

美交易所之間競爭大 與造市商合作增成交

港拓高頻交易 宜先制定回佣制



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，差不多每位有發言的立法會議員都表示，降低印花稅就能令高頻交易在港股市場變得更活躍，日均成交量就會大幅增加。交易成本雖然是高頻交易最重要的考慮之一，但目前港股的市場結構真的已準備好迎接大量的高頻交易出現嗎？有專家認為港股市場連高頻交易最重視的訂單流回佣（Payment for order flow; PFOF）也未提供，無疑會降低高頻交易商進軍港股的意欲。

大公報記者 許臨

量化交易專家Kaye Law表示：「在股票市場裏，為了增加股市的成交量跟流動性，有『股票造市制度』，造市商大量買賣股票提高流動性，進而提高成交的幾率。PFOF的原理很簡單，是指券商透過造市商處理用戶的交易，從中賺取回佣。」

賺合約差價 再與經紀分紅

例如，有散戶想用150元買進100股A公司的股票，券商就幫散戶去跟造市商下單，而造市商手上的委託單很多，他可能會發現有人想用149.8元的價格賣，可是散戶能接受的價格高了不少，所以造市商先買了149.8元的股票，然後用149.9元的價格賣給散戶，而中間0.1元的價差，就是造市商的利潤，因為有100股，這筆交易造市商賺了10元，當中會分給券商5元，這就是所謂的PFOF。每宗交易雖然獲利不多，但每天有數萬宗甚至更多類似交易，累積的回報就十分驚人。

Kaye強調要了解高頻交易的世界，先要明白市場的結構，在高頻交易盛行的美股市場與港股有很多不同之處。很多人的錯覺，美股只有紐約證券交易所（NYSE）、納斯達克交易所（NASDAQ）及芝加哥期權交易所（CBOE）三家交易所。事實上，NYSE和NASDAQ並不只是



▲高頻交易若在港股市場盛行，所衍生的問題將會更多。

兩家交易所。目前NYSE和NASDAQ旗下各有數家交易所，每家交易所都有自己的上市程序和要求，16家交易所中，只有數家可供公司上市。

「黑池」早已推行PFOF刺激交投

無論是香港還是新加坡，證交所通常就是公司上市與交易的場所，在哪裏上市就在哪裏買賣，但在美股市場，公司在哪家交易所上市，一點也不重要，因為訂單可以在任何一家交易所交易，所以交易所才會提供PFOF，就是要與其他交易所競爭，爭取更多的訂單流。

而且美股市場除了交易所之間的競爭外，還有稱為「Off Exchange」的交易活動，交易量竟然佔了總交易量逾四成，這些所謂「Off Exchange」的交易，就是來自俗稱「黑池」的替代交易系統（ATS）。最大的ATS由大型投行營運，最初出現的目的，是為了促進機構投資者的大宗交易，但發展至今為了競爭訂單流，早已有PFOF的制度。

不過，港股只有港交所一間交易所，目前港交所也沒有為高頻交易公司訂立PFOF的規定，而且港交所在港股市場是獨市生意，若單純為了提升成交量引入高頻交易公司，港交所日後也會像美股市場的交易所一樣提供PFOF嗎？相信即使要實行也需要很長的諮詢時間。

衍生工具價格有被操控風險

監管漏洞

當市場充斥着大量的高頻交易，可會出現大量「老鼠倉」，同時會對買入股份數量十分之大的大型基金造成影響，因為他們的交易速度不及高頻交易公司，故此難以用最佳的買入價去買入股份。但對散戶而言，好像又沒有多大影響似的，不過，專家指出，若然散戶這樣想便錯了，高頻交易對散戶的影響可能更大。

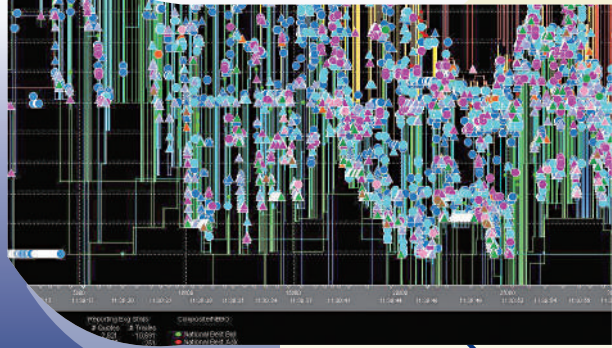
Kaye表示，只要交易速度夠快，在市場上就有很大優勢，然後可運用更多賺錢的策略。例如在港股十分流行的牛熊證，假設B股票的價格上升，與B股票相關的牛證共有10隻，理論上這10隻牛證會按其實際槓桿比率而上升的。

假設B股票上升1%，某相關牛證理論上應由0.5元升至0.9元，但即使有些牛證的成交量小，按目前的規定，發行

►專家指出，高頻交易對散戶的影響可能比機構投資者更大。

商仍需要將牛證的價格抬高，以反映正股的升幅。但若有些「有心人」刻意令牛證短時間內升幅不足，例如牛證只是由0.5元升至0.6元，然後等「合作夥伴」買入後，才再將價格抬升至0.9元。

「合作夥伴」在這情況下是百分百賺錢的，這無疑是不合法的行為，但若用高頻交易來進行，那就很難察覺得到，對散戶來說，交易牛熊證會變得更加不公平。當然並非指現時的發行商是這樣做，只是舉出一些有可能發生的例子，但當高頻交易越來越普遍的時候，很多監管也有可能會出現漏洞。



美國16家交易所成交量排名

排名	交易所
1	NASDAQ Global Select
2	New York Stock Exchange
3	NYSE Arca
4	CBOE BATS BZX
5	CBOE EDGX Exchange
6	Members Exchange
7	IEX
8	CBOE EDGA Exchange
9	CBOE BATS BYX
10	NYSE National
11	MIAZ Pearl
12	NASDAQ OMX PSX
13	NASDAQ OMX BX
14	NYSE American
15	NYSE Chicago
16	LTSE



◀紐約證券交易所旗下有數間交易所，競爭非常激烈。

本港高頻交易調查

高頻交易對港股發展不利

反方
技術成本高昂、可能令一些投資者處於不利境地

高頻交易對港股發展有利

正方
令交易的準確性提高、降低營運成本、提高港股流動性

30% 70%

美設限價交易 仍被鑽了空子？

新聞分析

許臨

任何一個市場只要出現新的賺錢模式就會有不同的漏洞出現，然後監管機構便需要加強規管，甚至推出新的法規應對市場變化。即使美股市場已有PFOF的監管，但仍有漏洞。當市場希望港股吸引更多高頻交易公司進場的時候，也應該想一想，除了港交所沒有PFOF的規定外，相關的監管也是欠缺。

香港貨幣及金融研究中心於2021年6月進行有

關高頻交易的調查，三成受訪者認為高頻交易會對港股市場的發展帶來不利影響。

PFOF簡單來說就是券商將客戶的訂單發送給交易所或造市商，而交易所或造市商會向券商支付「回佣」，所以羅賓漢、Charles Schwab等美國券商可以提供零佣金交易。從羅賓漢的業績可見，逾八成的收入來自PFOF，單季的PFOF收入達數億美元。

但PFOF在美國是受監管的，美國證券交易委員

會（SEC）有一項規則，要求券商必須在全國最佳買賣價（NBBO）的範圍內執行訂單交易。NBBO是一個即時更新、綜合所有正式交易所的訂單而提供「賣出」和「買入」報價基準的系統，所有訂單必須等於或優於此報價成交。例如，若B股票在NBBO中顯示最佳的買入價是10.02元至10.05元，在10.02元是最低買入的價，即使你要買入大量股份，可能在最高10.05元已能成交。但若然成交價高

達11元，那就可能是券商為了賺取PFOF的利益而讓客戶蒙受損失。

但這個監管也有漏洞，就是券商可先發出一些「虛假訂單」到某交易所促成交易，從而改變NBBO的價格範圍。SEC就這個問題在去年已表示會重新審視，但至今仍未見完全杜絕問題癥結。由此可見，高頻交易若在港股市場盛行，所衍生的問題將會更多。

挑戰重重

要賺取PFOF，在美國也要有券商願意配合，但有業界人士認為，即使高頻交易在港股市場興起，不少中小型券商也未必有能力配合運作。

在美股市場，若散戶用Interactive Broker這類券商交易美股時，會看到一則聲明，強調他們會把客戶的落盤投放到最適合的交易所，目的是讓客戶以最佳的價格成交。但很多時候高頻交易公司從PFOF所賺的利潤會與券商分拆，所以券商才能以很低的佣金，甚至如羅賓漢（Robinhood）等券商能提供零佣金優惠給客戶。

資深證券界人士謝明光指，香港的證券業近年不斷在轉變，券商過去的主要收入就是交易佣金，但現在不少大型券商都以「零佣金」吸客，小型券商要留住客戶變得更困難。雖然業界人數可能在增加，活躍客戶的數目也在上升，但這些客戶都集中在大型券商手上，中小型券商變得更難生存。

兩地零佣金模式有分別

再者，美國及香港券商都提供零佣金，但兩者的營運模式是不同的，羅賓漢不收佣金，但可以賺PFOF，而香港券商不收佣金，要賺錢就只能希望客戶向他們「借錢」炒股，也就是借「孖展」，券商的收入便來自孖展的利息。不過，今年港股持續尋底，成交量也越來越少，很多散戶都損手，又何來有意願借孖展炒股？

事實上，香港的證券業發展已面臨瓶頸，中小型券商的生存空間變得更加小，不同的券商都在謀求新的營運模式，也會參考海外券商的營運模式，但要像一些海外券商一樣賺PFOF，在香港根本「行不通」。

謝明光認為，要符合高頻交易公司的要求，相信港交所（00388）有能力做得到。近年來港交所實施多項制度增強競爭力，2018年成立Orion Trading平台—證券市場（OTP-C），進一步增強其交易能力及支持新業務的靈活性。

港交所雖然有能力符合高頻交易公司的要求，但券商方面又有這個能力嗎？或許部分大型券商確實有這些技術，但其他中小型券商又如何？即使想提升系統符合高頻交易公司的要求，但所需的成本也會很大。

話你知

何謂PFOF？

PFOF（訂單流回佣）是指券商透過造市商處理用戶的交易，從中賺取回佣。

例如，收取零佣金的券商把客戶的委託單賣給造市商賺錢，由造市商在市場執行這些交易，這樣做的好處是委託單進入一個更有效率的交易配對流程，但缺點則是交易比較不透明，委託單成交後，造市商也會付給券商佣金。

