

大戶鬥網速搶落盤 散戶難以心水價買賣 高頻交易刺激交投 亦帶來不公



近年港股的成交持續低迷，不少分析認為只要再進一步降低印花稅，便能吸引更多高頻交易機構參與交易。香港的高頻交易發展一直較其他市場慢，正如今年11月立法會通過《2023年印花稅（修訂）（證券轉讓）條例草案》期間便有多位議員表示，若能再降低印花稅，以及由買賣雙方皆需要徵收印花稅，改為單邊徵收，這樣便可以吸引更多高頻交易公司參與買賣。但對特區政府而言，稅收減少固然是重要的考慮，但過多的高頻交易也會令市場的結構產生變化，相信這也是重要的考慮因素。

大公報記者 許臨

資深證券界人士謝明光表示，香港的高頻交易發展一直較其他市場慢，正如今年11月立法會通過《2023年印花稅（修訂）（證券轉讓）條例草案》期間便有多位議員表示，若能再降低印花稅，以及由買賣雙方皆需要徵收印花稅，改為單邊徵收，這樣便可以吸引更多高頻交易公司參與買賣。但對特區政府而言，稅收減少固然是重要的考慮，但過多的高頻交易也會令市場的結構產生變化，相信這也是重要的考慮因素。

謝明光提到著名作家 Michael Lewis 在 2014 年寫過一本名為《Flash Boys》的暢銷書籍，書中的內容便是與高頻交易有關。其中描述包括有大型基金想在美股市場買入股份，但很多基金經理覺得很奇怪，為什麼在報價畫面上看到，自己掛出的限價盤已「到價」很多次，但就是一直未能錄得成交？然後這些基金經理向其他的「行家」詢問才發現，原來其他的基金經理也出現這種情況。

速度越快 越具市場優勢

當時就是高頻交易在美股市場開始越來越流行的時間。任何的大型基金都不可能以他們認為理想的價格買入心儀



▲ 美股每天有一半以上的成交量由高頻交易產生。

▲ 有意見指，若完全免徵印花稅，港股中的高頻交易將會大幅提升至佔整體成交量達50%，每日成交金額有望增加約1000億元。

的股份，因為高頻交易機構只要察覺到有大量的買盤出現，就會走在這些大型基金前面，市場開始逐漸變得不公平，然後只要願意付出高昂租金，租用快速電纜的機構才在市場上更有優勢。若連大型基金的基金經理面對高頻交易的競爭時都束手無策，那散戶可能會更加「蝕底」。

一家交易商出錯 或現骨牌效應

另外，高頻交易也有可能出錯，現時世界上不少高頻交易公司所用的交易策略都十分相似，若其中一家機構出錯，便有可能出現骨牌效應，惡性循環加速市場下跌，美股市場在2010年便曾出現這種情況。

立法會議員陳仲尼曾指出，目前高頻交易只佔港股整體成交量不足10%，但若完全免徵印花稅，高頻交易將會大幅提升至佔整體成交量達50%，每日成交金額有望增加大約1000億元，不過，謝明光就認為，成交量增加對港股自然十分重要，但若因高頻交易佔整體成交量大幅增加後，股價波動加劇等「後遺症」亦不能忽視。

高頻交易商城堡：港金融市場吸引

商機廣闊

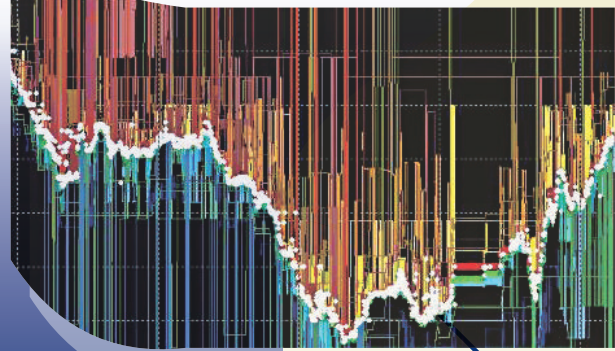
對很多散戶投資者而言，他們也會有一個疑問，港股市場真的存在高頻交易嗎？好像每天看着市場的變化又總是察覺不到，但高頻交易確實早已在香港存在，而且全球著名的機構也一直在港股市場上尋找機會。

今年在香港舉辦的國際金融領袖投資峰會，出席的嘉賓中便有一位是高頻交易中的重量級人物，他便是美國對沖基金公司城堡投資創辦人兼行政總裁格里芬。他在峰會上表示：「香港作為連繫內地的通道，公司過去30年一直投資香港，亦安排專業團隊進駐香港，而且不少員工在疫情後逐步重返香港，認為香港作為國際金融中心仍有很大的吸引力。」

謝明光表示：「現在的城堡投資主要有兩大業務，包括運營超過350億美元

的資金，在全球不同市場進行投資，當中包括高頻交易，另外，城堡投資更是做市商提供股票、期權等產品。據了解，城堡投資每天會進行2500萬至3000萬筆交易，在全球不同市場尋找機會，香港有不少股份的流動性也十分充足，而且衍生產品每天的交易量龐大，故此適合高頻交易公司尋找交易機會，因為可以透過股票及不同衍生工具設計更多的交易策略，在市場圖利。」

既然作為高頻交易界的大師級人馬格里芬也早已進駐香港，若香港的印花稅能進一步下降，對其他高頻交易公司的吸引力定必會大增。



▶ 高頻交易成交示意圖。高頻交易有利有弊，除了增加成交量的好處外，或會讓股市的波動加劇。

全球著名高頻交易公司

Citadel Securities (城堡)

1990年由格里芬 (Ken Griffin) 成立，交易量佔整個美股市場的10%，全球頂尖的做市商公司之一

Two Sigma Securities

集資產管理與做市商於一身，管理500億美元資產，同時做市商通常在美股市場的日交易量超過3億股

Tower Research Capital

1998年由Mark Gorton創立，有傳內部有許多「封閉式」團隊用自己的交易策略積極地在全市場進行交易，但這些團隊是共用公司的資本

項目	詳情	金額
經紀佣金	客戶與券商商議	假設佣金為零
證監會交易費	成交額的0.0027%	20000x0.0027%=0.54元
交易所交易費	成交額的0.005%	20000x0.005%=1元
交易系統使用費	每單0.50元(但部分中介機構會豁免這項收費)	0.5元
政府股票印花稅	成交額的0.1%(不足一元亦作一元計)	20000x0.1%=20元
總計		0.54+1+0.5+20=22.04元

*註：假設買入B股票，價格為20元，每手1000股，一手總值20000元

港股交易成本

目前主要市場股票印花稅

中國香港	買賣雙方均需繳納0.1% (不足一元亦作一元計)
中國內地	0.05% (僅賣方)
英國	0.5% (僅買方)
新加坡	0.2% (僅買方)，紙本交易才需支付
美國、日本、德國	無

交易策略

若要了解高頻交易對市場的利弊，那麼它們究竟是怎樣運作的？所用的策略又是什麼？這些都需要有一定的理解。《大公報》訪問了量化交易專家 Kaye Law，他的團隊在2019年曾於海外獲獎，當時便是以人工智能 (AI) 設計量化交易程式而獲得高度評價。

Kaye Law表示：「海外對高頻交易及量化交易等越來越重視，正如我們專門研究量化交易，在2019年參加比賽並獲得亞軍，雖然有點意外，但反映海外對AI應用在交易上越來越感興趣。」

千分之一秒覓機會

Kaye Law透露，很多人誤以為高頻交易就是以超高的速度在市場上低買高賣賺差價，例如預測到阿里 (09988) 在某個交易日於73.2元至73.6元這個區間窄幅上落，然後就不斷在73.2元買入，然後又再以73.6元沽出，只要透過大量交易，利潤就會很高。但這完全是沒有可能的，沒有任何技術可以完全捕捉到股價超短線的升跌，股價可以在幾分鐘內於73.2元至73.6元窄幅上落，但又會急跌至72元甚至更低，若高頻交易機構用類似的策略，那將會十分冒險，不可能長期獲利。

目前全球的高頻交易公司，他們用的策略是希望接近「必賺」，但世上真的沒有「必賺」的策略嗎？Kaye Law表示，只要交易的速度夠快，每宗交易的速度達到千分之一秒以上，同時發現交易對手，便有可能「必賺」。

其中一種策略是，用程式偵察市場上掛出的大額買盤，例如在某個交易日發現有基金掛出1500手買盤買入阿里，以每手100股計算，數量便達到15萬股及千多萬資金。而高頻交易公司偵察到這家機構掛出73.2元的限價買入，這時高頻交易公司便會以比其他人更快地在73.2元先行買入，然後再把買入的股份賣給這家基金。

因為若要買入15萬股的阿里，雖然掛出的買入價為73.2元，但最終可能在73.2元只買到5萬股，在73.25元再買到7萬股，然後在73.3元、73.35元、73.4元等買入其他餘下的數量，所以高頻交易公司只要偵察到這些大買盤，然後搶在最前買入，再在千分之一秒的時間以更高價賣給想大手買入的基金，這種策略便接近是「必賺」，而高頻交易公司每天在全球不同市場中尋找這些入市機會，所以高頻交易公司每天交易量可以達到數千萬宗。

Kaye Law表示，這類策略只是高頻交易公司常用的其中一種策略，就是早年很多場內交易員會冒險去做的「老鼠倉」，做法是他們知悉有大戶想買入某股，他們就先行入貨，然後再賣回給大戶，出發點跟高頻交易類似。不過，高頻交易公司當然還有其他的交易策略，例如用程式偵察期權的不合理定價，又或不同月份期貨差價擴大等所帶來的入市機會，但重點仍然是交易速度必需夠快，這樣才能做到一般機構做不到的事情。

話你知

何謂高頻交易？

高頻交易是一類特殊的算法交易，它基於某種交易策略，利用高速計算機以極高的頻率關注相關信息，並發出交易指令自動完成買賣。

美國商品期貨交易委員會認為高頻交易有如下四個方面的特徵：一是通過算法程序進行決策、生成委託單、執行成交程序等；二是延時很短，目的在於最小化反應時間；三是指令進入系統的速度快、高速連接市場；四是信息量大，即不斷有落單和撤單的交易行為。

港股買賣成本高 高頻交易難圖利

新聞分析

許臨

今年以來不少市場人士都表示，港股的印花稅過高阻礙了高頻交易的發展，因為高頻交易十分看重交易成本，但究竟印花稅對交易有多大影響，只要計算一下便會清楚。

以Kaye Law指出的個案為例，假設有基金想以73.2元買入15萬股阿里 (09988)，高頻交易公司搶在他們前面先行買入，再以73.3元賣回給

這家基金。高頻交易公司在這宗交易上實際只是賺了0.1元的差價，以15萬股計算，獲利便只有15000元。

但高頻交易公司仍需支付交易成本，以印花稅的稅率0.1%計算，單是印花稅的成本，即買入金額1098萬元的0.1%，買入的部分印花稅為10980元，由於港股是雙邊徵收印花稅的，故此賣出時也要繳付，賣出的金額為1099.5萬元，賣出的部分印花稅

也需要繳付10995元，合共21975元，但高頻交易公司在這宗交易的獲利只有15000元，根本無利可圖，而且港股的交易費用還包括證監會交易費 (成交額的0.0027%)、交易所交易費 (成交額的0.005%)，經紀佣金及交易系統使用費等。

不過，若印花稅完全豁免，同時假設經紀佣金及交易系統使用費獲豁免，高頻交易公司在這宗交易中繳付證監會交易費及交易所交易費的成本在

買入時就只有 (296.46元+549元=845.46元)，而賣出時的成本也只是 (296.86元+549.75元=846.61元)，合共只有1692.07元。

由於這宗交易中，高頻交易公司能獲利15000元，扣除1692.07元的交易成本，仍然有很高的利潤，難怪不少專家強調只要印花稅完全豁免，高頻交易才會大幅提升至佔整體成交量的五成，港股每日成交金額有望增加大約1000億元或以上。