



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

截至 2014 年 3 月 31 日止年度

## 引言

1. 證劵及期貨事務監察委員會（證監會）就證監會持牌法團向個人投資者銷售非交易所買賣投資產品（“投資產品”）進行了實況調查。調查涵蓋 2013 年 4 月 1 日至 2014 年 3 月 31 日期間（“匯報期”）投資產品的銷售情況。上次調查於 2012 年進行，涵蓋 2011 年 4 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日期間。

## 目的

2. 調查旨在收集證監會持牌法團銷售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外，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。這些個人投資者已於持牌法團開立了帳戶，或在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。持牌法團向銀行等市場專家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，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 1,465 家獲發牌就證券或期貨進行交易或提供意見的法團發出問卷，並收到 1,439 份回覆，回應率為 98%。共有 213 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。

## 主要調查結果

### 市場仍然活躍，並由各式各樣的參與者和產品組成

6. 截至 2014 年 3 月 31 日止財政年度的總交易額由上次調查的 5,100 億元<sup>1</sup>下跌 8%至這次調查所錄得的 4,680 億元。總交易額下跌主要是因為有兩家國際金融集團將向個人投資者銷售投資產品的業務納入集團的銀行部，或將這部分的業務出售給另一家銀行集團，因此不再透過他們的證監會持牌法團進行有關業務。這亦是結構性投資產品的銷售較上次調查大幅下跌的主因之一。
7. 不過，參與投資產品銷售的公司數目則由 187 家上升 14%至 213 家。在這些公司中，大約有三分之一首度在這項調查中呈報有向個人投資者銷售投資產品，當中包括自上次調查後才獲發牌的法團或才開始銷售投資產品的公司。該等首次受訪的公司為證券經紀行、資產管理公司及投資顧問，並以銷售集體投資計劃及定息產品為主。
8. 在這 213 家公司中，大部分向其客戶銷售由第三方發行的產品。我們注意到客戶普遍獲得多元化的投資產品。

### 持牌法團銷售集體投資計劃及定息產品呈上升趨勢

9. 與上次調查比較，集體投資計劃及定息產品的交易額均增加了 180 億元。定息產品方面，非投資級別的公司債券的銷售增加了 350 億元，部分增長因投資級別的公司債券及主權債券的銷售下跌 170 億元而有所抵銷。這顯示個人投資者在低息環境下，愈趨物色較高的回報。

### 首十家公司<sup>2</sup>仍然主導市場，但組成的公司出現變化

10. 首十家公司的交易額合共為 3,710 億元，佔總交易額的 79%（2012 年：4,270 億元或 84%）。這些公司或其相關公司亦是結構性投資產品、集體投資計劃、掉期及回購交易的主要發行商。
11. 在首十家公司中，有一半是主要國際金融集團的成員，它們的交易額佔總交易額的 62%（2012 年：74%）。其中一家只以非零售客戶為服務對象的國際金融集團的交易額便已佔去大約一半的總交易額。

---

<sup>1</sup> 於 2012 年進行的調查的總交易額已由 5,840 億元修訂為 5,100 億元。幾家主要資產管理公司已修訂上次調查所涵蓋的期間的數字，以剔除向客戶匯集綜合帳戶／代名人所銷售的集體投資計劃的交易額。請注意，本報告內已全面使用經修訂的數字（包括產品發行商及未平倉合約的經修訂數字）。

<sup>2</sup> 在本報告內，“首十家公司”是指在調查中呈報最高交易額的十家持牌法團。

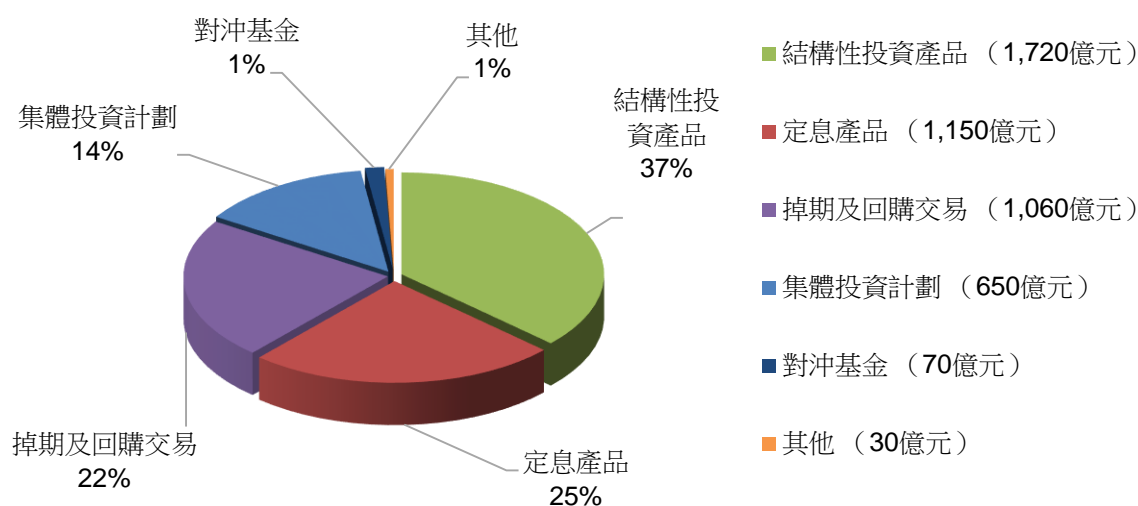
## 詳細調查結果

總交易額：4,680 億元（2012 年：5,100 億元）

### 概覽

12. 截至 2014 年 3 月 31 日止年度，有 213 家持牌法團（2012：187 家）呈報曾向個人投資者銷售投資產品，總交易額<sup>3</sup>為 4,680 億元，較上次調查下跌 8% 或 420 億元。兩次調查顯示非認可投資產品在持牌法團向個人投資者銷售的投資產品中，均佔總交易額的 90% 以上。而在向個人投資者銷售的認可投資產品中，集體投資計劃則是主要的產品種類。

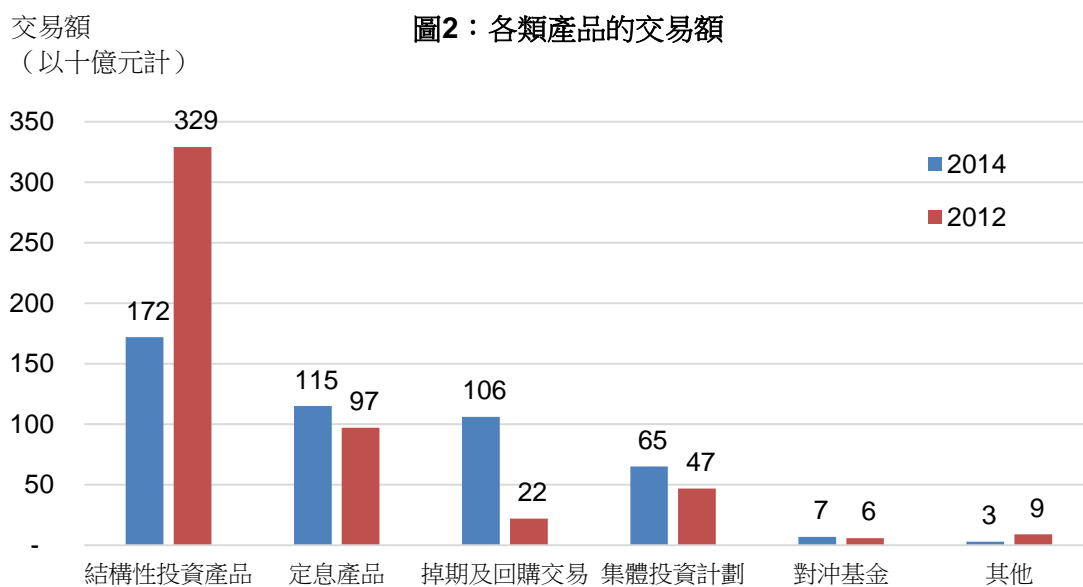
圖1：各類產品的交易總額



產品種類	交易額（2013 年 4 月至 2014 年 3 月） （以百萬元計）				參與銷售的 公司數目
	認可產品	非認可產品	總計		
結構性投資產品	38	172,403	172,441	37%	40
定息產品	-	115,312	115,312	25%	104
掉期及回購交易	-	105,496	105,496	22%	13
集體投資計劃	36,082	28,399	64,481	14%	150
對沖基金	35	7,067	7,102	1%	52
其他	-	3,086	3,086	1%	7
<b>總計</b>	<b>36,155</b>	<b>431,763</b>	<b>467,918</b>	<b>100%</b>	<b>213</b>

<sup>3</sup> 這項調查內的交易額是指投資者為證券及期貨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。持牌法團只須匯報單邊交易，例如在轉換交易時應只將個人投資者的買盤所涉及的金額列作交易額。

13. 結構性投資產品再度錄得最高的交易額，但所佔總交易額的百分比則由上次調查的 65% 大幅下跌至這次調查的 37%。掉期及回購交易的交易額則主要受某家國際金融集團數名客戶對利率掉期的需求所帶動，增加了 840 億元。集體投資計劃及定息產品的交易額均較上次調查增加了 180 億元；對沖基金在兩次調查中的交易額則相若。雖然結構性投資產品於匯報期內的交易總額減少了，但掉期、回購交易、集體投資計劃及定息產品的交易額增長抵銷了部分減幅。



#### 參與投資產品銷售的公司的變化

14. 50 家在上次調查中呈報有參與投資產品銷售的公司於 2014 年表示不再參與任何銷售。這 50 家公司佔上次調查的總交易額的 690 億元或 13%。在這些公司中，有十家已完全停止進行受規管活動。有數家公司已將向個人投資者銷售投資產品的業務轉移至集團內的銀行部，有一家公司已將這部分的業務出售給另一家銀行集團。
15. 有 76 家在上次調查時沒有參與投資產品銷售的公司，在這次調查中呈報有參與投資產品銷售，當中七家最近才向證監會領牌。這 76 家公司包括證券經紀行、資產管理公司及投資顧問。
16. 這 76 家公司各自的交易額都較小（除一家外，其餘一般均佔總交易額少於 1%），它們的交易額合共為 220 億元或佔總交易額的 5%。銷售的產品包括集體投資計劃及定息產品。
17. 有 137 家公司在兩次調查中均呈報有向個人投資者銷售投資產品。這些公司共錄得 50 億元的淨交易額增長。77 家公司呈報交易額合共增加了 2,060 億元，而有 60 家公司則呈報交易額合共減少了 2,010 億元。當中 80% 的減幅與一家隸屬某國際金融集團的公司有關，因為該公司將向個人投資者銷售投資產品的業務納入其銀行部，並停止透過證監會持牌法團進行有關業務。

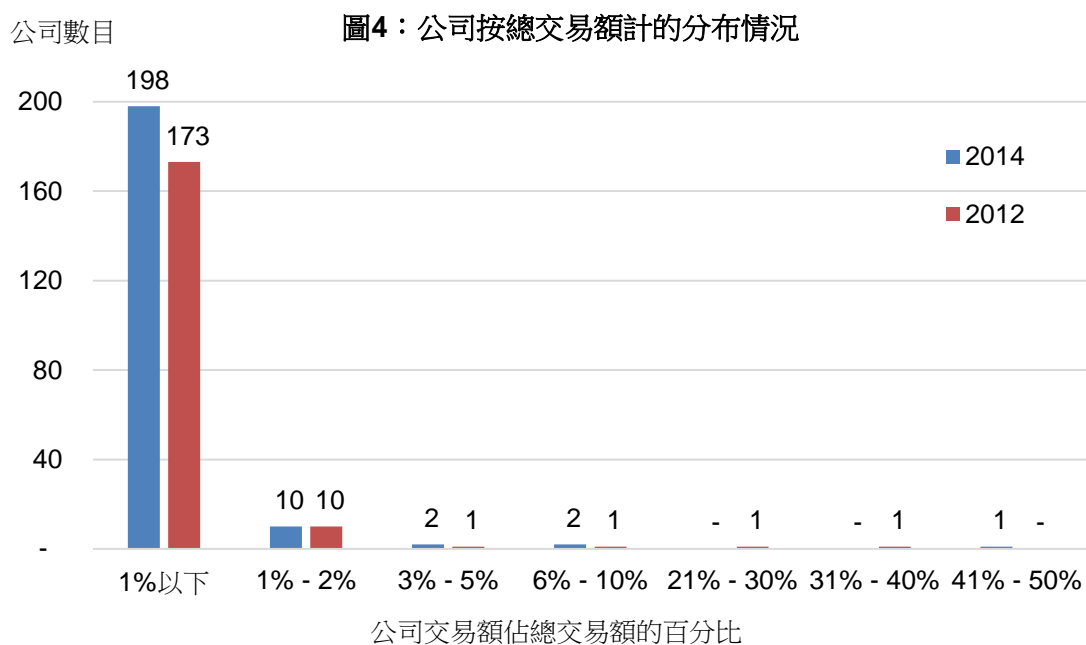
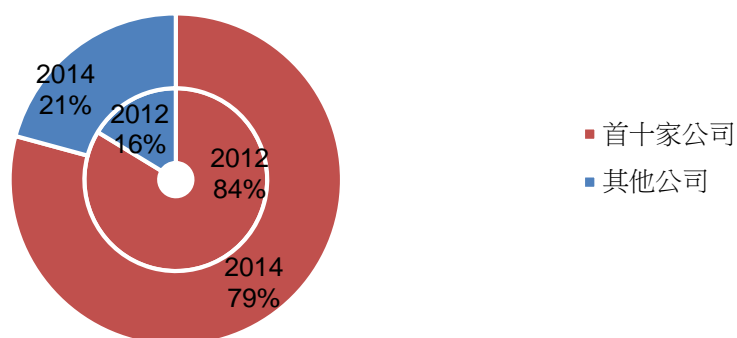
## 各類公司銷售投資產品的情況

18. 銷售結構性投資產品、掉期及回購交易的主要是幾家國際金融集團。證券經紀行主要集中在銷售定息產品，而投資顧問及資產管理公司則主要銷售集體投資計劃。兩次調查均得出類似的觀察。

## 首十家公司

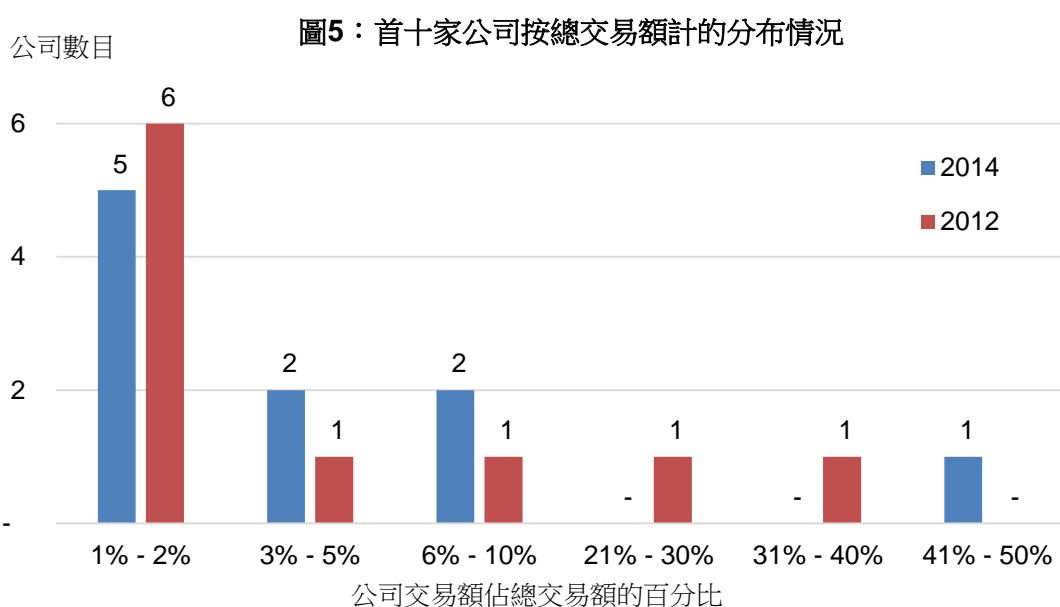
19. 首十家公司佔 2014 年總交易額的 79% (3,710 億元)，較上次調查的 84% (4,270 億元) 輕微下跌，其中一家主要以非零售的高資產淨值個人客戶為服務對象的公司佔持牌法團銷售投資產品一個重要比重——約佔總交易額的一半。如圖 4 所示，大部分公司的交易額佔總交易額少於 1%。

圖3：首十家公司及其他公司的總交易額



20. 在上次調查的首十家公司當中，只有五家今年仍然位居其中。今年有一家以香港為據點的證券經紀行位居首十家公司之列，該公司主要向個人投資者銷售股票掛鉤結構性投資產品。下表顯示在兩次調查中的首十家公司的組合：

公司種類	2014 年	2012 年
國際金融集團的聯屬公司	5	5
中國／台灣金融集團的聯屬公司	3	3
資產管理公司	1	2
以香港為據點的證券經紀行	1	0



21. 按交易額計算，首十家公司以銷售結構性投資產品為主。掉期及回購交易產品則主要由首十家公司內的幾家國際金融集團銷售。
22. 餘下的 203 家公司由證券經紀行、資產管理公司及投資顧問組成。與上次調查的結果相若，定息產品及集體投資計劃佔該等公司銷售投資產品予個人投資者的大部分交易總額。



圖6a：各產品種類計的交易額—  
首十家公司

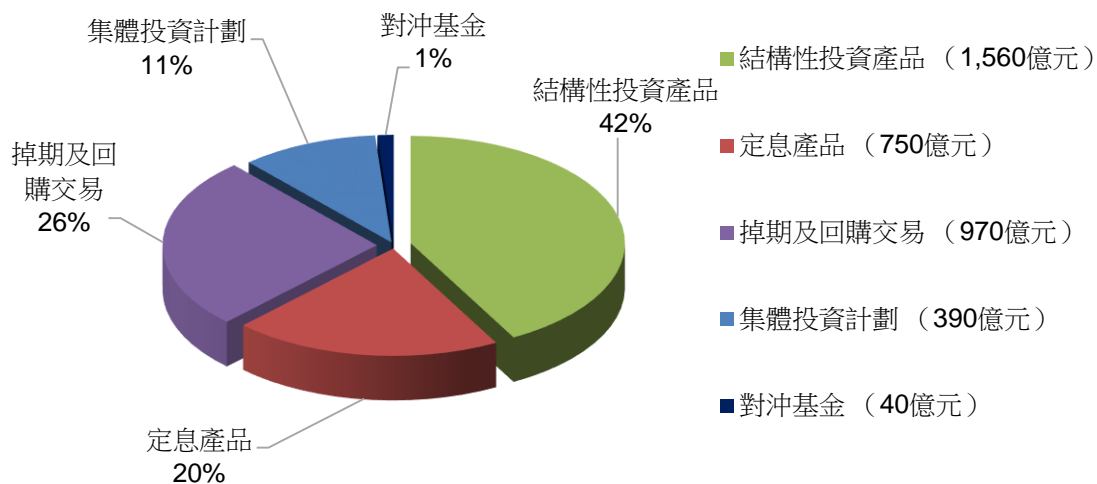
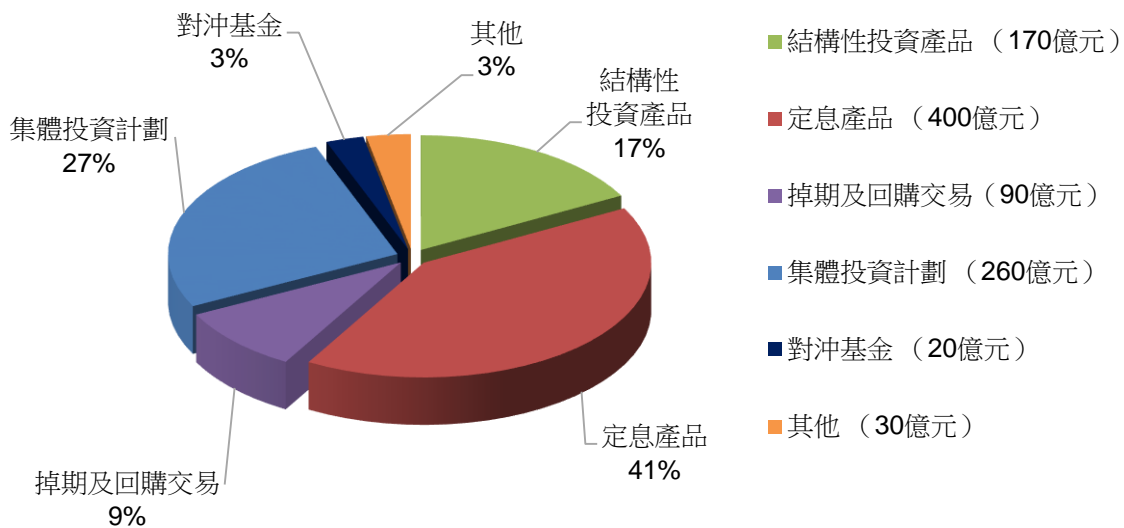


圖6b：各產品種類計的交易額—  
首十家公司以外的公司

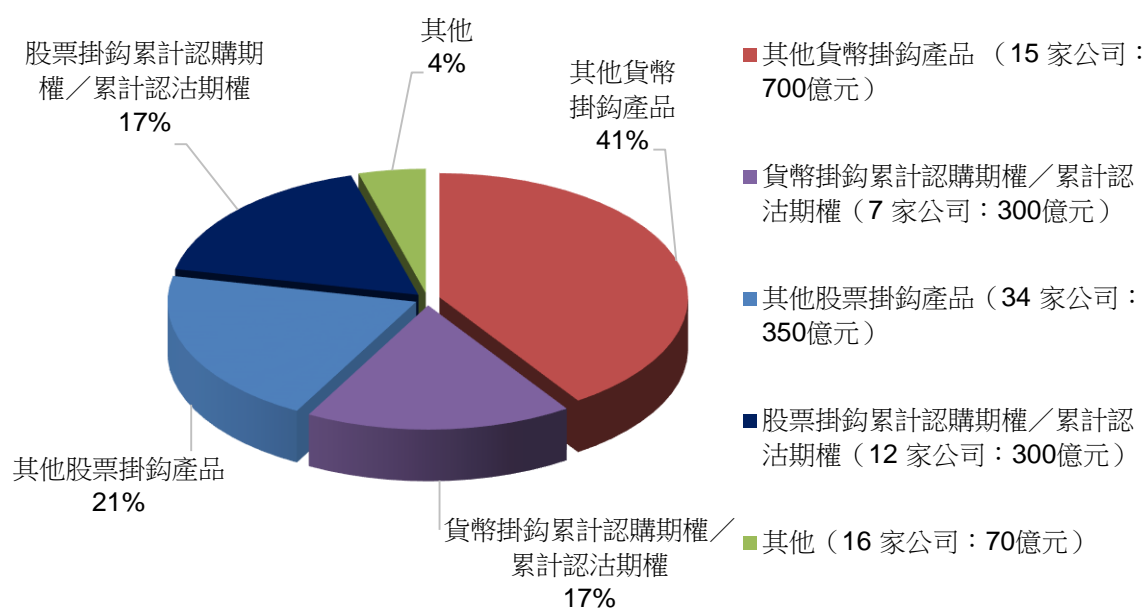


## 產品類別分析

結構性投資產品（40 家公司，交易總額：1,720 億元；2012 年：47 家公司，3,290 億元）

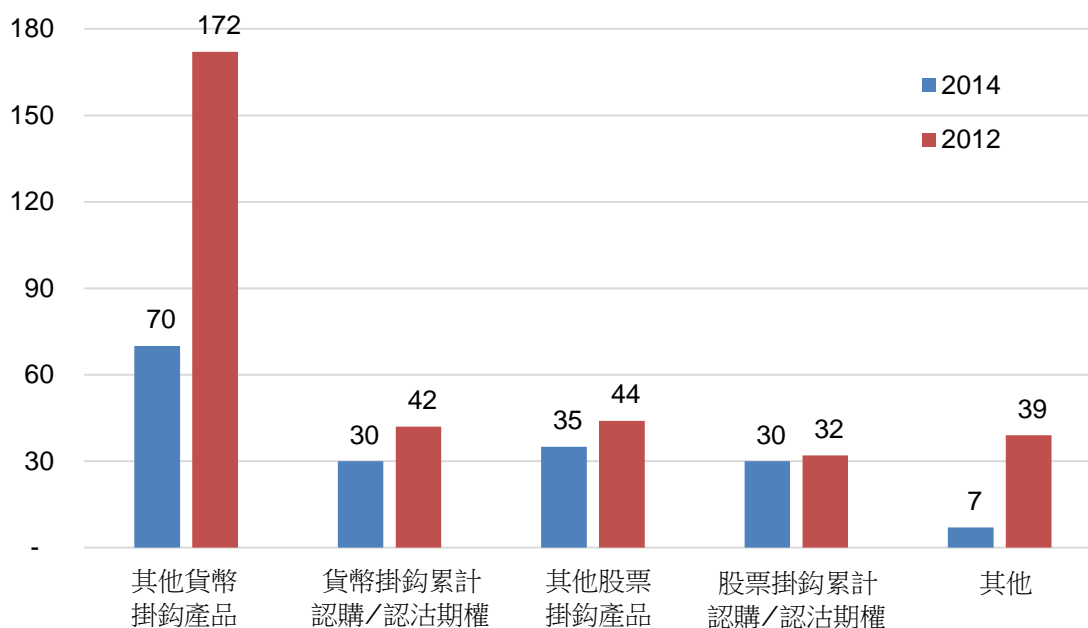
23. 與上次調查相比，從事結構性投資產品銷售的持牌法團數目及結構性投資產品的交易總額均告下跌。交易額下跌的情況在各類結構性投資產品均有出現，其中以貨幣掛鉤結構性投資產品（包括貨幣掛鉤累計認購期權及累計認沽期權）的跌幅最大，約 1,140 億元。我們觀察到，部分在上次調查中活躍於結構性投資產品銷售的國際金融集團，其結構性投資產品的交易額大幅下跌。特別是其中兩家活躍於結構性投資產品銷售的國際金融集團已將有關業務轉移至集團的銀行部或售予另一家銀行集團。在 40 家公司中，約四分之三呈報在兩次調查中都有向個人投資者銷售結構性投資產品。
24. 貨幣掛鉤結構性投資產品（包括貨幣掛鉤累計認購期權及累計認沽期權）是所銷售的最常見的結構性投資產品，交易總額為 1,000 億元；第二位的是股票掛鉤結構性投資產品（包括股票掛鉤累計認購期權及累計認沽期權），涉及交易總額 650 億元。貨幣及股票掛鉤結構性投資產品佔結構性投資產品交易總額的 96%，而貨幣及股票掛鉤累計認購期權及累計認沽期權則約佔銷售予個人投資者的結構性投資產品的交易額的三分之一。

圖7：結構性投資產品的交易額



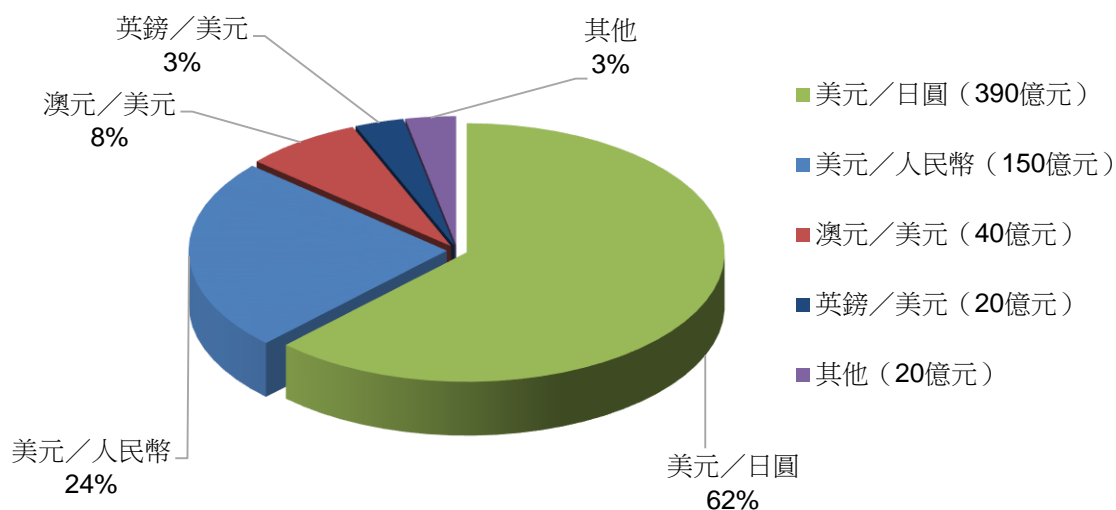
交易額  
(以十億元計)

圖8：結構性投資產品的交易額



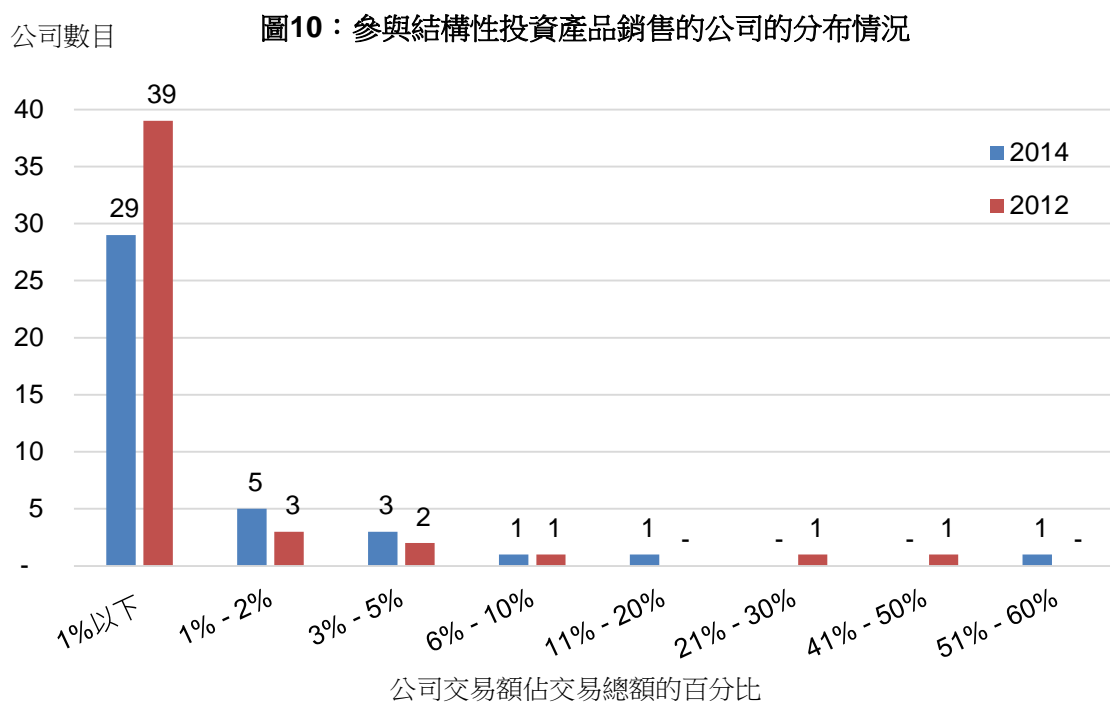
25. 根據對每家受訪公司呈報的首五項產品<sup>4</sup>所進行的分析，在該交易總額為 620 億元的貨幣掛鈎結構性投資產品的交易貨幣組合中（包括貨幣掛鈎累計認購期權及累計認沽期權），美元是主要採用的貨幣。美元兌日圓（62%）、美元兌人民幣（24%）及美元兌澳元（8%）是最常用於貨幣掛鈎結構性投資產品交易的貨幣組合。

圖9：貨幣掛鈎結構性投資產品按貨幣組合計的交易額



<sup>4</sup> 根據調查設計，公司須就每類投資產品中錄得最高交易額的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。有關詳情有助進一步分析銷售的產品，包括產品的特點。

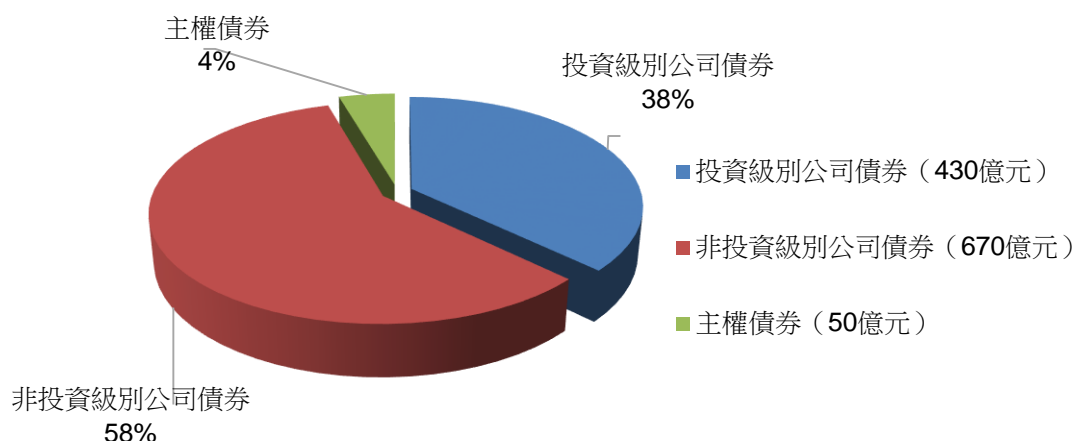
26. 結構性投資產品的大部分交易總額仍來自首十家公司（90%；2012年：92%）。然而，首十家公司中的國際金融集團所佔的銷售比例，由上次調查的88%下跌至今次調查的77%。



定息產品（104 家公司，交易總額：1,150 億元；2012 年：74 家公司，970 億元）

27. 如圖 11 所示，在銷售予個人投資者的定息產品中，58%為非投資級別公司債券。公司債券的銷量遠高於主權債券，主權債券僅佔交易總額的 4%左右。由首十家公司所銷售的定息產品佔有關交易總額的 65%（2012 年：69%）。

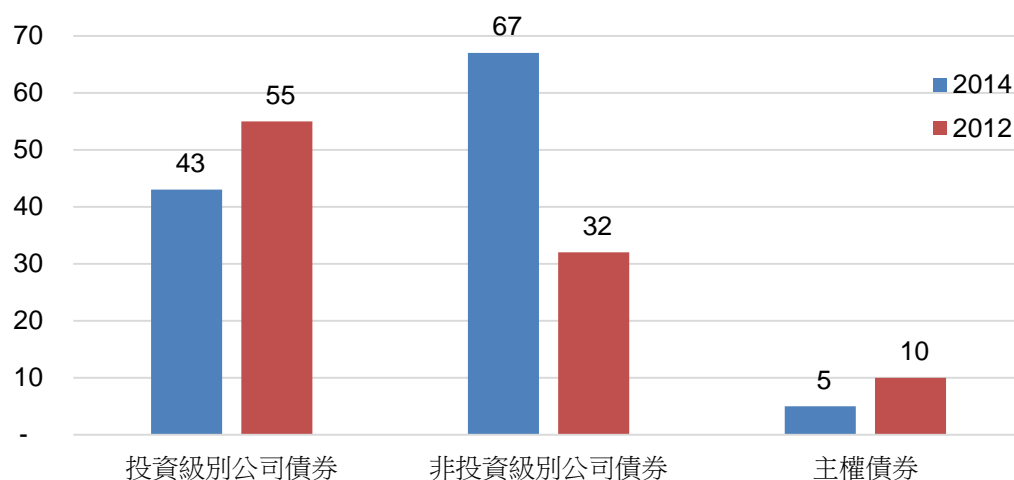
圖11：定息產品的交易額



28. 定息產品的交易總額上升了 180 億元，是由於非投資級別公司債券的交易額上升 350 億元所致，但部分升幅卻因投資級別公司債券及主權債券的銷售額下跌 170 億元而被抵銷。受訪公司指出，非投資級別公司債券的銷售額上升，主要是由於客戶需求增加，以及部分公司積極發行和銷售定息產品予個人投資者所致。

交易額  
(以十億元計)

圖12：各類定息產品的交易額



29. 大部分從事定息產品銷售的公司均為證券經紀行。國際金融集團及證券經紀行約佔有關交易總額的 90%。

圖13：參與定息產品銷售的公司的分布情況

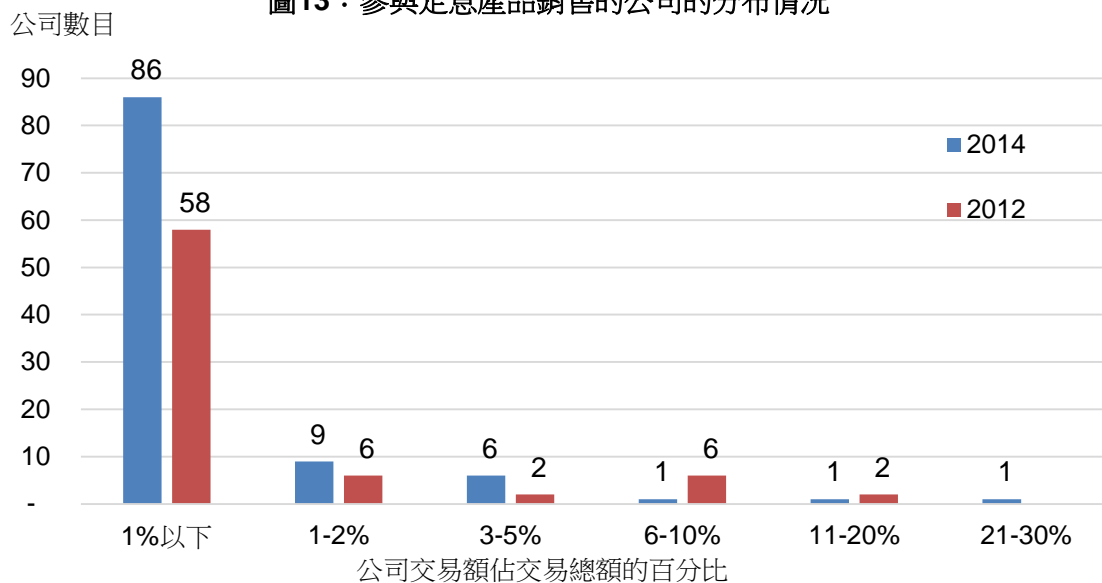
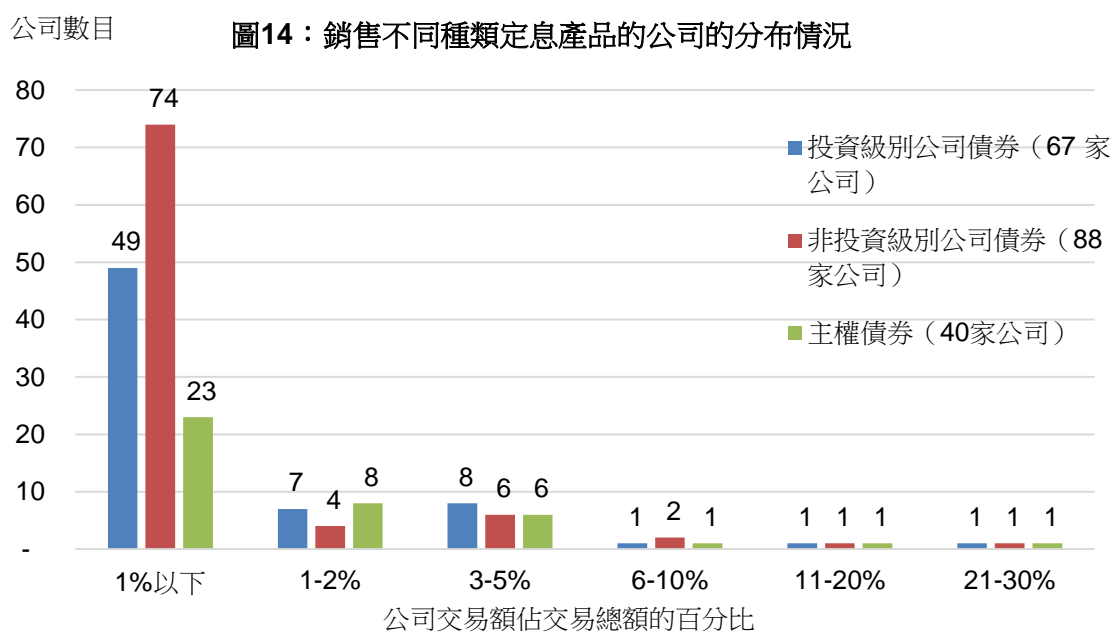


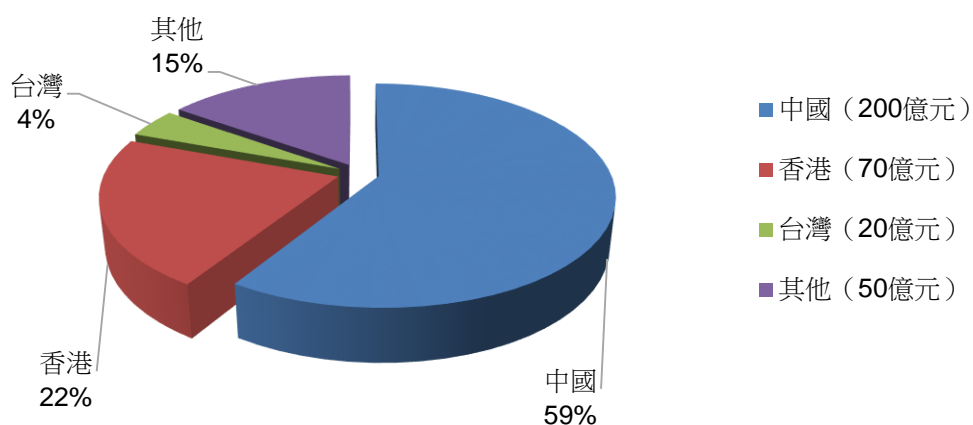
圖14：銷售不同種類定息產品的公司的分布情況



公司債券（103 家公司，交易總額：1,100 億元；2012 年：72 家公司，870 億元）

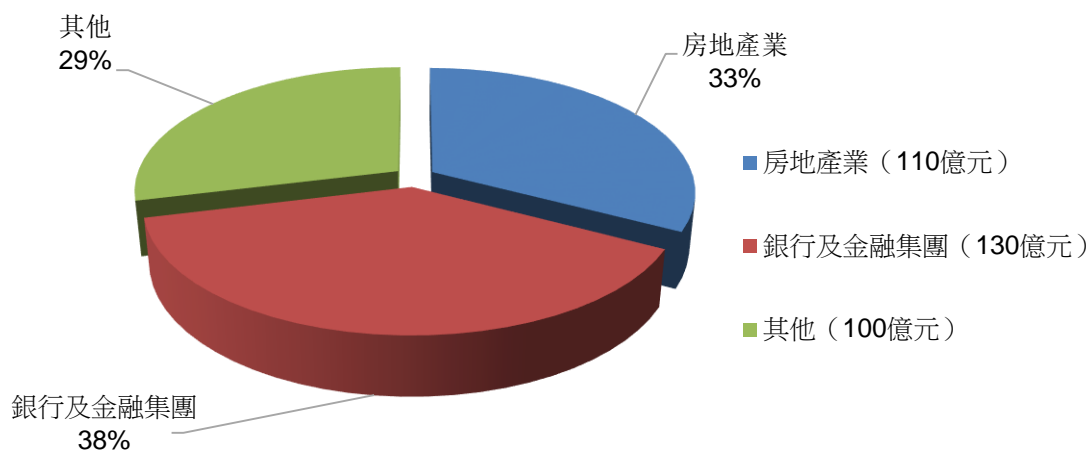
30. 我們根據各受訪公司所呈報的首五項投資級別及非投資級別公司債券（統稱“首五項公司債券”，交易額為 340 億元）<sup>5</sup>，對公司債券發行商的風險來源地<sup>6</sup>進行分析。中國內地及香港為主要的風險來源地，分別約佔首五項公司債券的交易額的 59%及 22%。其他風險來源地包括台灣、俄羅斯及新加坡。

圖15：公司債券發行商的風險來源地



31. 根據對每家受訪公司呈報的首五項公司債券所進行的分析，債券發行商的主要行業為金融業（例如銀行、金融服務集團及保險公司）（38%），其次是房地產業（33%），其他債券發行商的行業包括運輸業和電訊業。

圖16：公司債券發行商按行業計的分布情況

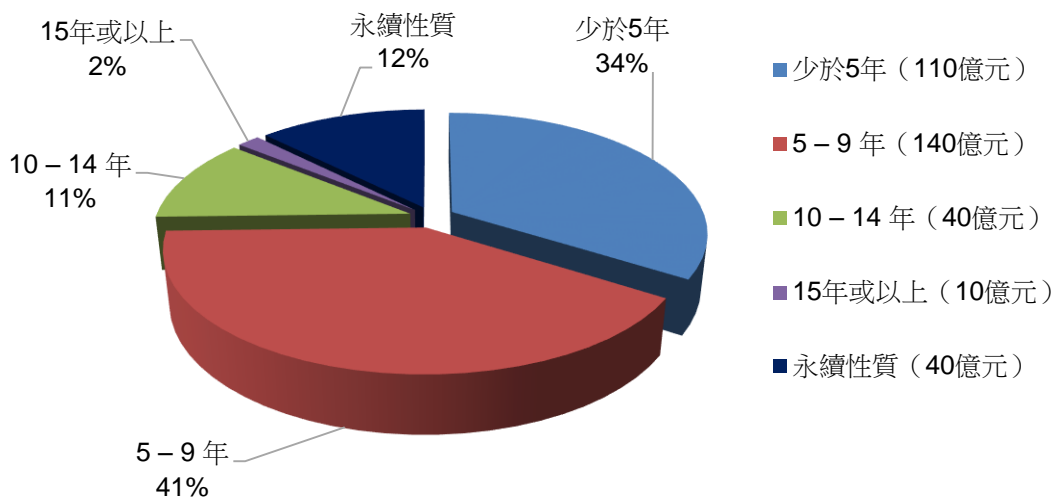


<sup>5</sup> 所有關於定息產品的具體資料（例如風險來源地、票面息率及到期期限）均來自市場數據。

<sup>6</sup> 發行商的“風險來源地”資料來自外界市場數據供應商。據我們了解，該數據供應商在決定“風險來源地”時，已考慮多項準則，包括發行商的註冊成立地、進行交易的主要證券交易所、主要收益的來源地及申報貨幣。

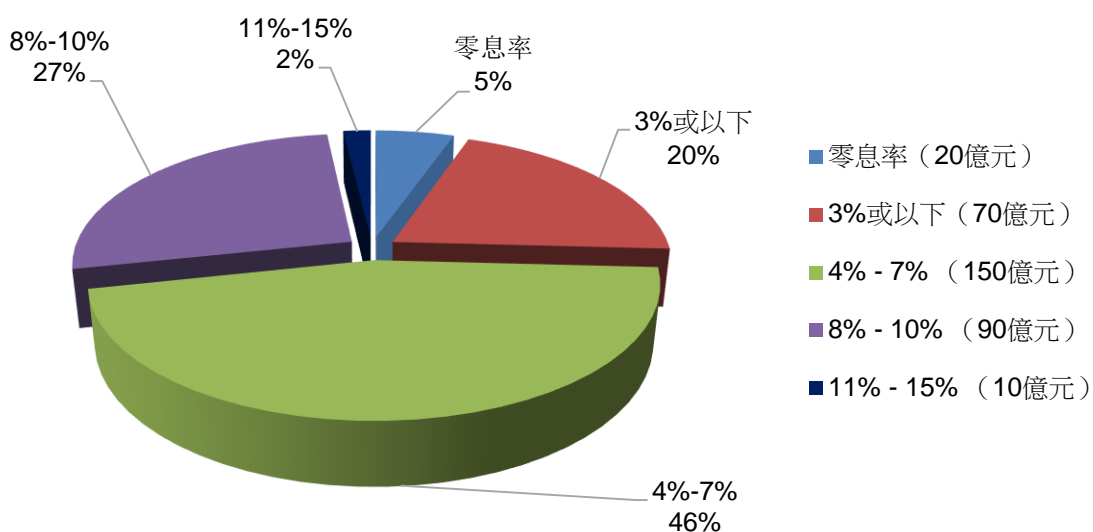
32. 在到期期限方面，首五項公司債券中有 75% 的原訂到期期限少於十年，而約 12% 則屬永續性質。

圖17：公司債券的到期期限情況



33. 至於票面息率類型方面，在首五項公司債券中，85% 為定息票據。首五項公司債券中約一半的現時票面年息率介乎 4% 至 7%，超過四分一的現時票面年息率達 8% 或以上；而在這些債券中，有 5% 為零息債券。

圖18：公司債券的票面息率範圍

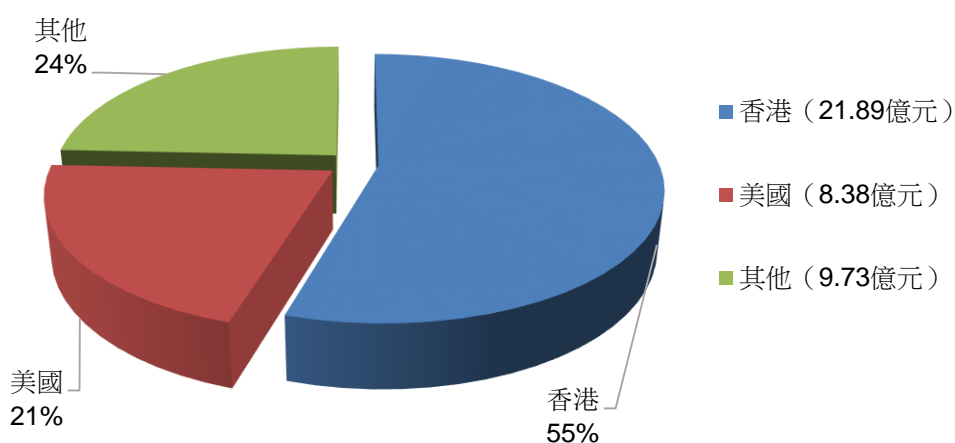




主權債券 (40 家公司, 交易總額: 50 億元; 2012 年: 36 家公司及 100 億元)

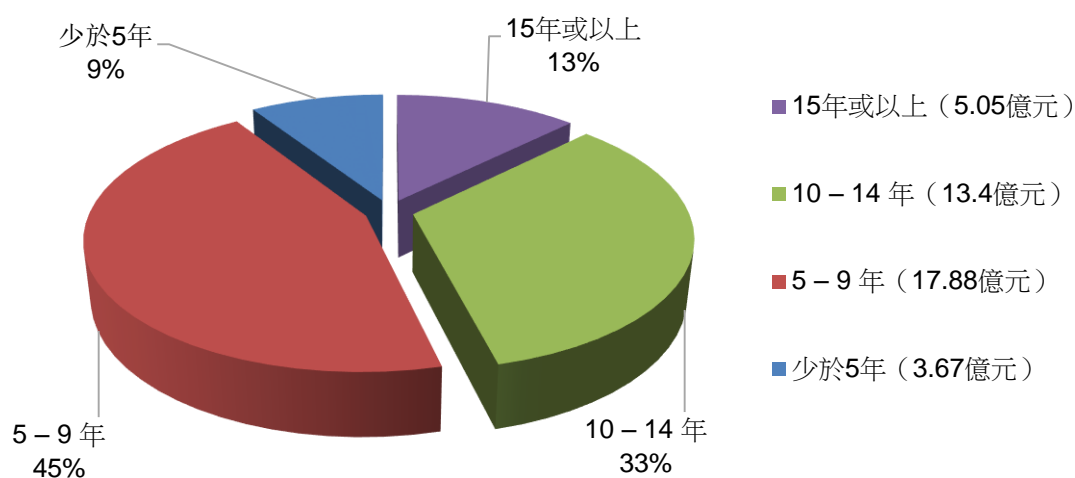
34. 根據對每家受訪公司呈報的首五項主權債券所進行的分析 (交易額為 40 億元), 個人投資者最普遍購買的主權債券為香港及美國政府債券 (佔總數的 76%)。他們購入的其他主權債券包括英國、日本及韓國的主權債券, 而其他歐盟國家或新興市場的主權債券只佔了極少的比例。

圖19：主權債券的風險來源地



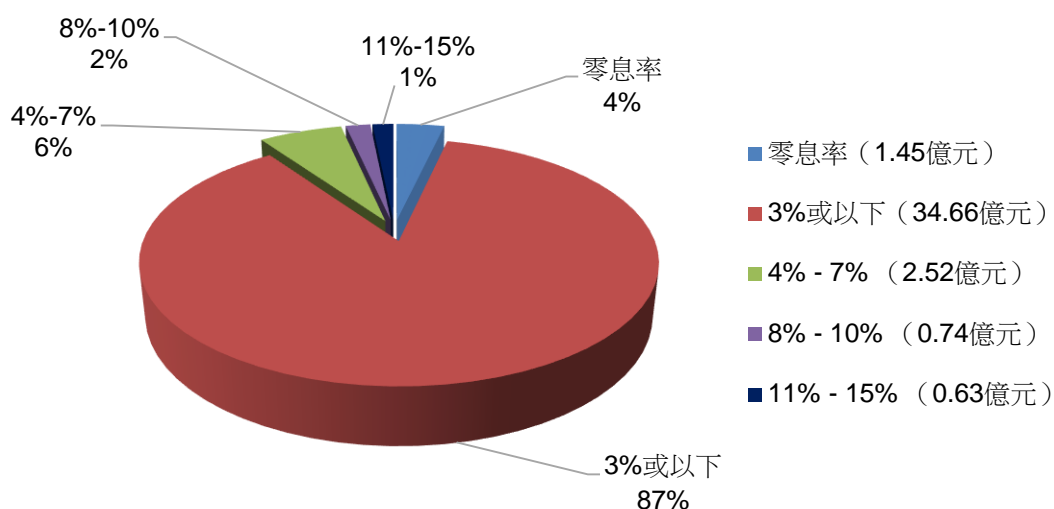
35. 至於到期期限方面, 首五項主權債券中有 45% 的原訂到期期限介乎五至九年, 其次是原訂到期期限介乎十至 14 年, 佔 33%。

圖20：主權債券的到期情況



36. 在首五項主權債券中，96%為固定票面息率。有 91%的主權債券的現時票面年息率不多於 3%或為零票息。

圖21：主權債券的票面息率範圍



具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：

37. 近年來，金融集團及銀行發行人新特點的債券，以便從金融市場籌集資本。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。
38. 在呈報曾銷售定息產品的 104 家公司中，有 14 家表示曾向個人投資者銷售具發行商不可持續營運時用作彌補虧損的特點的定息產品，有關交易總額為 21 億元。
39. 根據各公司呈報的按交易計首五項具在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的債券，其交易額合共 18 億元。當中超過 60%的債券由歐洲的銀行發行，其次有 35%以上是由亞洲的銀行發行。
- 過半數向投資者銷售具在發行商不可持續營運時用作彌補虧損的債券具有作臨時撇減<sup>7</sup>的特點，其他特點為永久撇減和債股轉換。
  - 這些債券約一半的原訂到期期限在五至十年之間，屬永續性質的約佔 30%。
  - 這些債券未獲評級的約佔 70%，屬非投資級別的約佔 20%。
  - 這些債券約有 80%附有可變票面息率<sup>8</sup>，其餘則為固定票面息率。

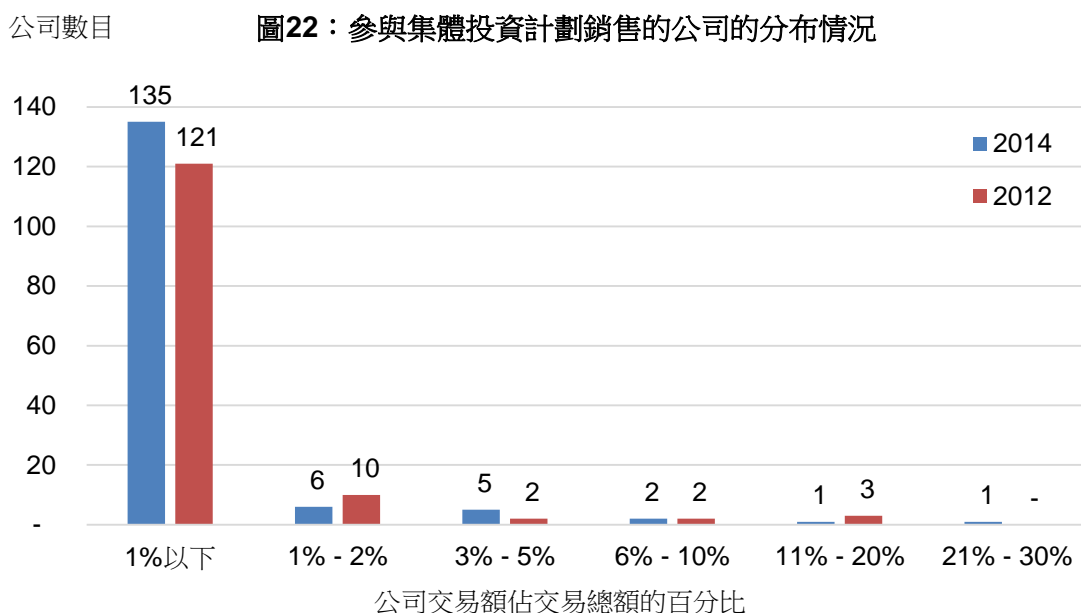
<sup>7</sup> 臨時撇減是指在觸發事件發生後，債券的本金將會作全數或部分撇減。但如果發行商的財務狀況日後得到改善並達到一定要求，債券的本金可以全數或部分恢復。

<sup>8</sup> 可變票面息率是指債券的票面息率或付款條款將按招股章程內指明的條款而改變。

- 在這些債券中，現時票面年息率為 3%至 6%的約佔 60%，現時票面年息率為 7%至 9%的約佔 30%。

**集體投資計劃（150 家公司，交易總額：650 億元；2012 年：138 家公司，470 億元）及對沖基金（52 家公司，交易總額：70 億元；2012 年：58 家公司，60 億元）**

40. 集體投資計劃仍然是大多數參與投資產品銷售的持牌法團所銷售的產品。超過 70% 的公司曾在匯報期內銷售集體投資計劃。有 100 家公司（主要為資產管理公司或投資顧問）呈報在期內只銷售集體投資計劃或對沖基金權益。本會還注意到，資產管理公司往往銷售由本身集團管理的基金，而投資顧問則往往向個人投資者銷售由其他機構管理的基金。
41. 集體投資計劃的交易額上升，顯示投資者對集體投資計劃的需求增加。在兩次調查中均有參與集體投資計劃銷售的公司中（101 家公司），有 55 家在這次調查中表示集體投資計劃的銷售錄得增長，交易額合共增加了 280 億元。在這 55 家公司中，有一家國際金融集團已佔去約一半的增幅，因為它在匯報期內推出新的基金和基金股份級別，吸引其客戶進行更多的基金認購。有 46 家公司呈報，向個人投資者銷售的集體投資計劃金額下跌，以致交易總額減少了 90 億元。
42. 首十家公司分別佔集體投資計劃和對沖基金的交易總額的 60% 和 64%（2012 年：分別為 50% 和 44%）。



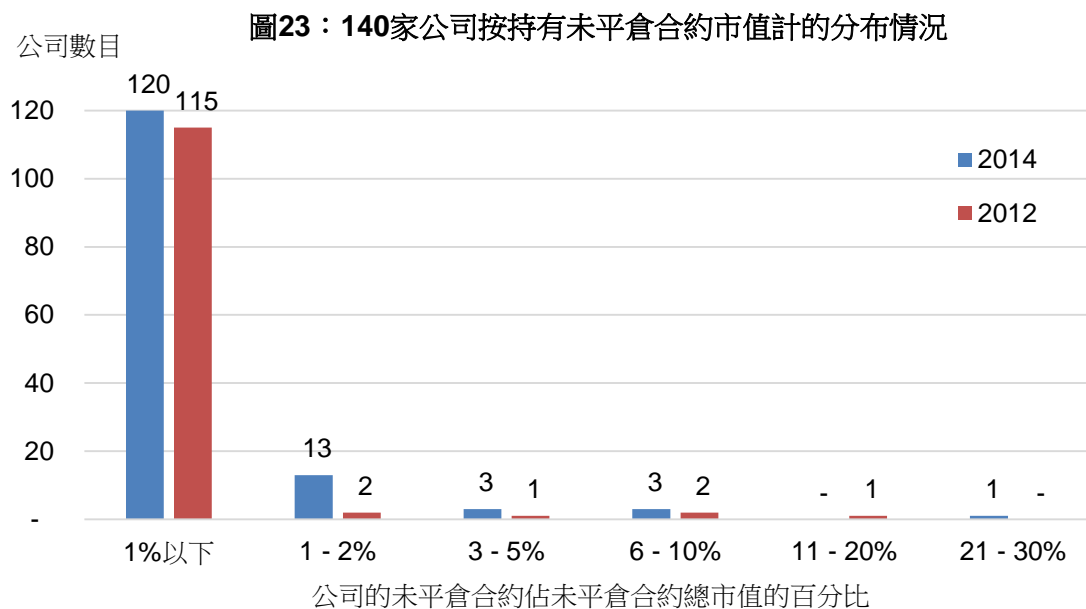
**掉期及回購交易（13 家公司，交易總額：1,060 億元；2012 年：十家公司，220 億元）**

43. 在 213 家公司中，有 13 家曾參與掉期及回購交易的銷售。當中有 970 億元或約 92% 的交易總額來自首十家公司中的三家，主要為國際金融集團。掉期交易額錄得增長主要是回應數名客戶對利率掉期的需求。

## 未平倉合約

44. 在 213 家銷售投資產品的持牌法團中，有 140 家公司（包括全部首十家公司在內）或其相關公司，以保管人身分替客戶持有未平倉合約或作為訂約的一方而持有該等合約。由這些持牌法團持有的未平倉合約市值約 2,290 億元，較上次調查減少 42%（或 1,630 億元）。市值減少主要是由於定息產品和結構性投資產品的未平倉合約金額同告下跌所致。
45. 我們注意到定息產品未平倉合約的金額減少，主要是因為幾家國際金融集團的客戶停止透過該公司進行交易，或該公司本身不再透過證監會持牌法團向個人投資者銷售投資產品。
46. 結構性投資產品的未平倉合約金額下降，主要是由於向個人投資者銷售的結構性投資產品的金額下跌所致。
47. 集體投資計劃及定息產品仍然佔未平倉合約的絕大部分。

產品種類	於 3 月 31 日未平倉合約的市值 (以百萬元計)					
	2014				2012	
	認可產品	非認可產品	總計		總計	
結構性投資產品	13	21,661	21,674	9%	91,762	23%
- 股票掛鈎 (包括 累計認購期權/ 累計認沽期權)	13	9,116	9,129	4%	24,750	6%
- 貨幣掛鈎 (包括 累計認購期權/ 累計認沽期權)	-	9,152	9,152	4%	57,151	15%
- 其他	-	3,393	3,393	1%	9,861	2%
定息產品	-	81,594	81,594	36%	154,988	40%
- 投資級別公司債券	-	33,682	33,682	15%	100,719	26%
- 非投資級別公司債券	-	42,507	42,507	19%	45,955	12%
- 主權債券	-	5,405	5,405	2%	8,314	2%
掉期及回購交易	-	1,605	1,605	1%	2,723	1%
集體投資計劃	69,324	34,612	103,936	45%	99,062	25%
對沖基金	232	17,365	17,597	8%	15,812	4%
其他	-	2,303	2,303	1%	27,309	7%
<b>總計</b>	<b>69,569</b>	<b>159,140</b>	<b>228,709</b>	<b>100%</b>	<b>391,656</b>	<b>100%</b>



48. 首十家公司持有的未平倉合約佔有關總市值的 44%，這與上文所述該十家公司主導投資產品銷售的情況一致。

## 活躍的客戶

49. 該 213 家持牌法團呈報共有 52,420 名客戶曾進行投資產品交易（2012 年：187 家公司及 54,675 名客戶）。首十家公司呈報共有 18,658 名客戶，佔客戶總數的 36%（2012 年：37%）。
50. 大約 85%（2012 年：83%）的公司呈報客戶均直接在它們的公司開立帳戶。其餘 15%（2012 年：17%）的公司表示，它們為在其海外聯屬公司開立帳戶的 2,926 名客戶（2012 年：4,723 名客戶）提供服務。本會注意到，這項安排下的客戶數量較上次調查有所下跌，原因是幾家主要以其海外聯屬公司的客戶為服務對象的公司已停止透過持牌法團銷售投資產品。
51. 大約 11% 或 5,596 名客戶（2012：6% 或 3,477 名客戶）根據《操守準則》<sup>9</sup> 被視作專業投資者。

	首十家公司	其他公司	總計
公司數目	10	203	213
-客戶數目	18,658	33,762	52,420
-根據《操守準則》被視作專業投資者的客戶數目	2,953	2,643	5,596
公司數目	4	28	32
-於海外聯屬公司開立帳戶的客戶數目	2,213	713	2,926
-海外聯屬公司客戶所佔的百分比	12%	2%	6%

## 投資產品發行商

*位居前列的投資產品發行商主要集中在首十家公司或其相關公司*

52. 根據每家受訪公司所呈報的首五家投資產品發行商，獲呈報的投資產品發行商大約有 300 家，交易總額為 3,510 億元（2012 年：3,730 億元）。這些投資產品發行商包括金融機構、政府或政府機構，本地或海外公司。這顯示提供予個人投資者的投資產品乃來自很多不同的投資產品發行商。
53. 在呈報的首五家投資產品發行商的交易額中，2,830 億元或佔有關交易總額 81%（2012 年：3,070 億元或 82%）的產品是由首十家公司或其相關公司發行。首十家公司同時是個人投資者投資產品的主要銷售商及發行商。
54. 根據呈報的首五家投資產品發行商，首十家公司中的五家國際金融集團或其相關公司共發行總值 2,510 億元的投資產品。該等產品主要是結構性投資產品、掉期或回購交易，並由這五家國際金融集團自行銷售。

<sup>9</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》

## 人力資源

55. 截至 2014 年 3 月 31 日，呈報參與投資產品銷售的持牌代表有 5,258 名（2012 年：6,736 名），812 名（2012 年：1,649 名）參與投資產品銷售的持牌代表來自首十家公司，佔整體人數的 15%（2012 年：24%）。