



國際脈動

場外交易市場趨勢和發展

◎新加坡輝立Nova（更名前為新加坡輝立期貨）提供

2022年上半年，全球宏觀經濟形勢的一系列變化和地緣政治的緊張局勢，導致市場風險情緒惡化。全球金融市場因此出現大幅波動。市場波動也震動了某些OTC產品。受這些事件影響，貨幣和加密貨幣成為了新聞頭條。

美聯儲在2022年3月和5月開始了對貨幣政策的收緊，分別加息25個基點和50個基點。這一旨在應對美國通脹飆升的措施，將美元指數推至20年來的高點。

在主要央行轉向積極派（鷹派）的背景下，仍持保守派（鴿派）立場的國家將處於不利地位，如日元和人民幣疲軟。由於各國不同的貨幣政策擴大了收益率差，有利於收益率較高的美元的持有者，日元兌美元匯率在4月底跌至20年低點。

除了貨幣，由於更高的利率減少了用於投資這些資產的流通資金，股票和加密貨幣等風險資產也嚴重下跌。對經濟衰退或滯脹的擔憂也導致市場避開股票和加密貨幣等投機性資產，從而導致這些市場價格暴跌，

OTC市場的新興加密貨幣首當其衝。再次引發了人們對OTC市場安全性的質疑。

2022年為這些OTC產品啓動了‘精彩’的一篇。OTC市場到底有什麼魅力，吸引投資者的目光？接下來我們會討論OTC市場的走向和未來的發展。

場外交易簡介

場外交易（OTC）市場指的是雙方直接交易各種金融產品，毋須通過中央交易所或經紀商的分散市場，通常沒有實體位置，而是透過電子形式進行交易。這與拍賣市場體系有很大不同。

OTC市場現多用於交易債券、外匯、黃金、衍生品和其他結構性產品。其中，外匯/貨幣是最大的OTC市場，日成交額超過6.6兆美元。

- 現代外匯交易始於20世紀70年代初，當時金本位制崩潰，美國單方面終止了金本位制。黃金不再與美元掛鉤，美元在

美國市場自由浮動。

- 早期的外匯交易與國際商業和資金服務緊密相連，所以只有國際銀行才能參與其中。電子經紀系統（EBS）是1990年由全球最大的外匯銀行合作創建的，目的是打破路透社（Reuters）對銀行間即期外匯價格的壟斷。從此價格不透明，銀行交易商依賴EBS和貨幣經紀人網絡進行交易。
- 在90年代後期，隨著互聯網交易的興起，貨幣交易市場發生了翻天覆地的變化。外匯交易變得更加複雜，OTC市場的價格可通過在線交易平台向所有人開放。根據國際清算銀行2019年的報告，近年來，外匯交易激增，外匯現貨市場的交易量上升至每天2兆美元。
- 由於各交易所設法將外匯作為一種交易所交易產品，OTC試圖將交易所產品，

例如指數和大宗商品，通過差異合約的形式進行場外交易。

場外外匯交易業務現狀

對於零售客戶

- 如今場外外匯交易已經成為一種非常商業化的產品。
- 主要貨幣的息差已經從10年前的5至10個點縮小至小於1點。Phillip Nova對3種主要貨幣對的報價少至0.6點。
- 交易量規模在過去20年大幅度減少。在銀行同業市場的交易規模也從100萬至500萬降至1000名義價值，使大多數零售客戶都能負擔得起。
- 產品多元化：從外匯和貴金屬多元化到新興市場貨幣和差價合約。

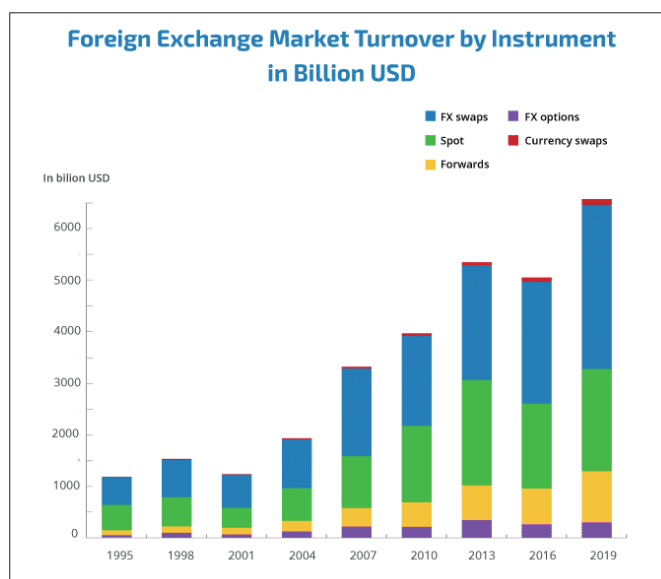


圖 1、外匯市場各類型交易量統計圖（單位：十億美金）



Market information

從經紀人角度

- 價格聚合器興起，外匯價格制定者正以最優惠的價格競爭業務。
- 增加對交易基礎設施的投資以減少延遲並提高交易效率。
- 交易平台日漸成熟，從只顯示價格和交易功能到具有分析工具和演算法交易功能的多功能平台。

OTC商品發展趨勢

OTC 產品多元化

根據結算銀行 2019 報告，外匯交易金額已達到每日6.6兆美金（參圖1）。除了交易量不斷提高，交易規格的精密度提升，交易價格也變得非常普及。一般散戶能間接通過電子平台輕易獲取各大銀行的報價。除了OTC現貨外匯茁壯成長，遠期外匯，外匯掉期和貨幣掉期的交易量也隨著增長。在這股發展趨勢中，交易所也開始提供外匯交易商品（參圖2）。

十國集團（G10）的主要貨幣兌美元仍然是最受歡迎的貿易即期外匯貨幣。G10貨幣的成交量穩步增長（參圖3），但同時亞洲貨幣的成交量增長速度快於G10貨幣。在亞洲，尤其是新加坡和香港，越來越多的區域性跨國公司（具有財務職能）的出現導致了經常項目交易的增加。亞洲貨幣的波動性越來越明顯。這導致持

有亞洲貨幣部位的非金融企業的對沖需求增加。

人民幣仍然是第八大交易貨幣，也是交易最多的新興市場（EME）貨幣。除日本外，大多數亞太貨幣的全球市場分額都有所上升，包括港幣（HKD）、韓元（KRW）、印度盧比（INR）和印尼盾（IND）的排名均有所上升。

現貨、掉期和INDF的高頻電子交易的正反饋循環降低了交易成本，提高了流動性，增加了總量交易。

OTC期貨化

大宗商品衍生品的OTC市場得益於市場參與者的多樣性，從商業生產商到地方能源分銷公司再到銀行。許多單獨的資產類別都

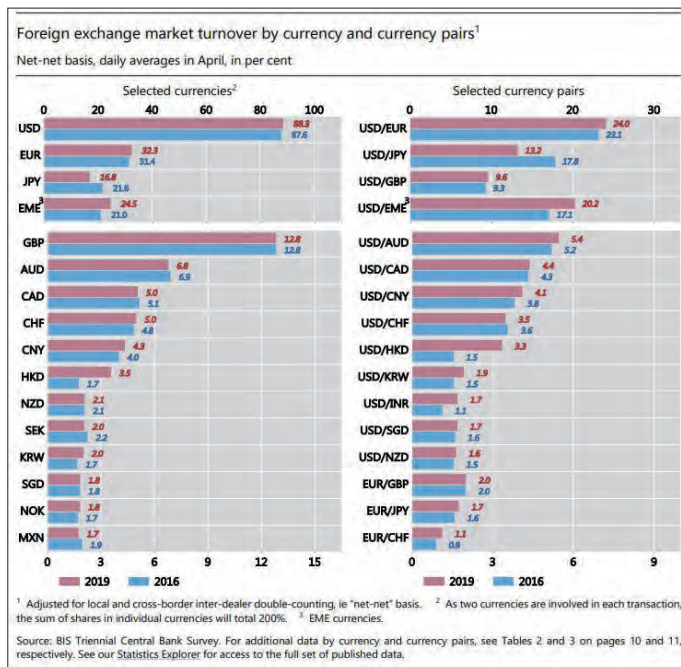


圖 2、貨幣 / 貨幣對外匯市場成交量

涵蓋在更廣泛的大宗商品類別之中。

大宗商品衍生品的OTC市場率先開展了OTC集中清算。在1990年代後期，紐約商品交易所（NYMEX）是首批提供OTC合約清算服務的交易所之一。交易對手對補充雙邊擔保安排的替代方案的需求導致紐約商品交易所開發了通過Clearport機制將OTC作為期貨清算的平台。OTC清算的後續增長和成功，與Enron破產以及隨後能源市場的信貸不穩定不期而遇。2001年，NYMEX Clearport為行業提供了集中清算的服務。2001年底至2002年期間，持續的信貸不穩定再次強化了OTC清算的優勢及其提高

資本效率和獲得廣泛產品的能力。其他大宗商品交易所和清算所紛紛仿效紐約商品交易所的做法，如ICE Clearport、CME Clearport和LCH Clearent，歐洲商品清算（ECC），NOS清算，亞洲清算和許多其他提供OTC產品中央清算的公司。

國際金融危機發生後，2009年9月，二十國集團（G20）領導人一致同意推動全球金融體系改革，包括提高衍生品交易的透明度，這需要在交易所或電子交易平台上更標準化的OTC衍生品合約，通過中央對手方清算，向交易儲存庫報告，以及非中央清算OTC合約須符合更高的資本要求。

期貨OTC化

與此同時，OTC市場開始向交易所交易

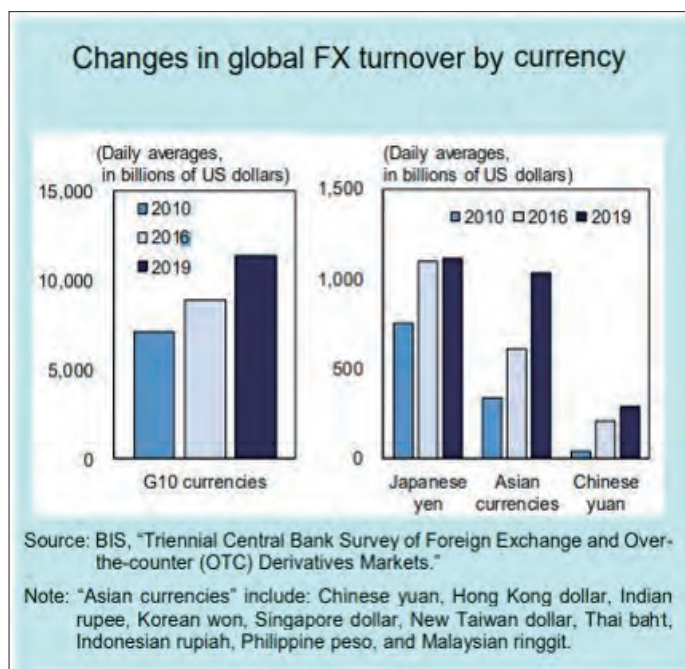


圖 3、全球外匯交易量變化

市場尋求產品靈感。高保證金存款和大規模標準化交易所的交易合約的剛性，促使創新金融機構開發規模較小且靈活的產品，使個人散戶交易者可以交易他們以前沒有接觸過的股票、大宗商品和指數。根據絕對市場洞察公司（Absolute Market Insights）2021年的報告，全球差價合約市場的價值在2020年為5.75463億美元，預計到2029年將達到7.6476億美元，在預測期內（2021-2029年）以3.10%的複合年增長率增長。由於差價合約允許投資資本跨越更廣泛的股票範圍，包括股票、指數、大宗商品、貨幣和國債，所以不管市場是漲是跌，全球不同市場合約的增長將持續下去。

從平台來看，基於app的細分市場在2020年的市場分額最高，也在預測期內增長



Market information

最快。這一細分市場的增長歸功於一些用戶友好的app的可用性，讓用戶可以隨時更新市場資訊。從最終用戶的角度來看，企業在2020年的市場分額最高。差價合約幫助企業在股票、大宗商品等多種資產之間進行交易。從市場類型來看，股票/證券領域在2020年的全球差價合約（CFD）市場中佔據了最高的市場分額。

我們認為場外差價合約的種類將繼續增加。透過技術，我們相信不同造市商差價合約價格的合併，將持續推動價格效率並吸引更多交易人積極地參與。

交易人參與的管道、風險考量或風險管理

商品衍生品市場中的絕大多數OTC交易都是根據容易觀察到的市場價格（基準期貨合約或實物標價）定價的。其潛在缺點包括暴露公司的自營部位，這可能會影響交易規模和頻率。此外，流動性和市場參與者承諾流動性的意願也存在潛在風險。因為每筆交易的價格是不同的，而且考慮到影響交易的各種因素（即交易對手的信用、現貨市場狀況等），所以增加交易前的透明度並不會帶來任何好處，尤其是在非標準化雙邊場外交易。

在市場參與者對沖特定風險的市場中，交易前的透明度幾乎不會帶來好處，反而會造成重大損害（將商業敏感風險部位暴露給其他市場參與者）。對大宗商品衍生品交易前後的透明度要求考慮不周，可能會對流動性產生負面影響並加劇市場波動。

市場參與者通常使用中央清算，交易所和清算所之間在推出提供資本效率和信貸風險管理的新產品方面仍存在激烈競爭。

結算風險正因向中央結算的轉變而降低。比起與多個交易對手進行雙邊場外交易，交易所清算交易的好處是(1)減少交易對手信用風險，(2)能夠在一系列不同的產品類型中淨多頭和空頭部位，這可能會減少貨物抵押數量。

OTC外匯/差價合約交易風險

OTC產品的魅力在於其靈活性。但就如其他金融產品，也存在其風險。OTC外匯、CFD和其他槓桿化的投資產品交易風險較高，更適合中高風險的客戶。經紀商在推廣這類產品時，必須了解差價合約交易可能涉及的風險，以做出適當的投資者教育：

1. 槓桿風險

OTC外匯和差價合約是保證金交易，收益和損失可能被放大。一個相對較小的市場波動會對您的資產平衡產生較大的影響。如果市場走勢波動或者如果保證金水準增加，有可能被要求在短時間內支付額外的資金以維持您的部位（也稱為追加保證金通知），或面臨被強制平倉。經紀商在設定保證金時，需衡量此利弊。

2. 流動性風險和停牌風險

OTC產品受買賣價格和數量的影響。當基礎市場出現波動、非峰值交易或關閉時，外匯/差價合約交易者可能會遇到市場流動性深度不足和買賣價差較大的情況。因此，客

戶尋求澄清並瞭解他們打算交易的合同的性質是很重要的。

此外，在某些情況下，差價合約交易可能會由於以下原因而暫停交易：

- 基礎市場嚴重波動，點差失利
- 基礎市場觸及漲停或跌停、波段和交易暫停
- 相關交易所宣布暫停底層證券的交易
- 基礎資產出現負定價

即使在交易平台暫停交易的情況下，如果股票餘額低於規定的強制賣出保證金水準（也稱為平倉水準），客戶的差價合約部位仍可能被清算。

3. 交易對手風險

OTC產品一般是由對手進行結算。上手（對手方）的實力考量是非常重要的。選擇有經濟實力，並受嚴格監管的上手，能確保交易結算的穩定性。

4. 其他風險

由於造市商的定價錯誤，OTC產品的價格在過時的價值進行交易。在“價格差異”的情況下，經紀商保留將執行價格修改為流動性提供者認為公平的價格的權利。

5. 市場波動

金融市場可能會迅速波動，產品的價格將反映這一點。由於市場波動而產生的風險缺口，它的出現導致了產品價格突然的轉變。投資者可能無法下單或平台可能無法在兩個價格水準之間執行訂單。這可能導致止損單以不利的價格執行，根據您的交易方向，可能高於或低於您預期的價格。客戶可

以通過應用訂單邊界（即止損限價訂單）來限制市場波動的風險和影響。

6. CFD股票召回風險

為了讓客戶做空差CFD價合約空頭部位，可能需要借入標的股票來進行空頭對沖。股份出借人有權隨時收回。如果發生召回，這些CFD股票可能必須在短時間內被退回，差價合約提供商可能無法繼續維持空頭對沖。禁止在特定股票或整個基礎市場賣空和借入股票的監管變化，也可能導致經紀商強制平倉客戶的差價合約空頭部位。應許做空的當兒，經紀商需對此特點給與適當的投資者教育。

OTC市場的下一個發展階段是什麼

基礎設施建設

為了吸引流動性提供者和金融機構，亞洲各國政府已經開始實施有利於商業的政策，建立一個更具凝聚力的金融生態系統。在新加坡，《2018年可變資本公司法》於2020年1月14日生效，以促進新的投資工具的創建。新加坡金融管理局（MAS）也一直在積極爭取銀行和流動性提供商在新加坡的數據中心建立其定價和交易基礎設施。我們可以預見，流動性中心和數據中心將向亞洲地區轉移，以支援OTC市場不斷增長的需求。

簡單的平台

許多經紀商都看到了app使用量的巨大增長。如今，移動設備在全球的擴張使交易



Market information

員能夠即時瀏覽流媒體頭條新聞、閱讀經濟數據和查看分析統計數據。他們還可以收到價格提醒等等。我們相信平台功能會越來越全面，尤其是手機app。交易所交易產品和OTC交易產品將在同一個平台上市，具有簡化交易的功能。

交易所交易與場外交易的趨同

2020年，新加坡交易所高調宣布收購場外外匯交易提供商BitFX。第二年，新加坡證交所收購了MaxxTrader。在此之前，芝加哥期權交易所收購了Hotspot FX，德意志交易所收購了360T。所有這些都表明全球受監管的交易所正在進入場外外匯市場。交易所與OTC的這種融合，可能會為這兩種資產類別帶來可替代的流動性。它還可以提高交易的透明度，降低市場參與者對交易對手風險的信任，從而產生一個更有活力的生態系統。

結語

在本文中，儘管OTC是一種越來越受關注的場外資產，我們並沒有對加密貨幣進行過多討論。今年5月，Luna的殞落再次引發了人們對加密貨幣作為交易資產安全性的質疑。在這場Defi和中央監管制度的鬥爭中，我們認為，將在兩者間，趨向監管並找到平衡點。

但無可否認，不管是成熟有規模的OTC外匯市場，或是新興的加密貨幣市場，OTC的靈活性將不斷吸引個人投資者及不同的對手方進場，形成一股不斷擴張的金融生態。



資料來源：

- <https://www.isda.org/a/ReiDE/commoditieslifecycleevents-april-25.pdf>
- <https://www.fool.com/retirement/2006/10/25/why-futures-markets-are-important.aspx>
- CMFAS M6A Study Guide
- Phillip Nova CFD product info sheet
- <https://www.industryglobalnews24.com/global-contract-for-difference-cfd-market-is-expected-to-grow-at-a-cagr-of-310-over-the-forecast-period>
- https://finance.yahoo.com/news/foreign-exchange-market-46-growth-093000617.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xiLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAGQR4nuPBF7XIhC90sTYMAaY182tUOJoLdtuZUXv2BZxla4x6AdzUoAnLnjf3DisNyEzUkrBZIEjQLrpIcd_k0G1-a7c54-BpzBA0sdLuXkO8JkPaLvJoYLJUAvKXyDw-KOt5Q8FN9ickbRI_Mqfr2wuI3mp4BdpVpLDkoceX9H