

香港公募市场：多元开放为主旋律

大资管时代深度系列报告（四）

2024年8月14日

核心观点

- **公募规模稳步增长，产品类别丰富多元。**过去五年，在香港特区政府大力发展财富/资管业务、香港与内地互联互通进一步深化等背景下，香港公募基金规模呈现稳步增长，2018-23年累计增长19%至1.7万亿美元、1Q24进一步增长至1.76万亿美元。其中，近九成公募基金注册于香港境外，主要来自卢森堡、爱尔兰等地；权益型及主动型产品占主导，2023年末规模分别占比61%/90%；此外，以ESG、数字货币等为代表的主题类产品快速发展。从资金流向来看，2019年以来香港零售基金呈现累计净申购，其中2023年以来债券及货币型基金更受市场青睐，2023-24年4月末，货币及债券型基金累计净申购分别为14/89亿美元。
- **银行占零售渠道主导地位，互联网券商或成变局。**2022年香港零售基金销售规模中，银行、保险公司、证券经纪商/独立财务顾问分别占比58%、35%、5%。银行在香港拥有广泛的网点、众多的销售人员，占据零售基金的分销主导地位；保险公司通过销售投资相连保险产品，以及网上平台等渠道，积累一定市场份额；而证券经纪商在香港渠道建设相对有限，市场份额整体较低。值得关注的是，香港基金销售市场整体技术基础设施相对落后、销售费率偏高（市场平均1%-5%的基金申购费率），而以富途为代表的互联网券商不收取申购及赎回费、持续加大与资管机构的合作完善产品销售谱系，客户资产规模快速增长（2020-23年富途财富管理规模CAGR达78%），预计将成为香港零售市场渠道端变局的重要推手。
- **外资机构占据主要份额，中资机构逐步发力。**从资管机构竞争格局来看，在香港零售基金及ETF规模中，外资、中资、港资分别占比95%、3%、2%。其中，1）外资资管机构在港布局较早，具备全球化的资产配置能力、完善的渠道布局以及较强的品牌效应，占据较高市场份额。2）中资资管机构主要于2000年后在港展业，2008-2015年期间内地银行、保险、券商、公募等机构在港布局加速。从公募业务来看，中资机构产品以货币型产品为主，同质化程度相对较高；各类中资机构竞争格局尚未分化，不考虑ETF，公募基金系、银行系、保险系、券商系机构公募基金规模分别占比43%、29%、20%、3%。其中，银行及保险系资管机构股东背景强大，资金实力整体较强，以货币和债券型产品布局为主；公募基金系机构起步于布局QFII/RQFII和中资美元债，近年来产品逐步多元化，部分机构特色初现；而券商系机构公募业务整体布局较少。3）港资机构市场份额整体较低，恒生投资和惠理集团资管规模靠前，其中恒生投资以被动产品为主，惠理集团主动管理产品占比较高。

风险提示：市场波动风险；政策不及预期。

龚思匀 Grace Gong

+852 3150 7301

grace.gong@cncbinvestment.com

SFC CE. No.: BUN821

相关报告

1. 行业深度 - 大资管时代深度系列报告之三——香港家族办公室：财富管理皇冠的“一颗明珠” | 2024-06-26
2. 行业深度 - 大资管时代深度系列报告之二——内地与香港基金互认：制度优化打开发展空间 | 2024-05-21
3. 行业深度 - 大资管时代深度系列报告之一——跨境理财通：新起点、新机遇 | 2024-05-10

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

写在前面：香港资管蓬勃发展，公募业务举足轻重	4
香港公募市场：规模稳增、品类多元、外资主导	6
2.1 市场概览：规模增长，类别丰富	6
2.2 资金流向：货基及债基受资金青睐	7
2.3 零售渠道：银行主导，互联网券商或成变局	8
2.4 竞争格局：外资为主，中资机构逐步发力	10

图表目录

图表 1：2023 年末香港资产管理市场概览	5
图表 2：香港资产管理及基金顾问业务规模情况	5
图表 3：各领域前 20 家机构收入占行业整体收入比重	5
图表 4：香港公募基金规模情况	6
图表 5：香港公募基金按注册地划分	6
图表 6：香港公募基金按资产类型划分	7
图表 7：香港 ESG 基金数量及规模	7
图表 8：2019 年以来香港零售基金资金净申购情况	7
图表 9：2019 年以来香港债券型零售基金资金净申购情况	8
图表 10：2019 年以来香港股票型零售基金资金净申购情况	8
图表 11：香港零售基金销售渠道	9
图表 12：富途财富管理客户资产情况	9
图表 13：内地各类机构非货基代销规模市占率变化	9
图表 14：香港零售基金及 ETF 数量分布	10
图表 15：香港零售基金及 ETF 规模分布	10
图表 16：香港零售基金及 ETF 市场头部资管机构明细	10
图表 17：中资资管机构在港展业发展历程	12
图表 18：中资机构在港资管业务客户类别分布	12
图表 19：中资机构在港资管业务产品类别分布	12
图表 20：各类中资资管机构产品布局	13
图表 21：各类中资资管公司零售基金及 ETF 市场份额	13
图表 22：2012 年发行的挂钩 A 股指数 ETF 规模变化	14
图表 23：2012-1H24 公募系机构产品发行数量情况	14
图表 24：公募系机构合计零售基金及 ETF 数量分布	15
图表 25：公募系机构合计零售基金及 ETF 规模分布	15
图表 26：部分公募系机构零售基金及 ETF 规模情况	15
图表 27：南方东英产品布局情况	15
图表 28：易方达（香港）每年新发产品与规模变化	17
图表 29：易方达（香港）产品规模结构变化	17
图表 30：银行系机构合计零售基金及 ETF 数量分布	17
图表 31：银行系机构合计零售基金及 ETF 规模分布	17
图表 32：2022-1H24 银行系中资资管机构公募基金及 ETF 产品发行情况	17

图表 33: 银行系中资资管机构产品数量及规模情况	18
图表 34: 券商系机构合计零售基金及 ETF 数量分布	19
图表 35: 券商系机构合计零售基金及 ETF 规模分布	19
图表 36: 部分券商系机构零售基金及 ETF 数量分布	19
图表 37: 部分券商系机构零售基金及 ETF 规模分布	19
图表 38: 保险系机构合计公募及 ETF 数量分布	20
图表 39: 保险系机构合计公募及 ETF 规模分布	20
图表 40: 部分保险系机构公募及 ETF 数量分布	20
图表 41: 部分保险系机构公募及 ETF 规模分布	20
图表 42: 贝莱德香港公募基金资产类别分布	21
图表 43: 贝莱德香港公募基金投资地域分布	21
图表 44: 贝莱德香港 ETF 产品明细	22
图表 45: 惠理集团资产管理规模情况	22
图表 46: 惠理价值基金与恒生指数业绩对比	22
图表 47: 惠理集团公募基金布局	23
图表 48: 惠理集团产品策略规模分布	23
图表 49: 惠理集团产品规模分布	23
图表 50: 惠理集团区域分销网络	24
图表 51: 惠理集团投资者地域分布	24
图表 52: 惠理集团投资者类型分布	24

写在前面：香港资管蓬勃发展，公募业务举足轻重

新形势下香港正从传统融资中心向全球财富/资管中心转变。过去几年，在港股连续下跌、发达经济体持续加息等背景下，香港 IPO 规模持续下滑，传统融资形势严峻。相比之下，随着香港与内地互联互通机制进一步深化、粤港澳大湾区与离岸人民币中心建设逐步加快，香港资产及财富管理行业稳步增长，2013-2023 年香港资管行业规模累计涨幅 74% 至 23.1 万亿港元。整体而言，香港的国际金融中心定位正从单一的融资属性向全球财富管理及资产管理中心转变。

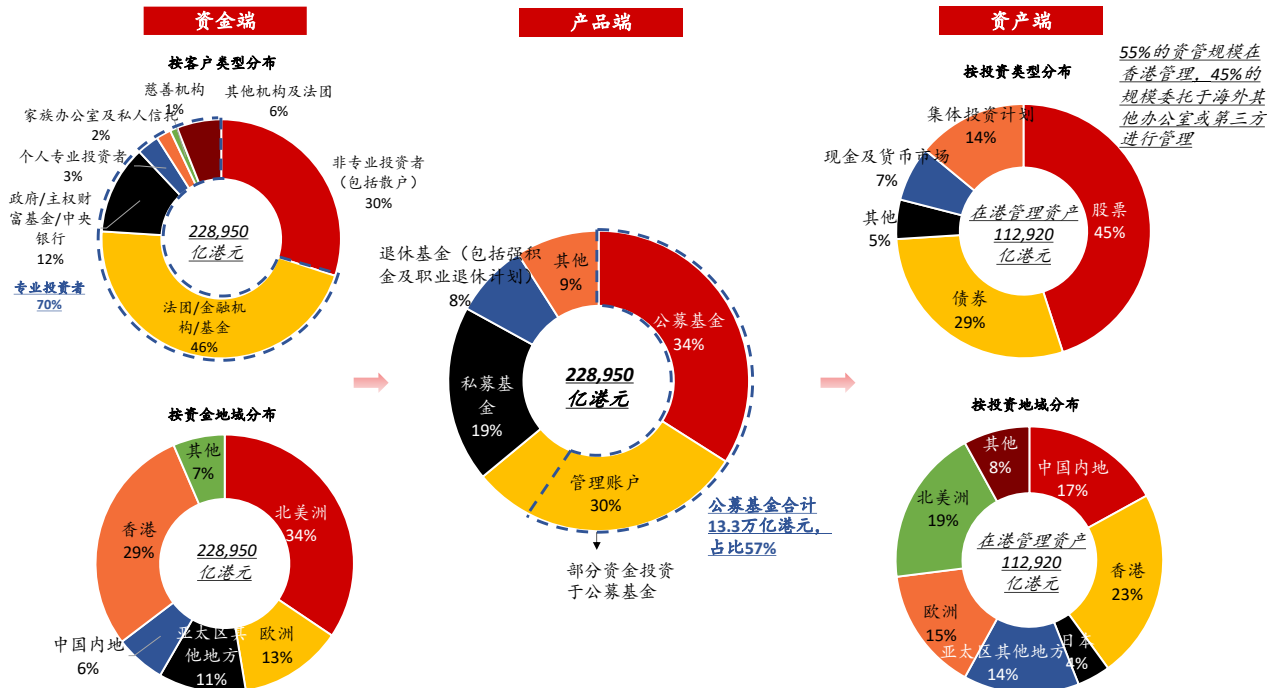
泛财富管理产业链包括上游的财富管理（狭义）、中游的资产管理、下游的资产创设，连接资金、产品、资产端。从产业链角度看，香港资管市场的资金呈现机构化、国际化特点；产品以公募基金及管理账户为主；投资资产类别丰富、地域多元；资管机构竞争激烈，业务集中度显著低于其他金融领域。

- **资金端：**2023 年香港资产管理及基金顾问业务中，来自专业投资者的资产规模占比 70%，其中法团/金融机构/基金、政府/主权财富基金/中央银行、其他机构及法团分别占比 46%、12%、9%，以零售投资者为代表的非专业投资者占比 30%。从地域分布来看，来自北美、香港、欧洲、亚太其他地区以及中国内地的资金分别占比 34%、29%、13%、11%、6%。
- **产品端：**香港资管市场的主要产品类别包括公募基金、管理账户¹、私募基金、退休基金²等。2023 年公募基金、管理账户、私募基金、退休基金、其他产品规模分别为 7.9、6.9、4.3、1.7、2.1 万亿港元，占比 34%、30%、19%、8%、9%。考虑到管理账户的大部分资金投资于公募基金，穿透后的公募基金规模高于 8 万亿港元；香港证监会数据显示，2023 年末香港公募基金整体规模为 13.3 万亿港元，占香港资管规模比重~57%。
- **资产端：**2023 年 55% 的资产在香港管理，剩余 45% 的资产则委托于海外其他办公室或第三方进行管理。在香港管理的资产中，投向香港、中国内地、北美、欧洲、亚太其他地区的规模分别占比 23%、17%、19%、15%、14%；从资产类别来看，投资于股票、债券、集体投资计划、现金的规模占比分别为 45%、29%、14%、7%。
- **机构端：**根据香港特区政府统计，2020 年香港资管行业收入合计 499 亿港元、净利润合计 107 亿港元、对应利润率 23%。相较于其他金融细分领域，资管行业竞争激烈，前 20 家机构收入占资管行业收入比重 57%，低于保险业 88% 以及银行业 75% 的占比。

¹ 基金顾问以账户的形式分销产品，基于账户提供一系列咨询服务

² 包括强积金及职业退休计划等

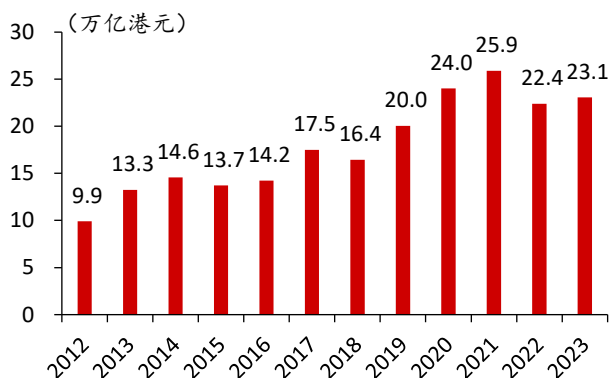
图表 1: 2023 年末香港资产管理市场概览



资料来源: 香港证监会, CNCB Research

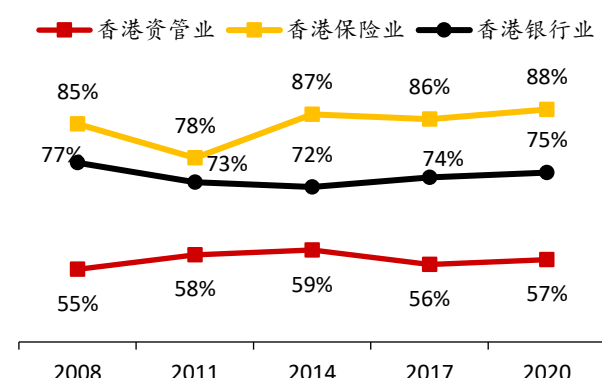
注: 图中按资金和产品端拆分的香港资管规模不含房地产基金

图表 2: 香港资产管理及基金顾问业务规模情况



资料来源: 香港证监会, CNCB Research

图表 3: 各领域前 20 家机构收入占行业整体收入比重



资料来源: 香港政府统计处, CNCB Research

考虑到公募基金在香港资管市场中规模占比过半, 产品、渠道及参与机构日益多元, 具有举足轻重的地位。因此, 我们本篇报告将聚焦于香港公募行业, 围绕产品、资金、渠道、机构等多方面进行展开。

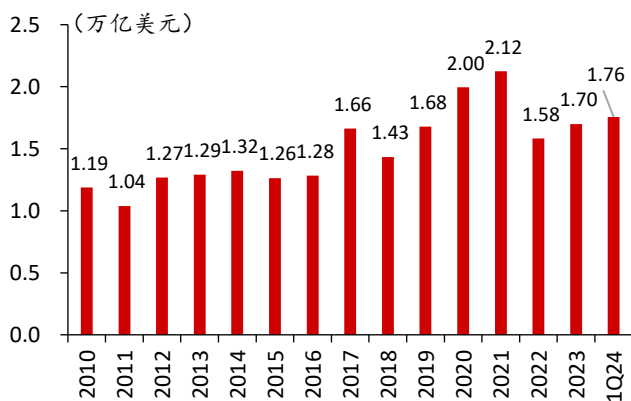
香港公募市场：规模稳增、品类多元、外资主导

2.1 市场概览：规模增长，类别丰富

自 2022 年以来，香港公募基金规模实现较快增长，从 22 年末的 1.58 万亿美元增长至 1Q24 的 1.76 万亿美元（约 13.7 万亿港元）；长期来看，香港公募基金呈稳步增长态势，2010-2023 年年化复合增速约 4.4%。从产品特点来看，香港公募市场以境外注册的基金产品为主，权益及主动产品占主导，同时近年来伴随政策引导、资产多元化趋势加剧，以 ESG、数字货币等为代表的主题类产品快速发展。

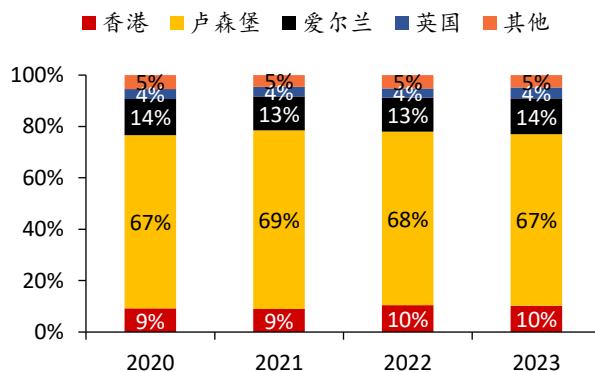
- **近九成公募基金注册于香港境外。**从公募基金的注册地点来看，近年来 90%左右的公募基金注册于香港境外，仅 10%为香港本土注册基金。在非香港注册的基金中，卢森堡为主要注册地点，2023 年末注册于卢森堡的产品规模占比 67%；此外，来自爱尔兰、英国的产品规模分别占比 14%、4%。
- **权益型及主动型产品占主导。**从公募基金的资产类型来看，权益型产品占比过半，2023 年股票型、债券型、混合型及货币市场型基金规模分别占比 50%、27%、11%、2%。从管理方式来看，主动型产品占主导，2023 年指数基金（含 ETF）规模占比 10%，其中 ETF 规模 491 亿美元（3836 亿港元），规模占比 3%。
- **主题类产品蓬勃发展。**香港证监会在 2024-26 年策略中将“以科技和 ESG 引领金融市场转型”列为四大重点之一，包括准许证监会认可代币化产品进行一级市场交易、准许基金投资现货虚拟资产、设立 ESG 中央数据库及发布 ESG 服务机构指引等，叠加近年来投资者资产配置多元化趋势加剧，主题类资产规模快速增长。2023 年末香港 ESG 基金规模同比增长 20%至 1.3 万亿港元；2024 年 4 月首批 6 只虚拟资产现货 ETF 发行，香港也成为亚洲首个发行现货比特币、以太坊 ETF 的市场。

图表 4：香港公募基金规模情况



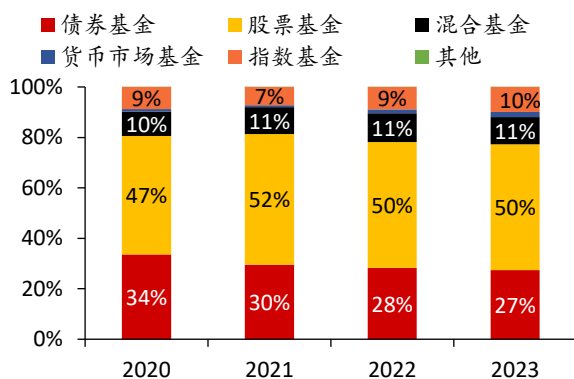
资料来源：香港证监会，CNCB Research

图表 5：香港公募基金按注册地划分



资料来源：香港证监会，CNCB Research

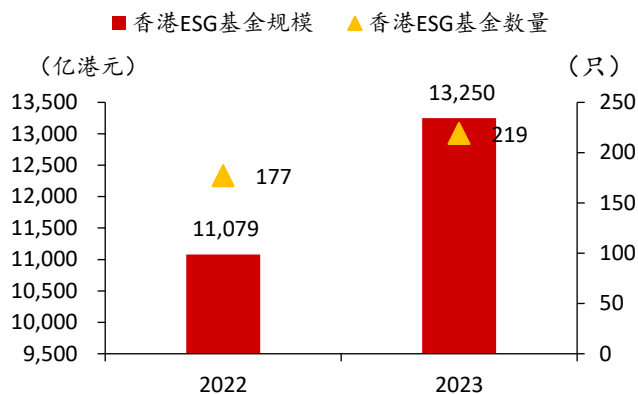
图表 6：香港公募基金按资产类型划分



资料来源：香港证监会，CNCB Research

注：2021 年后香港证监会对 FOF 等基金重分类，2020 年前分类数据不可比

图表 7：香港 ESG 基金数量及规模

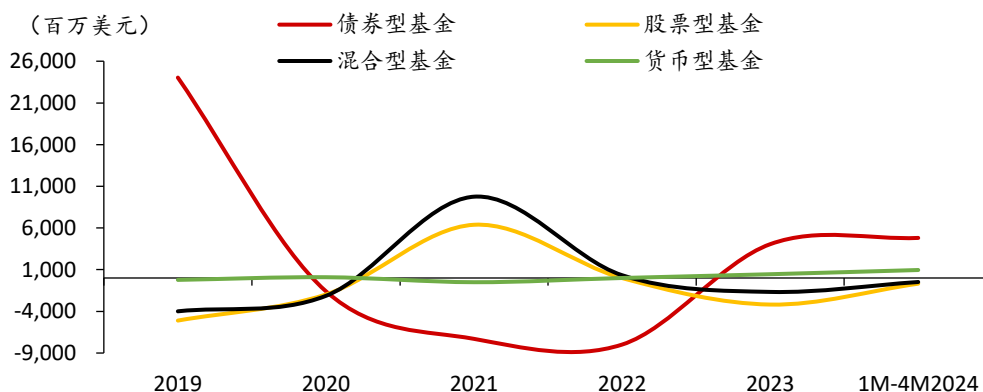


资料来源：香港证监会，CNCB Research

2.2 资金流向：货基及债基受资金青睐

近年来香港零售基金³整体保持资金净流入，23 年以来货币及债券基金更受资金青睐。2019 年以来香港零售基金整体呈现净申购，其中 2019 年债券型基金获大幅净申购，2021 年股票及混合型基金受到净申购，2023 年以来债券及货币型基金更资金青睐。具体而言，2019 年全球央行货币政策由紧缩转向宽松，债券利率持续下行，资金大幅流向债券型基金，其中环球债券型基金、亚洲债券型基金全年净申购额达 157、53 亿美元。2020 年股票、债券及混合型基金整体均出现净赎回，其中仅亚洲债券基金及行业股票型基金呈资金净流入。2021 年全球主要股票市场以上涨为主，带动股票及混合型基金全年实现 64/98 亿美元净申购，其中环球股票基金、大中华股票基金获大幅净申购。2023 年以来，在发达经济体加息驱动下，货币及债券基金受资金青睐，2023 年初至 2024 年 4 月末，货币基金、美国债券基金、环球债券基金累计净申购分别为 14、56、51 亿美元。

图表 8：2019 年以来香港零售基金资金净申购情况



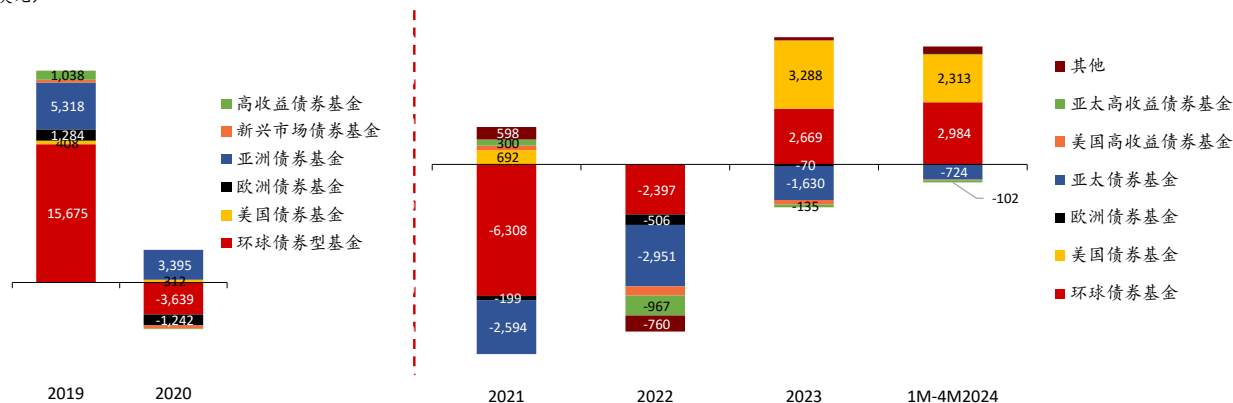
资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：统计的口径为香港投资者的资金净申购情况，仅涵盖零售销售数据

³ 经香港证监会认可在香港向公众发售的基金

图表 9：2019 年以来香港债券型零售基金资金净申购情况

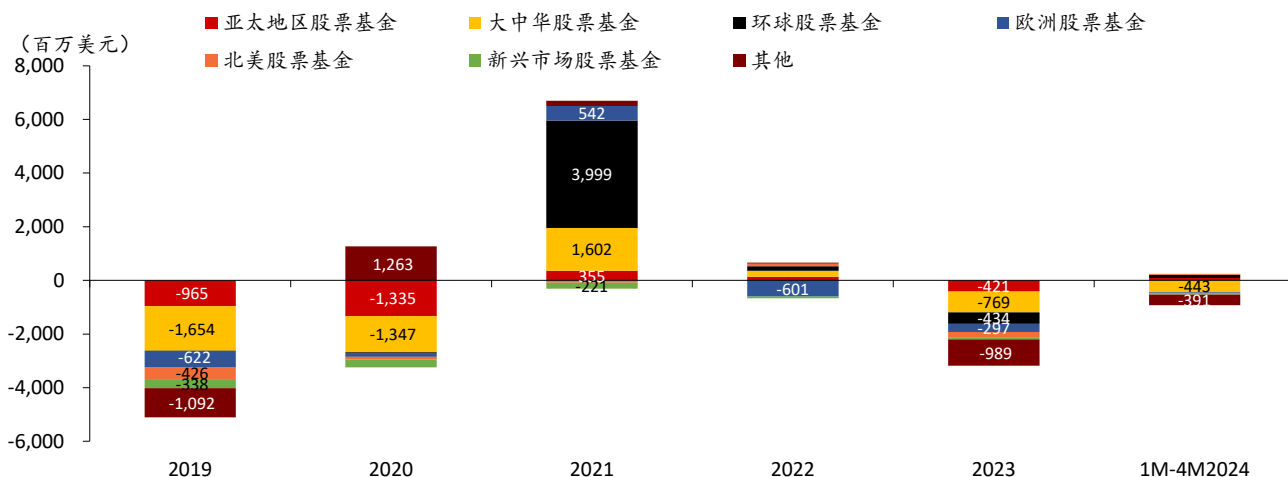
(百万美元)



资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：统计的口径为香港投资者的资金净申购情况，仅涵盖零售销售数据

图表 10：2019 年以来香港股票型零售基金资金净申购情况



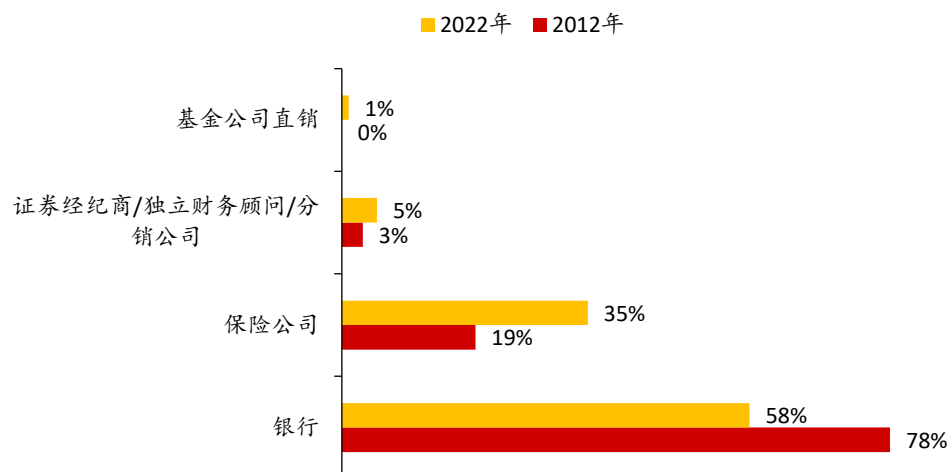
资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：统计的口径为香港投资者的资金净申购情况，仅涵盖零售销售数据

2.3 零售渠道：银行主导，互联网券商或成变局

销售渠道相对单一，银行占主导地位。据普华永道估算，2022 年香港零售基金销售规模中，银行、保险公司、独立财务顾问分别占比 58%、35%、2%（vs.2012 年银行、保险公司、券商经纪商/独立财务顾问分别占比 78%、19%、3%，其中汇丰、渣打、花旗银行合计占据约 70% 的份额）。整体而言，银行在香港拥有广泛的网点、众多的销售人员，占据零售基金的分销主导地位；保险公司通过销售投资相连保险产品，以及网上平台等渠道，积累一定市场份额；同时，由于基金缺乏全面的直销平台，其余 5% 的基金由经纪商及独立财务顾问、少量资管公司直接向市场销售。

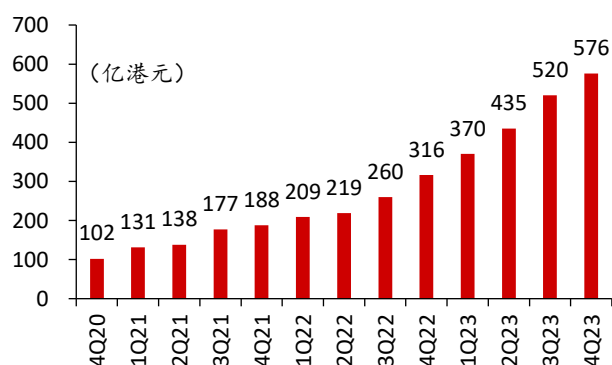
图表 11: 香港零售基金销售渠道



资料来源: 普华永道, CNCB Research

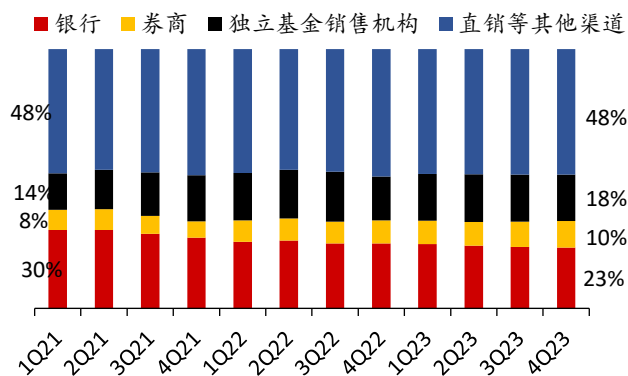
以富途为代表的互联网券商或成渠道端变局。香港的基金销售市场整体具备技术基础设施相对落后、销售费率偏高的特点，互联网券商在销售费率和产品体验上相较传统金融机构具备明显优势，有望在市场竞争中脱颖而出。以富途为例，2012 年富途进入香港市场，目前已成为香港最大的零售券商，其香港用户占香港成年人口比例达 43%。2019 年 8 月，富途在经纪业务所积累客户基础上，进一步拓展理财分销服务。相较于香港市场平均 1%-5% 的基金申购费率，富途不收取申购及赎回费；同时得益于加息周期下低风险基金产品对客户的持续吸引力，公司货基规模快速增长，并通过不断完善产品谱系满足不同客户投资需求。截至 2023 年末，富途已与全球 82 家资管机构建立合作，财富管理持仓人数⁴达 41 万人，资产规模 576 亿港元，2020-23 年 CAGR 达 78%。我们认为，互联网券商一方面凭借低价及优质体验等优势吸引理财新客，另一方面依托于存量炒股用户的转化，有望逐步提高基金销售市场份额。借鉴中国内地的基金销售格局，1Q21-4Q23，独立基金销售机构的非货基保有份额已从 14% 提升至 18%，而银行的份额已从 30% 降至 23%。

图表 12: 富途财富管理客户资产情况



资料来源: 公司公告, CNCB Research

图表 13: 内地各类机构非货基代销规模市占率变化



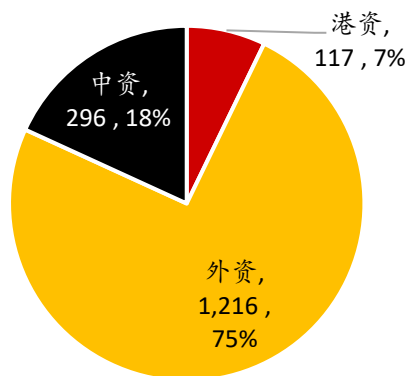
资料来源: 基金业协会, CNCB Research

⁴ 含香港、新加坡等地

2.4 竞争格局：外资为主，中资机构逐步发力

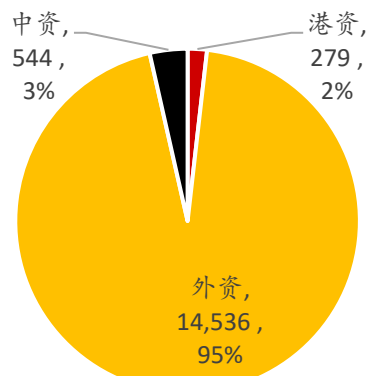
香港零售基金市场中，外资资管机构占据主导地位。截至 2024 年 5 月末，香港零售基金及 ETF 共 1629 只、合计规模 1.5 万亿美元（约 12 万亿港元），占香港公募基金整体规模比重~87%。根据股东背景，香港市场的资管机构大致可分为外资、中资、港资三类。5 月末，外资、中资、港资资管机构管理零售基金及 ETF 规模分别为 1.45 万亿、544 亿、279 亿美元，市场份额分别为 95%、3%、2%，前二十大资管机构均为外资机构。从市场集中度来看，零售基金及 ETF 规模 CR5/CR10/CR20 分别为 40%、64%、84%。

图表 14：香港零售基金及 ETF 数量分布



资料来源：香港投资基金公会，Bloomberg, CNCB Research
注：数据截至 2024 年 5 月末

图表 15：香港零售基金及 ETF 规模分布



资料来源：香港投资基金公会，Bloomberg, CNCB Research
注：1) 数据截至 2024 年 5 月末；2) 外资资管机构可在全球募资，其资管规模不完全来自于香港

图表 16：香港零售基金及 ETF 市场头部资管机构明细

资管机构	机构类型	零售基金及 ETF 规模 (亿美元)	市场份额
BlackRock	外资	1,593	10.4%
PIMCO	外资	1,307	8.5%
Fidelity	外资	1,297	8.4%
JPMorgan	外资	999	6.5%
Schroder	外资	929	6.0%
CR5		6,125	39.9%
Allianz	外资	897	5.8%
AllianceBernstein	外资	792	5.2%
HSBC	外资	734	4.8%
Pictet	外资	656	4.3%
Franklin	外资	604	3.9%
CR10		9,808	63.9%
BNY Mellon	外资	553	3.6%
Morgan Stanley	外资	477	3.1%
Capital	外资	300	2.0%
Invesco	外资	292	1.9%
Ninety One	外资	263	1.7%
Goldman Sachs	外资	248	1.6%

UBS	外资	248	1.6%
BNP Paribas	外资	247	1.6%
Janus Henderson	外资	245	1.6%
Amundi	外资	219	1.4%
CR20		12,901	84.0%

资料来源：香港投资基金公会， ， Bloomberg， CNCB Research

注：数据截至 2024 年 5 月末

中资资管机构

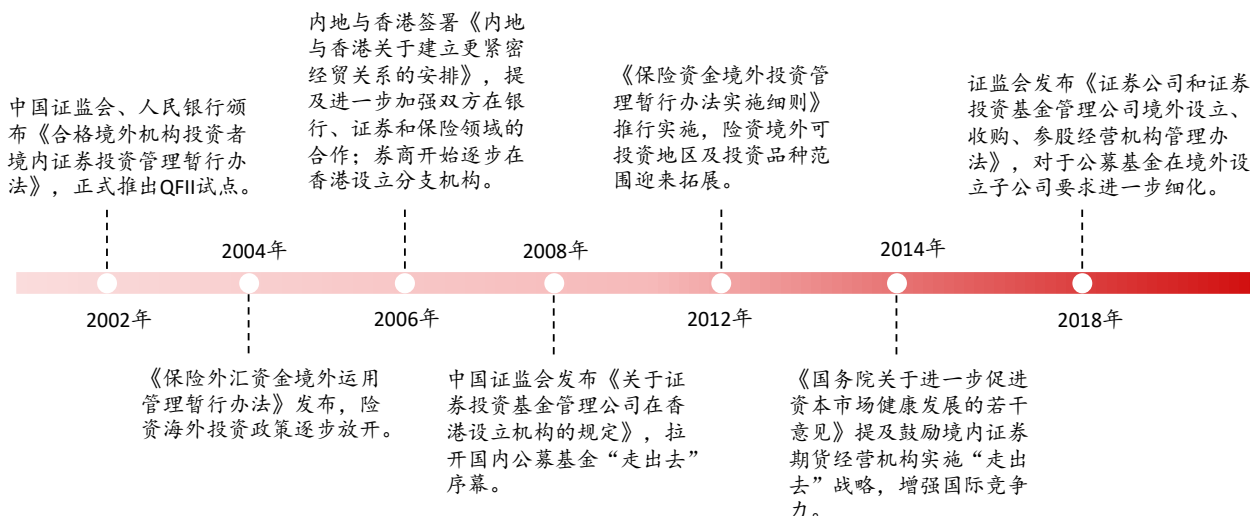
中资资管机构主要于 2000 年后在港展业，2008-2015 年期间快速发展。根据股东背景，我们将中资资管机构分为银行系、券商系、公募基金系以及保险系。早于上世纪 70 年代部分银行已在港设立分支机构，2000-2005 年中银保诚资管、建银国际资管获批在港开展资管业务。2006 年内地与香港签署《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》，提及进一步加强双方在银行、证券和保险领域的合作；2008 年中国证监会发布《关于证券投资基金管理公司在香港设立机构的规定》，拉开公募基金“走出去”序幕；2012 年险资境外可投资地区及投资品种范围迎来拓展。一系列政策推动下，2006-2015 年期间中资资管机构布局加速，工银、交银、招银、中银等 7 家银行系资管机构⁵在港开业，国寿富兰克林、平安资管（香港）等 7 家保险系资管机构获批，同时分别有近 20 家券商以及基金公司在港布局资管业务。2018 年证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，对于公募基金在境外设立子公司要求进一步细化，2019 年以来多家公募基金在港设立分支机构。根据香港证监会统计，在香港从事资产及财富管理业务的内地相关持牌法团和注册机构共 149 家。

⁵ 仅包括从事二级市场投资的资管机构

图表 17：中资资管机构在港展业发展历程

早期零星银行、保险系资管机构在港展业

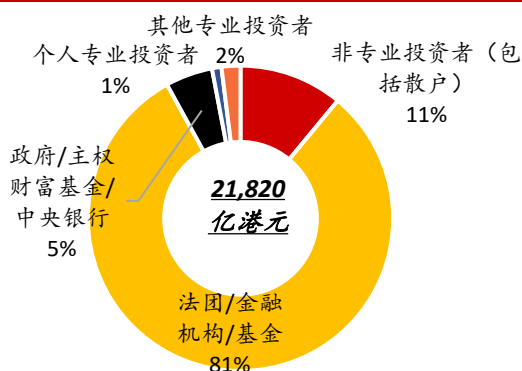
2006-2015年，中资资管机构在港布局加速，期间分别有7家银行、保险机构展业，近20家券商、公募系机构展业



资料来源：中国证监会，国家金融监督管理总局，国务院，CNCB Research

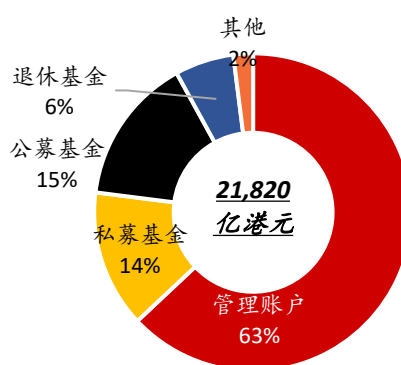
中资机构资管业务以专户为主，机构客户占比更高。据香港证监会统计，截至2023年末，内地相关持牌法团及注册机构在港的资产管理及基金顾问业务规模为2.18万亿港元，占香港资管规模比重9.5%。从客户来源来看，89%的规模来自于专业投资者，其中法团/金融机构/基金占比81%。由于中资机构渠道建设相对不足，以母公司赋能为主，因此其机构资金占比显著高于香港资管市场平均水平。从产品结构来看，管理账户、私募基金、公募基金、退休基金规模分别为1.4万亿（占比63%）、3010亿（占比14%）、3360亿（占比15%）、1250亿（占比6%）港元。

图表 18：中资机构在港资管业务客户类别分布



资料来源：香港证监会，CNCB Research

图表 19：中资机构在港资管业务产品类别分布

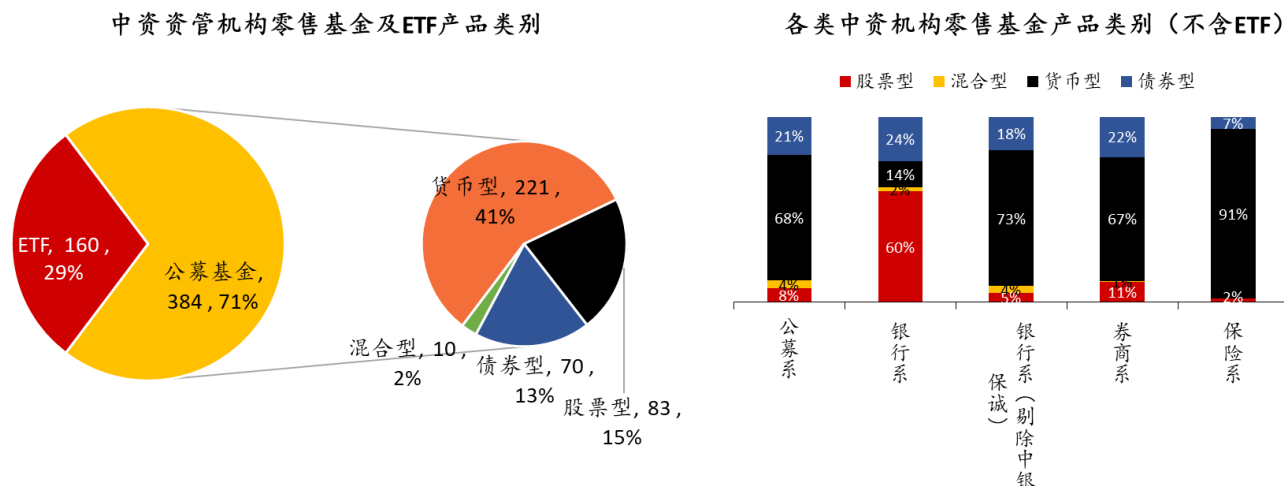


资料来源：香港证监会，CNCB Research

在零售基金及ETF业务中，各类中资机构仍处于发展初期，产品布局同质化，竞争格局尚未定型。1) 从产品类型方面，中资机构权益类产品以大中华区为主，其规模增长与A/H股表现高度相关；而近年来在美联储加息背景下，货基类产品占比大幅提升。截至2024年5月末，中资机构零售基金及ETF合计544亿美元，其中零售基金384亿美元、

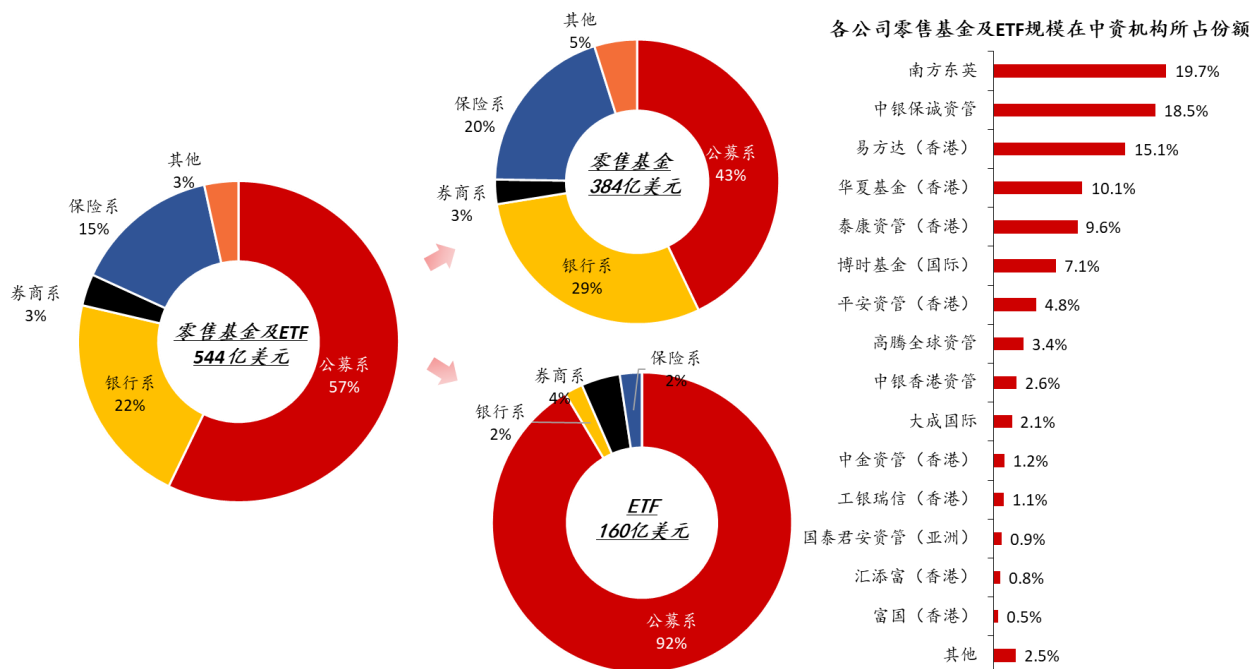
占比 71%，ETF 160 亿美元、占比 29%。在零售基金中，货币型、股票型、债券型产品分别占比 41%、15%、13%。2) 竞争格局方面，公募基金系、银行系、保险系、券商系零售基金及 ETF 产品规模分别占比 57%、22%、15%、3%，其中公募系机构大力布局 ETF 产品，贡献中资机构 92% 的 ETF 规模。若不考虑 ETF，公募基金系、银行系、保险系、券商系公募基金产品规模分别占比 43%、29%、20%、3%，公募系和银行系机构相对领先，但各类机构整体差异相对较小。

图表 20：各类中资资管机构产品布局



资料来源：香港投资基金公会，，公司公告，CNCB Research
注：数据截至 2024 年 5 月末

图表 21：各类中资资管公司零售基金及 ETF 市场份额



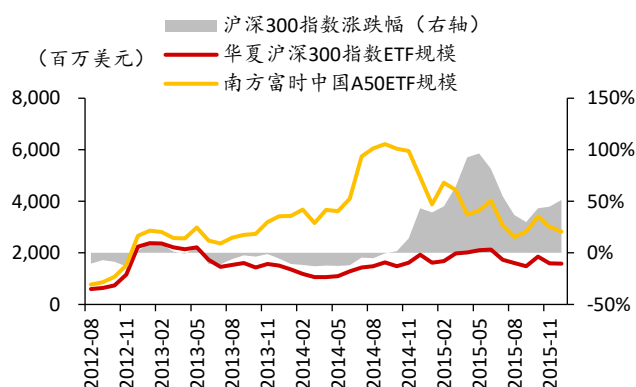
资料来源：香港投资基金公会，，公司公告，CNCB Research
注：1) 数据截至 2024 年 5 月末；2) 银行系机构包括中银保诚资管

从不同类型的资管机构来看，银行及保险系资管机构股东背景强大，资金实力整体较强，以货币和债券型产品布局为主；公募基金系机构起步于布局 QFII/RQFII 和中资美元债，近年来产品逐步多元化，部分机构特色初现；而券商系机构公募业务整体布局较少，产品相对匮乏。

➤ 公募基金系资管机构：顺势进行产品布局，部分机构特色初现。

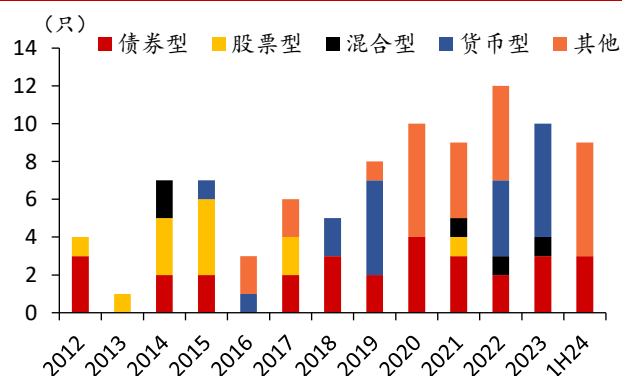
- 自 2008 年公募基金陆续布局香港业务以来，2011 年 QRFII 政策出台，证监会允许公募香港子公司推出跟踪内地市场指数的 ETF 产品，2012 年华夏（香港）、南方东英及嘉实国际首批发行挂钩沪深 300、富时中国 A50、MSCI A 股指数的 ETF；此后伴随 A 股市场的上涨，至 2014 年末三只产品规模分别达 19/49/3 亿美元；以南方东英为代表的机构在此基础上拓展 ETF 谱系，并推出杠杆及反向 ETF 产品，其 ETF 及杠杆产品规模已达 114 亿美元，占公募及 ETF 规模比重 98%，逐步形成自身特色（图表 27）。
- 与此同时，2010-15 年，美联储货币政策持续宽松，叠加发改委逐渐放松中资美元债监管，中资美元债市场供给快速增长，部分公募系机构通过布局债券型产品实现规模扩张。近两年，在海外利率高企、居民资产配置多元化趋势加剧等背景下，公募系机构产品布局由以往的传统股债产品为主逐步向货币型、主题（如虚拟资产）或区域型（如日本、越南及中东等）产品拓展；以易方达（香港）为代表的机构凭借相对完善以及领先市场的布局把握住多轮趋势实现规模快速增长。
- 截至 2024 年 5 月末，公募系机构管理的零售基金及 ETF 规模合计 311 亿美元（分别为 165、146 亿美元），占中资机构规模比重为 57%；公募基金产品中，货币型、股票型、混合型、债券型规模占比分别为 68%、8%、4%、21%。

图表 22：2012 年发行的挂钩 A 股指数 ETF 规模变化



资料来源：，CNCB Research

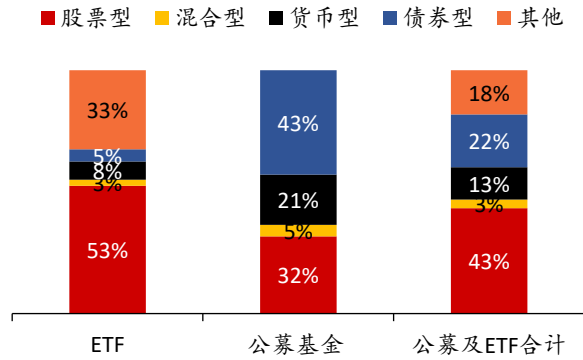
图表 23：2012-1H24 公募系机构产品发行数量情况



资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research

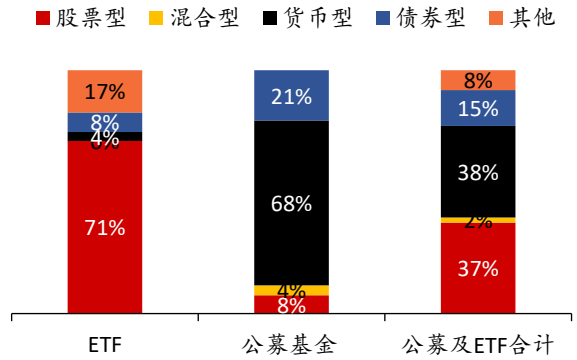
注：1) 含零售基金及 ETF；2) 其他包括大宗商品、虚拟资产类产品

图表 24：公募系机构合计零售基金及 ETF 数量分布



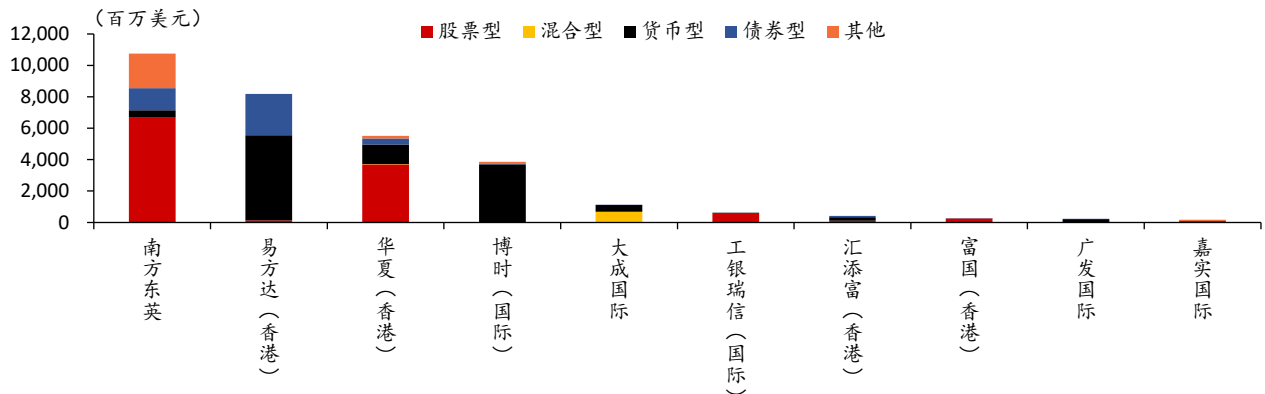
资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research
注：数据截至 2024 年 5 月末

图表 25：公募系机构合计零售基金及 ETF 规模分布



资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research
注：数据截至 2024 年 5 月末

图表 26：部分公募系机构零售基金及 ETF 规模情况



资料来源：香港投资基金公会，，公司公告，CNCB Research
注：1) 数据截至 2024 年 5 月末；2) 含零售基金及 ETF

图表 27：南方东英产品布局情况

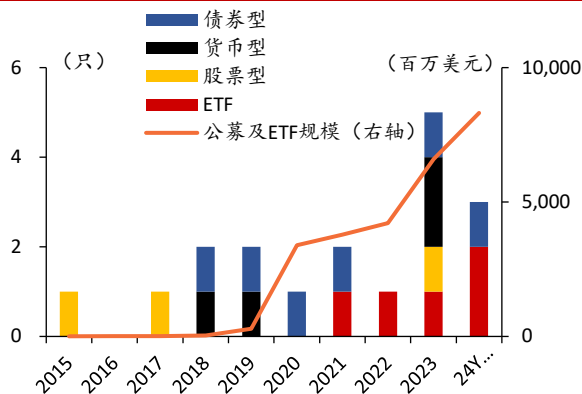
产品类别		产品名称	发行日期	产品规模 (百万美元)
ETF	港股指数 ETF	南方东英恒生科技指数 ETF	2020/8/28	3,712.0
		南方东英恒生指数 ETF	2021/5/6	178.4
		南方东英 MSCI 港股通精选 ETF	2024/7/4	5.5
	A 股指数 ETF	南方富时中国 A50 ETF	2012/8/28	1,118.9
		南方东英中国创业板指数 ETF	2015/5/15	29.8
		南方东英中证 500 ETF	2020/3/19	2.2
		南方东英科创板 50 指数 ETF	2021/2/10	5.1
		南方东英 MSCI 中国 A50 互联互通 ETF	2021/12/10	4.2
		南方东英华泰柏瑞沪深 300ETF	2024/7/16	6.9
		工银南方东英标普中国新经济行业 ETF	2016/12/8	55.1
	主题 ETF 及其他	南方东英银华中证 5G 通信主题 ETF	2020/10/23	0.7
		南方东英全球云计算科技指数 ETF	2021/5/13	1.4
		南方东英中国医疗健康革新指数 ETF	2021/7/21	27.6
		南方东英华泰柏瑞中证太阳能产业 ETF	2021/6/1	4.3
		南方东英全球智能驾驶指数 ETF	2021/8/12	1.4

	固定收益 ETF	工银南方东英富时中国国债及政策性银行债券指数 ETF	2014/2/19	636.0
		南方东英富时美国国债 20 年+指数 ETF	2024/1/10	51.4
	货币市场 ETF	南方东英人民币货币市场 ETF	2015/1/20	45.4
		南方东英港元货币市场 ETF	2018/7/18	992.4
		南方东英美元货币市场 ETF	2019/1/25	656.0
	虚拟资产期货 ETF	南方东英比特币期货 ETF	2022/12/16	58.2
		南方东英以太坊期货 ETF	2022/12/16	20.5
	区域资产 ETF	南方东英纳斯达克 100 ETF	2022/2/21	7.0
		南方东英富时越南 30ETF	2022/9/20	3.0
		南方东英沙特阿拉伯 ETF	2023/11/29	1,207.6
		南方东英日经 225 指数 ETF	2024/1/31	14.3
杠杆及反向产品		南方东英恒生中国企业指数每日反向 (-2x) 产品	2017/3/14	5.1
		南方东英恒生中国企业指数每日杠杆 (2x) 产品	2017/3/14	40.8
		南方东英恒生指数每日反向 (-1x) 产品	2017/3/10	11.7
		南方东英恒生指数每日杠杆 (2x) 产品	2017/3/10	604.4
		南方东英恒生指数每日反向 (-2x) 产品	2019/5/24	195.8
		南方东英纳斯达克 100 指数每日反向 (-2x) 产品	2019/9/19	179.8
		南方东英纳斯达克 100 指数每日杠杆 (2x) 产品	2020/5/15	10.5
		南方东英黄金期货每日杠杆 (2x) 产品	2020/6/5	117.0
		南方东英沪深 300 指数每日杠杆 (2x) 产品	2020/7/27	24.4
		南方东英恒生科技指数每日反向 (-2x) 产品	2020/12/7	175.0
		南方东英恒生科技指数每日杠杆 (2x) 产品	2020/12/7	1,202.9
		南方东英美国大型石油天然气公司每日杠杆 (2x) 产品	2022/11/18	1.9
		南方东英美国大型石油天然气公司每日反向 (-2x) 产品	2022/11/18	2.1
		南方东英日经 225 每日反向 (-2x) 产品	2024/5/24	9.6
		南方东英日经 225 每日杠杆 (2x) 产品	2024/5/24	12.2
公募基金		中国新平衡机会基金	2011/1/21	49.1
		南方东英精选美元债券基金	2015/12/1	231.1

资料来源：，公司公告，CNCB Research

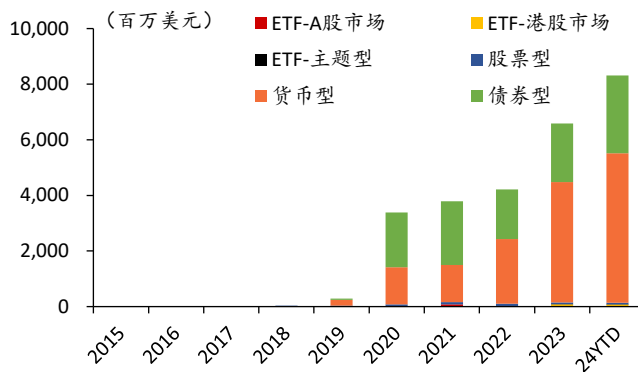
注：规模数据截至 2024 年 7 月 15 日

图表 28：易方达（香港）每年新发产品与规模变化



资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research
注：2024 年数据截至 5 月末

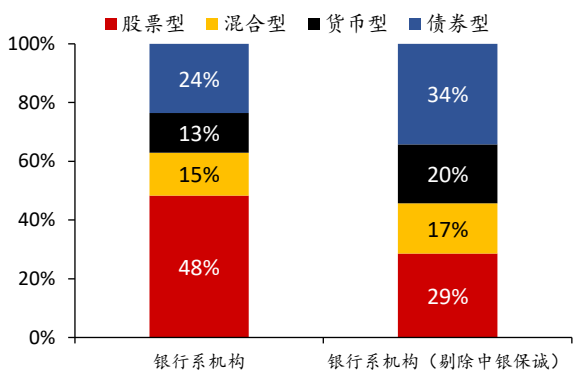
图表 29：易方达（香港）产品规模结构变化



资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research
注：2024 年数据截至 5 月末

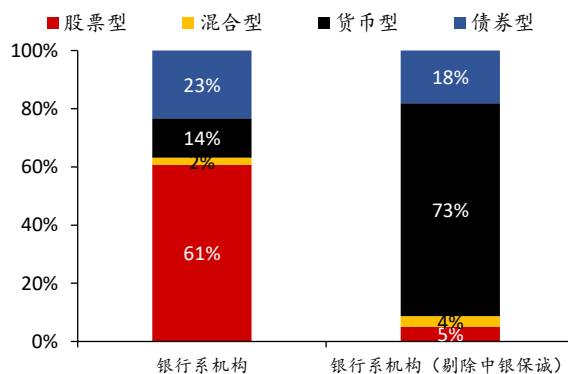
➤ **银行系资管机构：资金实力较强，近年来发力货基布局公募业务。**
中资银行系资管机构在境内股东的支持下，整体具备较强的资金实力，如 2017 年工银资管（全球）整体资管规模近 1000 亿元、2023 年末中银香港资管规模约 1800 亿港元。过往银行系资管机构以私募及专户业务为主，近年来多家机构把握美联储加息窗口，通过发行货基以布局公募业务。2022 年至 2024 年 6 月末，银行系资管机构共发行 11 只公募产品，其中 8 只为货基；截至 5 月末，银行系机构（剔除中银保诚资管）货币型、债券型、股票型、混合型基金规模分别占比 73%、18%、5%、4%。在各银行系资管机构中，中银保诚资管起步较早，兼具中资及外资股东背景，产品体系布局全面，业务规模领先。2024 年 5 月末其零售基金及 ETF 规模~101 亿美元，其中权益型产品占比 72%，涵盖大中华、亚太、北美、日本、全球等投资区域。

图表 30：银行系机构合计零售基金及 ETF 数量分布



资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research
注：数据截至 2024 年 5 月末；2) 银行系机构 ETF 规模较小，未单独拆分

图表 31：银行系机构合计零售基金及 ETF 规模分布



资料来源：，香港投资基金公会，CNCB Research
注：1) 数据截至 2024 年 5 月末；2) 银行系机构 ETF 规模较小，未单独拆分

图表 32：2022-1H24 银行系中资资管机构公募基金及 ETF 产品发行情况

产品名称	发行日期	产品类型	资管机构名称
民银融汇大中华策略基金	2022/8/1	混合型基金	民银资产管理
中银香港全天候中国新动力股票基金	2022/10/31	股票型基金	中银香港资产管理

中银香港全天候港元货币市场基金	2023/2/9	货币市场型基金	中银香港资产管理
中银香港大湾区气候转型 ETF	2023/3/27	股票型基金	中银保诚资产管理
农银国际美元货币市场基金	2023/4/24	货币市场型基金	农银国际资产管理
中银香港全天候美元货币市场基金	2023/7/24	货币市场型基金	中银香港资产管理
浦银国际美元货币市场基金	2024/1/31	货币市场型基金	浦银国际资产管理
浦银国际港元货币市场基金	2024/1/31	货币市场型基金	浦银国际资产管理
招银国际美元货币市场基金	2024/2/2	货币市场型基金	招银国际资产管理
工银资管（全球）美元货币市场基金	2024/5/2	货币市场型基金	工银资管（全球）
建银国际美元货币市场基金	2024/6/13	货币市场型基金	建银国际资产管理有限公司

资料来源：，公司公告，CNCB Research

图表 33：银行系中资资管机构产品数量及规模情况

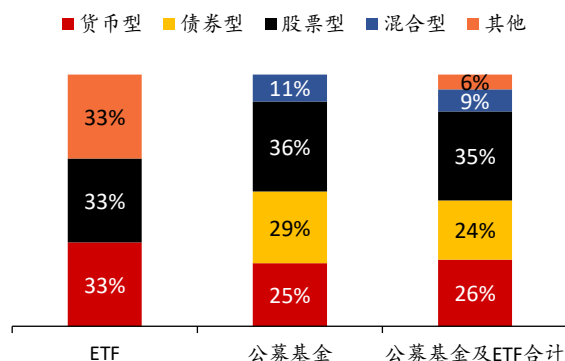
资管机构名称	公募基金产品数量	公募基金产品规模 (百万美元)	公募产品结构 (按数量)	公募产品结构 (按规模, 百万美元)
中银保诚资产管理	54	10,051		
中银香港资产管理	16	1,397		
工银资管（全球）	6	138		
建银国际资产管理	6	49		
民银资产管理	2	32		
农银国际资产管理	2	11		
浦银国际资产管理	2	N.A.		N.A.
招银国际资产管理	1	N.A.		N.A.

资料来源：香港投资基金公会，公司公告，CNCB Research

注：1) 数据截至 2024 年 5 月末；2) 农银国际资产管理规模数据仅统计 1 只债券型基金，该数据截至 2023 年末。

➤ **券商系资管机构：公募业务占比较低。**从内地券商的资管业务发展来看，早期增长主要来自于通道资金，产品形态以私募资管计划为主，资管新规后多家券商开始发力公募业务，但其投研体系、产品谱系、渠道建设等方面相较公募机构仍有一定差距。与母公司资管业务发展特点相似，在港券商系资管机构资管业务中私募和专户占比较高，资金主要来自于境内银行等金融机构；公募产品布局较少，5 月末券商系机构零售基金及 ETF 规模合计~17 亿美元，占中资机构规模比重~3%。从零售基金产品类型来看，券商具备较强的一二级市场资产及定价能力导致其权益类产品数量占比相对更高（5 月末，股票及混合型零售基金数量占比合计 46%）；同时近年来伴随货币基金快速增长，部分券商系机构亦加大货基产品布局。5 月末，券商零售基金及 ETF 产品中，货币型、债券型、股票型基金规模占比分别为 78%、13%、7%。各机构中，中金资管（香港）及国君资管（亚洲）规模相对较高，分别约 7/5 亿美元。

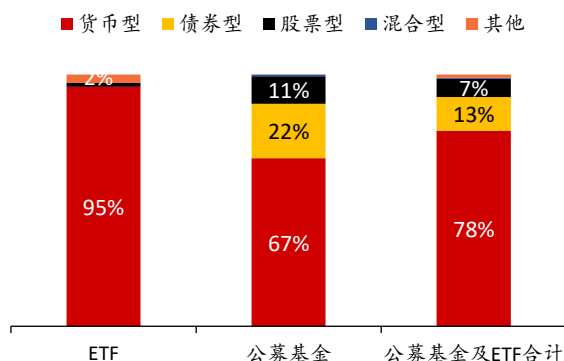
图表 34：券商系机构合计零售基金及 ETF 数量分布



资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：2024 年数据截至 5 月末

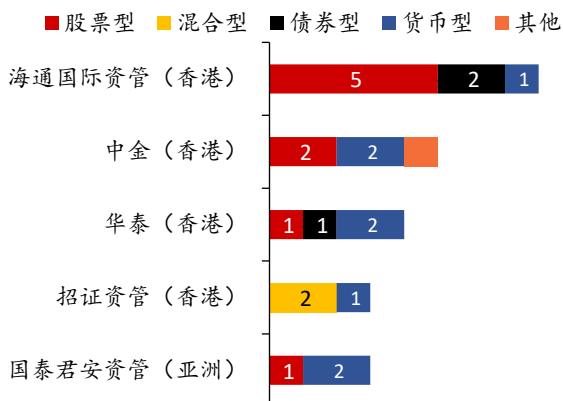
图表 35：券商系机构合计零售基金及 ETF 规模分布



资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：2024 年数据截至 5 月末

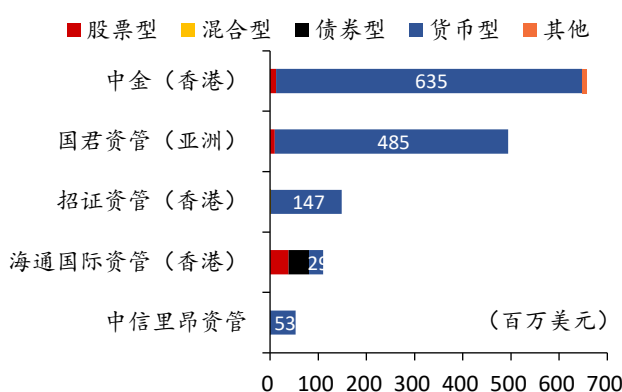
图表 36：部分券商系机构零售基金及 ETF 数量分布



资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：2024 年数据截至 5 月末

图表 37：部分券商系机构零售基金及 ETF 规模分布

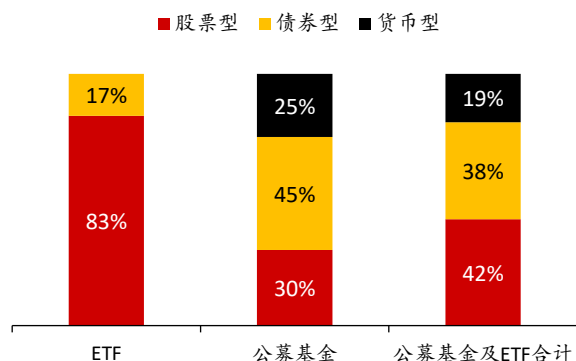


资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research

注：2024 年数据截至 5 月末

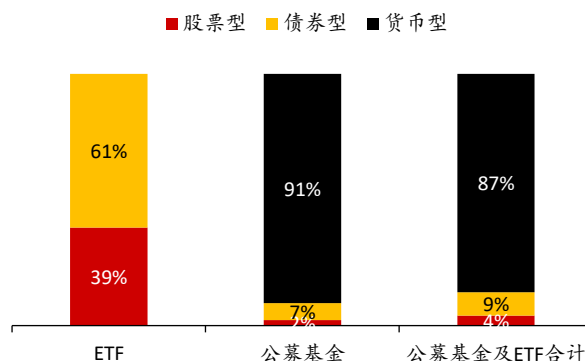
➤ **保险系资管机构：兼具系统内资金境外运营及第三方业务，以货币及固收类产品为主。**由于保险公司有大量系统内资金，因此保险系资管机构一方面受托于母公司，对系统内和自有资金进行境外投资管理；另一方面发展第三方资管业务，积极开拓境外保险、央行及主权基金等客户。以国寿富兰克林为例，2007 年公司正式开业，早期以体系内资金管理为主，2012 年公司开始拓展第三方业务，以私募基金为主；2014 年发行首只公募基金产品，初步搭建起涵盖公募、私募及专户的业务体系。目前国寿富兰克林合计资管规模超 2750 亿港元，第三方业务收入占比~50%。从保险系资管机构的公募业务来看，5 月末保险系资管机构零售基金及 ETF 规模合计~80 亿美元，占中资机构规模比重~15%，其中货币型、固收型、股票型产品规模分别占比 87%、9%、4%；若不考虑 ETF，其股票型产品规模占比仅 2%。在各保险系资管机构中，泰康资管(香港)在 2021 和 2022 年分别发行港元及美元货币基金，依托于较早的货币基金布局吸引大量资金，产品规模达 52 亿美元，在中资机构中份额占比~10%。

图表 38：保险系机构合计公募及 ETF 数量分布



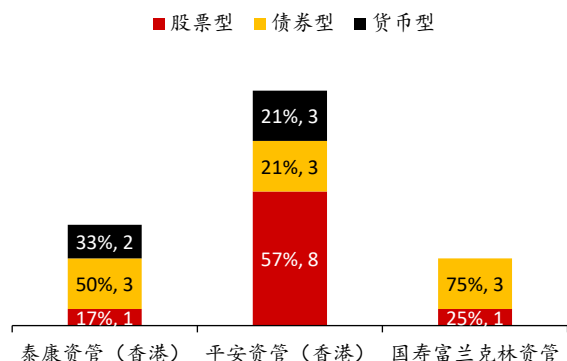
资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research
注：2024 年数据截至 5 月末

图表 39：保险系机构合计公募及 ETF 规模分布



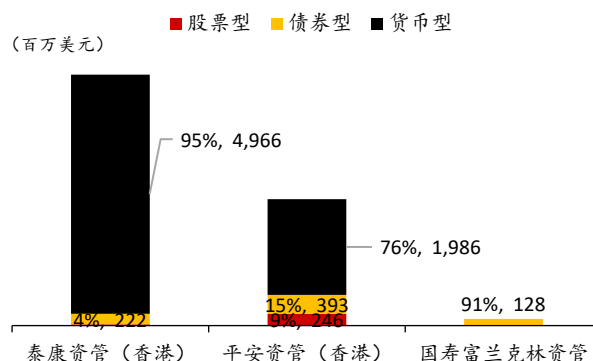
资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research
注：2024 年数据截至 5 月末

图表 40：部分保险系机构公募及 ETF 数量分布



资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research
注：2024 年数据截至 5 月末

图表 41：部分保险系机构公募及 ETF 规模分布



资料来源：香港投资基金公会，CNCB Research
注：2024 年数据截至 5 月末

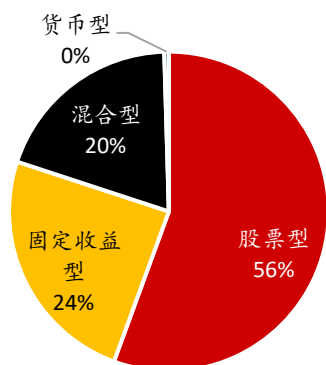
外资资管机构

布局时间较早，占据先发优势。早在香港回归前，较多外资机构已进入香港展业，如渣打银行、汇丰银行分别于 1859 年和 1865 年在香港开业，施罗德、富达、高盛、摩根士丹利等机构在上世纪 70-80 年代开始进入香港市场，先发优势明显。与此同时，外资机构具备全球化的资产配置能力、完善的渠道布局以及较强的品牌效应，共同驱动其资产规模快速增长；近年来，外资机构通过发展财富管理与机构业务，进一步巩固优势、扩大资管规模。

我们以贝莱德为例，深度剖析其在香港的业务开展情况。贝莱德于 1988 年成立，2000 年左右开始国际化扩张，2007 年在香港成立投资中心。根据公司官网数据，我们测算 2013-2023 年贝莱德香港资管规模从~430 亿美元增长至~1600 亿美元，为香港公募市场头部资管机构。

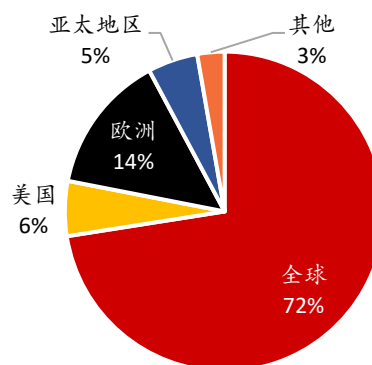
- **从业务策略上看**，在零售业务方面，贝莱德强调优化产品组合、增强分销能力、主被动能力结合，全面布局主动管理、另类投资、ETF 等产品策略，进一步加强与银行等分销商的合作关系。2013 年，贝莱德香港跨境零售资管规模约 42 亿美元、占香港地区跨境零售资管规模比重~10%，行业排名第 5。在机构业务方面，贝莱德将银行、保险、政府机构、财富管理及养老机构作为核心客群，并通过风险管理系统 Aladdin 服务机构投资者；机构投资者为贝莱德香港资管规模的核心来源，占 AUM 的比重近 90%。
- **从产品结构上看**，不同于贝莱德全球 71% 的被动产品占比，贝莱德香港以主动管理产品为主。2023 年末，其公募基金、ETF 产品数量分别为 75、12 只，规模占比分别为 96%、4%。贝莱德香港公募基金中，股票型、固收型、混合型产品分别占比 56%、24%、19%；投资地域以全球为主，地域侧重于全球、欧洲、亚太、美国的产品规模分别占比 73%、14%、5%、6%，体现出其较强的全球投资能力。各产品中，环球资产配置基金、世界健康科学基金及世界科技基金规模较大，均超 100 亿美元。ETF 产品以跟踪亚太地区指数为主，包括富时中国 A50、恒生科技指数、MSCI 亚洲（日本除外）等。

图表 42：贝莱德香港公募基金资产类别分布



资料来源：Bloomberg, CNCB Research

图表 43：贝莱德香港公募基金投资地域分布



资料来源：Bloomberg, CNCB Research

图表 44: 贝莱德香港 ETF 产品明细

基金名称	成立日期	2023 年末规模 (亿美元)
iShares 安硕富时中国 A50ETF	2004/11/15	18.2
iShares 安硕核心 MSCI 亚洲 (日本除外) ETF	2009/3/12	14.3
iShares 安硕恒生科技 ETF	2020/9/14	12.5
iShares 安硕核心 MSCI 中国 ETF	2001/11/23	7.2
iShares 安硕中国国债 ETF	2021/10/18	5.2
iShares 安硕核心 SENSEX 印度 ETF	2006/10/31	2.3
iShares 安硕核心沪深 300ETF	2009/11/12	2.0
iShares 安硕核心恒生指数 ETF	2016/11/18	1.6
iShares 安硕纳斯达克 100ETF	2016/6/22	0.5
iShares 安硕核心 MSCI 台湾 ETF	2016/6/22	0.5
iShares 安硕短期中国政策性银行债券 ETF	2021/10/18	0.3
iShares 安硕 MSCI 新兴市场 ETF (HK)	2020/7/17	0.1

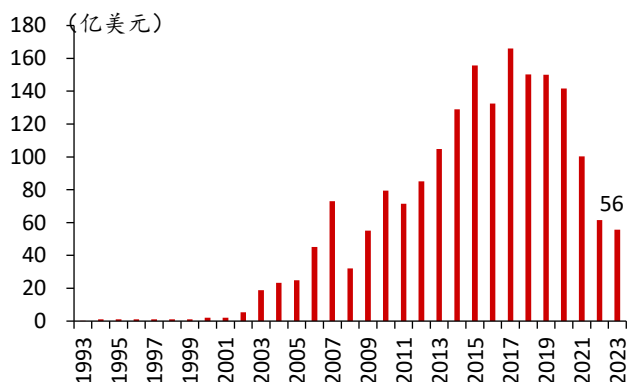
资料来源: 公司官网, Bloomberg, CNCB Research

港资资管机构

香港本土资管机构中, 恒生投资和惠理集团资管规模靠前, 其中恒生投资以被动产品为主, 惠理集团主动管理产品占比较高。我们以惠理集团为例, 分析头部港资资管机构的发展情况。

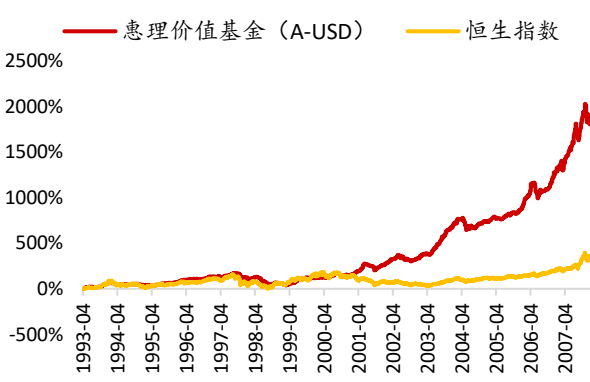
早期凭借突出的业绩实现规模高速增长。1993 年 4 月惠理集团推出第一只基金惠理价值基金, 1995 年公司发行价值基金 B 单元产品, 在当时以大型股份为主要投资对象的市场环境中, 公司关注投资者较少涉及的中国民营股及 B 股投资市场。2001 年中国证监会宣布中国 B 股市场向内地投资者开放, 惠理此前相关持股的流动性大大提升并且资产迅速增值。2001-2007 年价值基金增长 699%, 跑赢恒生指数 614pct, 惠理 AUM 从 2 亿美元增长至 73 亿美元; 与此同时, 公司积极拓展高息股票基金、量化投资等业务。2007 年惠理基金完成 IPO, 进一步布局在中国内地的业务, 产品端从股票投资为主转向股债兼备, 同时拓展在新加坡、美国、欧洲等地的基金销售业务。1993-2023 年, 公司资产管理规模从 560 万美元增长至 56 亿美元。

图表 45: 惠理集团资产管理规模情况



资料来源: 公司公告, CNCB Research

图表 46: 惠理价值基金与恒生指数业绩对比



资料来源: , CNCB Research

产品布局不断丰富，绝对回报及长期持仓为主要投资策略。目前惠理共 19 只公募基金及 ETF 产品，其中股票型、债券型、多元资产型分别 11、3、3 只，近年来公司加大对于另类投资、货币类以及行业主题基金的布局，如发行黄金 ETF、亚洲食品及营养产业基金、美元货币基金等产品。从产品规模分布来看，三大主要基金（价值基金、高息股票基金、大中华高收益债券基金）占公司 50%左右规模，近年来随着产品线的不断丰富，产品分布更趋分散。从公司的产品策略结构来看，绝对回报偏长期投资基金为主要策略，2023 年规模占比 72%，此外固定收益基金、多元资产基金分别占比 14%、6%。

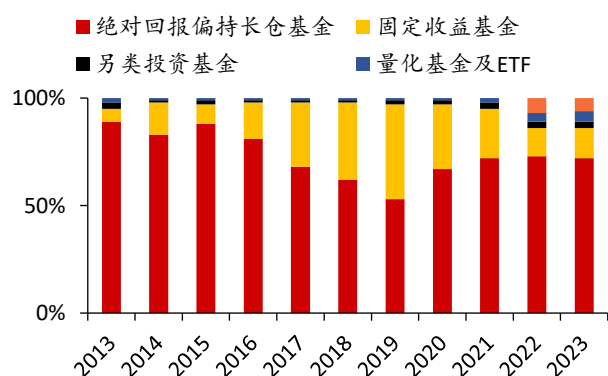
图表 47：惠理集团公募基金布局

产品名称	投资类型	发行时间	基金规模（百万美元）
惠理价值基金	股票型	1993/4/1	886.8
惠理智者之选基金-中华汇聚基金	股票型	2000/7/14	98.2
惠理高息股票基金	股票型	2002/9/2	1479.3
智者之选基金 - 中国大陆焦点基金	股票型	2003/11/27	115.2
惠理中华新星基金	股票型	2007/3/27	103.5
惠理台湾基金	股票型	2008/3/3	46.3
惠理大中华高收益债券基金	固定收益	2012/3/28	479.6
惠理中国 A 股优选基金	股票型	2014/10/16	30.0
惠理医药行业基金	股票型	2015/4/2	64.0
惠理多元资产基金	多元资产	2015/10/12	32.6
惠理亚洲股债收益基金	多元资产	2017/11/10	225.6
惠理亚洲总回报债券基金	固定收益	2018/4/9	41.9
惠理亚洲创新机会基金	多元资产	2019/2/26	32.6
惠理价值黄金 ETF	另类投资	2021/3/23	2.2
惠理全方位中国债券基金	固定收益	2021/9/7	19.3
惠理新兴市场网络与电商 ETF	股票型	2022/7/25	88.1
惠理亚洲食品及营养产业基金	股票型	2023/5/24	14.4
惠理美元货币基金	货币市场	2023/8/18	88.7
惠理日本房地产投资信托产业基金	股票型	2024/4/23	16.9

资料来源：公司官网，CNCB Research

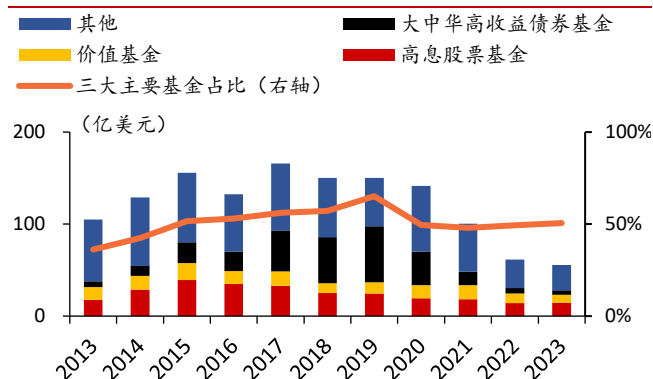
注：规模数据截至 2024 年 5 月末

图表 48：惠理集团产品策略规模分布



资料来源：公司公告，CNCB Research

图表 49：惠理集团产品规模分布



资料来源：，公司公告，CNCB Research

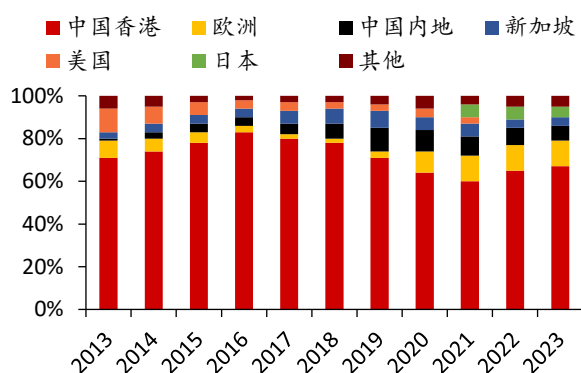
渠道布局广泛，以香港本土资金为主。惠理渠道布局完善，涵盖星展、汇丰、恒生等零售银行，花旗、瑞银、摩根士丹利等私人银行，以及友邦、保诚、宏利等保险机构。2024 年 1 月，广发证券完成收购惠理集团 20% 股份，成为新的战略股东；作为内地领先券商，广发有助于惠理拓展在内地的分销渠道。从投资者地域来看，2023 年末公司 67% 的资金来自于香港本地、12% 来自于欧洲；从投资者类型来看，散户、机构客户、高净值个人、FOF 基金分别占比 46%、31%、15%、5%。

图表 50：惠理集团区域分销网络

零售银行/独立理财顾问	私人银行	保险公司
HSBC Standard Chartered Citibank 星展銀行 DBS 恒生銀行 HANG SENG BANK 上海商業銀行 SHANGHAI COMMERCIAL BANK 中國銀行(香港) BANK OF CHINA (HONG KONG) BEA 東亞銀行 中國銀行 澳門分行 BANK OF CHINA MACAU BRANCH Fubon Bank 富邦銀行 中信銀行(國際) CHINA CITIC BANK INTERNATIONAL 交通銀行 BANK OF COMMUNICATIONS 創興銀行 Chong Hing Bank 大新銀行 DAH SING BANK 新鴻基金融集團 SUN HUNG KAI FINANCIAL CONVOY 康宏	Citi Standard Chartered Private Bank UBS Deutsche Bank BNP PARIBAS CREDIT SUISSE ABN-AMRO BARCLAYS BMO Bank of Montreal J. SAFRA SARASIN HSBC Private Bank DBS PRIVATE BANK Morgan Stanley	AIA PRUDENTIAL 英國保誠保險 FRIENDS PROVIDENT INTERNATIONAL 友邦人壽保險有限公司 宏利 Manulife 大新人壽 DAH SING LIFE AVIVA ageas Standard Life MassMutual FINANCIAL GROUP GENERALI OLD MUTUAL INTERNATIONAL FWD

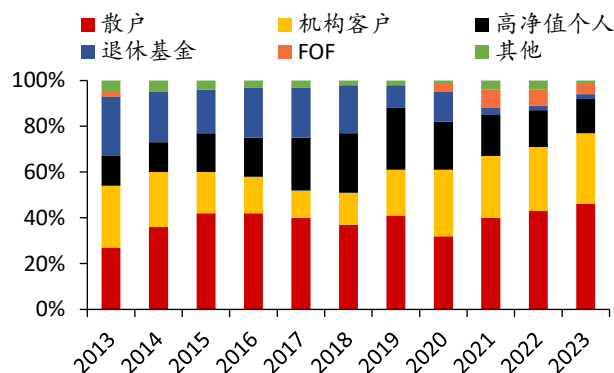
资料来源：公司公告

图表 51：惠理集团投资者地域分布



资料来源：公司公告，CNCB Research

图表 52：惠理集团投资者类型分布



资料来源：公司公告，CNCB Research

免责声明

Important Disclaimer & Disclosure Information

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第571章)中第一类(证券交易)、第四类(就证券提供意见)、第六类(就机构融资提供意见)及第九类(提供资产管理)受规管活动之持牌法团—信银(香港)资本有限公司(统称“信银资本”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映信银资本的立场。信银(香港)投资有限公司及其联属公司、关联公司(统称“信银投资”)及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。信银投资或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

信银资本建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

信银投资不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。信银资本的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，信银资本不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国2000年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第21条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照2000年金融服务及市场法2005年(金融推广)命令(「命令」)第19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

此材料未经香港证监会审阅。本报告的版权仅为信银资本所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,信银资本对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。