 人力資源

46. 根據所呈報的資料，截至 2018 年 3 月 31 日，參與投資產品銷售的持牌代表有 5,469 名，與上次調查所呈報的數目相若（2016 年：5,448 名）。
47. 在受訪公司中，有超過半數呈報有五名或以下的持牌代表參與投資產品銷售；另有 11 家公司呈報有逾 100 名持牌代表參與投資產品銷售。