

營造虛假需求誤導市場 程式買賣觸發崩盤

幌騙訂單規管難 高頻交易「股市高危」



早於2010年5月6日，全球金融市場在無預警下急瀉，美國道指於5分鐘內暴跌600多點，市場蒸發了一萬億美元的資金，原因是高頻交易商受幌騙交易（Spoofing order）影響犯錯導致市場大跌，當日更被稱為「閃電崩盤」日，若香港日後能吸引更多的高頻交易商進駐，香港又能否避免出現「閃電崩盤」的情況呢？

大公報記者 許臨

2010年那天發生的大股市與1987年的全球股災有點相似，資深證券界人士謝明光表示，最大問題是當初沒有人知道是誰及什麼原因造成了股災，確實是所有人也毫無頭緒，而且謠言四起，有人說是因為某個交易員輸入錯誤，也有人說是因為電腦黑客入侵，甚至有人懷疑是恐怖分子所為。

事後美國政府也按照「慣例」成立了一個委員會，名為新興法規聯合期管會與證管會顧問委員會，調查事件起因，會中成員包括業界領袖、過去的監管人員以及得過諾貝爾獎的教授。這個團體的成員雖然身份顯赫，但最年輕的成員都已55歲，最重要的是，他們當中根本沒有一個成員擁有從事高頻交易的經驗。

高頻商策略相近 釀成骨牌效應

後來經過很長時間的調查才發現，原來是一個身在歐洲名為納凡德薩勞(Navinder Sarao)的年輕人，一直透過槓桿大手交易標普500指數期貨，而且他運用程式進行幌騙交易，最終令進行高頻交易的公司出錯，由於市場上的高頻交易公司都採取近似的交易



▲年輕的納凡德薩勞憑一己之力，導致全球金融市場震動。

◀進行高頻交易的公司曾因交易出錯，在骨牌效應下，導致美股市場崩盤。

策略，只要有一家公司出錯，就會出現骨牌效應，令市場崩盤，而且是迅速地崩盤。

更可笑的是，這個年輕人只是在家中進行交易，每當進行交易到晚上，他母親也會催促他吃晚飯，原來一個與父母同住的普通年輕人，在自己小小的房間裏以普通的電腦系統進行交易，就可以令到整個市場崩盤。因此開始有人質疑，原來高頻交易一旦出錯，可以令市場變得如此脆弱。

交易速度越快 市場風險越高

謝明光指，要吸引高頻交易就必須加強監管，高頻交易還會衍生很多幌騙行為，早在2010年美國已有《多德-弗蘭克法案》以禁止幌騙交易。但近年來隨著高頻交易技術不斷進步，幌騙策略實施起來比以前更容易了。若沒有把相關的問題預早想好解決方案，便引入大量高頻交易進駐港股市場，那日後市場面對的風險將會更大。

星衍生品市場 高頻交易佔90%

亞洲概況

港股若要吸引更多高頻交易，究竟現時的監管又是否足夠？量化交易專家Kaye Law表示，翻查紀錄可見，香港早在2011年對高頻交易已採取「追逐」的態度，希望吸引更多高頻交易公司進軍港股，故此港交所也不斷的提升交易系統速度。不過，其後態度轉向中立謹慎。根據港交所於2018年8月至2020年7月期間的調查，香港的高頻交易活動整體維持平穩，約佔市場交易量的10%至20%，仍未對市場產生較大影響。

但從監管機構的態度或可看出，高頻交易公司傾向在內地多於在港股市場發展，雖然股票市場的T+1交易制度限制了高頻交易在A股市場的發展。今年9月中證監副主席方星海便表示，未來要加強對高頻交易等新型交易行為的監管，包括要求證券公司提高自身及其客戶高頻交易行為管理等，防止過度投機，確保市場平穩運行。

上交所及深交所也分別表示會加強對高頻交易的管理，前者強調未經報告的投資者不得進行高頻交易，對高頻交易行為實行實時監控，後者則要求明確申報交易最高速度及應額外報告高頻交易系統服務器所在地、系統測試報告、發生故障時的

▶調查顯示，本港目前的高頻交易活動整體維持平穩，約佔市場交易量的10%至20%。

應急方案等內容。

再看其他地區的數據，可以看到港股在高頻交易方面的發展確實落後，如韓國高頻交易佔比約30%，其中外國投資者佔總高頻交易量的35%，可見大部分高頻交易由韓國公司進行，這反映其本地公司有足夠的技術在市場發展。不過，在2015年有學者對韓國的高頻交易盈利情況進行調查，結論是只有外國機構是盈利的，而韓國國內無論是機構投資者還是個人都是虧損！

日本是亞洲區高頻交易發展起步最早地區之一，高頻交易技術於2010年已開始在東京證交所推行，目前高頻交易量佔東京證交所訂單約70%，但日本對高頻交易的監管非常溫和，僅要求與高頻有關的交易者進行資訊註冊，以及適當的風險管理措施。

新加坡是亞洲的高頻交易主要市場，大約在2010年高頻交易在新加坡便開始快速發展。新加坡對高頻交易的監管態度也較寬鬆，以免因過度規管導致資金外流。據統計，目前新加坡的衍生品總成交量中，有近90%已屬高頻交易。



亞洲各地高頻交易發展情況

中國香港

高頻交易只佔整體成交量10%至20%，惟證監會早在2010年已表示，成立跨部門小組，研究適當地更新其互聯網交易政策，考慮算法程式交易及高頻交易等問題

中國內地

今年9月中證監副主席方星海表示，未來要加強對高頻交易等新型交易行為的監管，包括要求券商提高自身及其客戶程序化交易行為管理等，防止過度投機，確保市場平穩運行

日本

亞洲區高頻交易發展起步較早的地區，2010年高頻交易技術已開始在東京證券交易所推行，目前高頻交易量佔東京證交所訂單約70%，但日本對高頻交易的監管非常溫和，僅要求與高頻交易有關的交易者進行資訊註冊，以及適當的風險管理措施

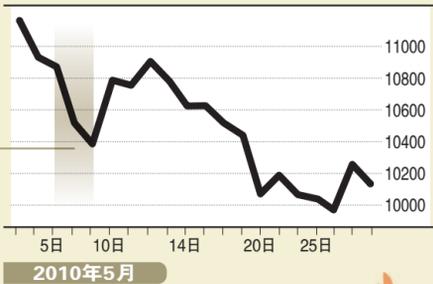
韓國

高頻交易量佔比約30%，其中外國投資者的佔比較高。但有趣的是，韓國有學者統計，大部分高頻交易能獲利的都是外國機構，韓國本土機構及個人從事高頻交易都錄得虧損

新加坡

高頻交易在亞洲的主要市場。在2010年左右，高頻交易迎來了快速發展。新加坡對高頻交易的態度類似日本，在監管方面更傾向於建立支持高頻交易活動的監管環境，以免因過度規管導致資金外流

道指2010年5月閃電崩盤事件 (點)



道指在2010年5月6日的5分鐘內暴跌600多點，市場瞬間蒸發一萬億美元。



灰色地帶

幌騙交易是高頻交易的灰色地帶，目前高頻交易佔美股市場的比例全球最高，但幌騙交易也同樣多得驚人。

量化交易專家Kaye Law表示，幌騙是一個金融術語，而幌騙交易在股票、期貨、黃金等市場也經常會見到，幌騙者假裝在特定價格買進或賣出，製造需求假象，例如某股票的買賣價為2.81元/2.82元，幌騙者在2.8元掛出大量的買盤，這讓人錯覺有大戶想在2.8元大量買入，由於最佳買賣差價是2.81元/2.82元，掛出2.8元不會立即成交，但卻能製造一個市場有大戶想入市的假象，其他散戶看到就會心急入市，繼而推高股價，但當股價急升後，幌騙者又會把掛出的買盤取消。

多年來不少散戶都聽過大戶總會「明買實沽」、「明沽實買」，其實就是幌騙行為，但早年幌騙行為需要人手操作，自然會有機會出錯，但若透過高頻交易程式來進行，那就更加容易誤導市場。

但Kaye Law強調一點，不只是有人會利用高頻交易來進行幌騙，只要市場充斥着幌騙行為，高頻交易公司本身也會遇到「麻煩」。因為高頻交易公司其中一種重要的策略就是市場俗稱的「老鼠倉」，若察覺有大戶想買入就用速度上的優勢，比大戶更先買入，然後再把股票賣回給大戶，在極短的時間內賺取輕微的差價。

高頻交易商也成幌騙受害者

但若市場有大量的幌騙行為，根本就難以察覺哪些大量買盤的真偽，高頻交易公司便難做出判斷，若判斷錯誤，而且金額龐大的話，高頻交易公司也只能立即止蝕離場，試想想若大量高頻交易公司也因為幌騙行為而受騙，由於他們所採用的策略十分接近，若同時在市場上沽出股票，就會加劇市場的跌勢，美股在2010年發生的「閃電崩盤」就是這樣發生。

股價不足2小時瀉47%

港股市場其實也曾發生類似事件，2015年5月20日，漢能薄膜（原上市編號：00566）當日以7.35元開盤，但到了10點15分股價便跌破7元，其後突然開始狂瀉，25分鐘後已跌至3.91元，較開盤價下跌47%，這25分鐘令漢能主席李河君財富縮水達830億元人民幣。

其後有市場人士指，漢能股價當日曾在短時間內暴跌逾25%，全日累挫47%，其後就一直停牌。而當日令人感到奇怪的是，漢能的賣盤是突然「大爆發」嗎？其後倫敦Coleman Street Management行政總裁、電腦專家麥克林(Matt McClean)翻看了漢能的交易記錄，發現這些賣盤中有大部分最終沒有執行，只是造成假象令市場人士恐慌，若然屬實，這就是幌騙操縱策略。當時證監會也曾懷疑漢能股價被操控並展開調查，不過就沒有找到證據。

話你知道

何謂「幌騙」？

「幌騙」是一個金融術語，指的是在股票市場或者期貨市場交易中虛假報價再撤單的一種行為：即先下訂單，然後再取消訂單，藉此影響股價。

「幌騙者」(spoofers)通過假裝有意在特定的價格買入或賣出，製造需求假象，企圖引誘其他交易者進行交易來影響市場。通過這種「幌騙」行為，「幌騙者」可以在新的價格買進或賣出，從而獲利。

監管跟不上時代 金融市場代價大

新聞分析

許臨

造成美股「閃電崩盤」的罪魁禍首納凡德薩勞早已成為很多股民的偶像，而且他的「事跡」有傳將會拍成電影。他經常會對身邊的人說，只要不在乎錢，交易就會變得很容易，要把交易想成是電腦遊戲，你玩遊戲是為了贏，賺錢是額外的獎品，他也是因為交易好玩，才一直繼續參與。

但他真的只靠個人電腦就造成這驚人的結果？他在美國期貨市場以零成本的方式，利用許多爭議

手段，淨賺7000萬美元，事實上，他與父母同住，單獨在家中進行交易。

他住的房子價格很低廉，賺了錢也不願意花費，所以一直未有人察覺，原因是他是一名自閉症患者，當美國警方到了現場，發現令美股市場崩盤的工作間，其實只是在廉價房子的閣樓，只有一部電腦，接上了三個螢幕，還有一個陳舊的攝影機，而納凡德薩勞有一個習慣就是每天會把自己交易的情況錄影，別人會覺得他是自戀狂，但也因為有這

個習慣，這些錄影變成了犯罪的證據。

事件發生後，他原本有機會被判刑監禁，但最終只被判處在父母家中軟禁1年。當中的原因更加令人覺得可笑，美國警方及監管機構看到錄影後，只是覺得螢幕的價格不斷快速地跳動，納凡德薩勞又不斷地按鍵盤，但就是看不明白他在做什麼，究竟他是如何在價格跳動中看出市場的奧妙，又如何找到可以令高頻交易出錯的機會，所有監管機構成員都承認自己根本不懂。最後監管機構要求納凡德薩

勞為他們進行培訓，以獲取減刑的機會。他最終也答應了監管機構的要求。

但作為監管機構竟然要一個年輕的犯人為他們進行培訓，究竟是高頻交易真的太深奧難懂，還是監管機構多年來也沒有提升自己的能力，沒有隨着時代進步？有人覺得納凡德薩勞是摧毀市場的英雄，但卻有更多人覺得他是股民世界的英雄。在廉價的房子閣樓就學會了一身功夫，而且更用大眾也能買得到的工具破壞了全球金融體系。