

从“摇尾巴的狗”到“咬脖子的狼”： 杠杆之上单股ETF的魅惑与疯狂

□本报记者 王雪青

当追踪单一科技巨头的杠杆ETF一天抹平数周收益,谁在暗中加速了全球科技股的下跌?

7月2日,韩国股市开盘不到十分钟,韩国综合股价指数(KOSPI)跌超5%,触发程序化交易暂停机制。截至收盘,SK海力士单日蒸发市值超1万亿元人民币;一只逾百亿美元规模的两倍做多海力士ETF更是狂泻超20%,回到三周前的点位,资产规模两日缩水35%;韩国本土的KODEX SK海力士2倍杠杆ETF一日暴跌逾30%。

2026年以来,韩国股市已5次触发全市场熔断,而该机制实施以来总共仅触发过11次;另一套专门针对程序化交易的“边车”(Side-car)暂停机制,年内已触发超过30次。

“幕后推手之一,正是杠杆ETF。”多位基金人士对中国证券报记者表示。如今,这种产品在全球正以惊人的速度膨胀,甚至盯上了A股科技龙头。当狂热的资金与复杂的衍生品深度捆绑,杠杆ETF究竟是投资利器,还是悬在全球科技股头顶的“达摩克利斯之剑”?



视觉中国图片

韩股成杠杆“压力测试场”

韩国市场作为本轮AI行情的风向标,其一举一动都牵动着投资者的神经。今年以来,韩国股市因其极致的个股表现,被不少投资者调侃为“两只股票的市场”。由于散户占比高,杠杆交易活跃,市场担心其可能成为刺破AI泡沫的“最薄弱环节”。

随着韩股持续创新高,波动也在不断放大,近期频繁上演“过山车”行情。6月23日,由于市场担忧存储芯片扩产计划以及韩国讨论对未实现收益征税等利空影响,KOSPI暴跌约10%,创下三十年最大单日跌幅,触发全市场熔断;随后两天重返9000点;6月26日,KOSPI盘中又大跌超8%,韩国股市今年第5次触发熔断机制。

市场人士普遍认为,韩国市场熔断激增的幕后推手之一,正是杠杆ETF。有外资基金人士对中

国证券报记者表示,这种通过掉期合约放大收益的金融工具,其“每日再平衡”机制会在市场震荡中机械性地追涨杀跌,成为加剧波动的放大器。

“如此剧烈的波动,说明在当前高度拥挤和杠杆驱动的行市下,市场对尾部风险会有较大反应。”中金公司研究部首席海外与港股策略分析师刘刚表示。

韩国股市的杠杆有多高?据中金公司6月29日发布的研报测算,韩国股市广义杠杆产品总规模已达约271万亿韩元,相当于自由流通市值的6.2%。包括场内的券商融资、杠杆ETF、场内期货期权以及场外的差价合约、证券担保贷款、场外期权/TRS等方式。其中,截至6月26日,券商融资余额攀升至38万亿韩元的历史新高,同比增长125%;全球韩股杠杆ETF总规模达469

亿美元,占韩股自由流通市值的1.5%。

“当前韩股杠杆规模绝对水平已至历史高位,但相对市值比例纵向对比并不算高。”刘刚说,“当面对突发扰动因素,庞大的杠杆资金依然可能引发踩踏,抽走流动性,加剧市场短期波动。”

在杠杆ETF方面,自5月27日韩交所上市针对三星电子和SK海力士的两倍杠杆ETF后,规模在不到一个月内迅速膨胀至17万亿韩元,加上在香港上市的同类产品,总规模占三星电子和SK海力士合计市值的1.2%。

中金公司特别提示,上述个股杠杆ETF内部多空比例极度悬殊,两倍做多规模是两倍做空的逾200倍。这意味着几乎所有杠杆资金都押注在同一个方向上——三星电子和SK海力士会继续涨。而这两只股票合计占KOSPI总市值

的近六成,杠杆的集中与头部的集中相互叠加,使整个市场变成了一根紧绷的弹簧。

韩国监管层已在关注相关风险,并可能采取行动。韩国金融监督院院长李灿镇在6月22日的记者发布会上直言,后悔当初没有阻止个股杠杆ETF推出,这些高风险产品的负面影响已显著增大;相关产品极高的换手率导致的结果,是让券商获利,真正的参与者并未充分受益。

7月3日,据韩国媒体报道,韩国共同民主党旗下“韩国优质资本市场特别委员会”宣布于7月6日召开内部闭门审查会议,启动资本市场政策讨论。据透露,该委员会目前正就杠杆ETF市场现状展开全面调查,审查范围涵盖产品是否继续保留,市场准入强化等多项方案,后续将与金融监管当局进一步磋商。

“双刃剑”背后的风险共振

多位基金人士认为,杠杆ETF最核心的风险,来自产品结构本身。

第一层风险是每日再平衡机制。资料显示,韩国本土的个股杠杆ETF采用全球通行的“合成模拟策略”,即ETF并不直接持有三星电子或SK海力士正股,而是通过与投行签订掉期合约来“合成”出2倍杠杆的收益敞口。为维持固定的2倍杠杆倍数,投行必须在每个交易日收盘前进行“再平衡”:标的上涨时追加买入,下跌时机械卖出。

根据瑞银集团数据,在3月3日SK海力士股价暴跌超过10%的当天,收盘前最后一小时的交易中,与再平衡相关的交易量占到了该股票总成交额的60%。而在5月15日的市场抛售期间,巴克莱银行估计,SK海力士当日成交量的约17%和三星电子当日成交量的约10%均源于再平衡操作。

这些买卖操作与公司基本面毫无关系,却

实实在在地推动了股价。华尔街将这种现象称为“尾巴摇动狗”——本应是底层资产决定衍生品价格,但当杠杆产品规模足够大时,衍生品的机械性调仓反过来主导了底层资产的定价。

这种效应甚至催生了新的交易策略。有的投资者会在每天下午早些时间,在杠杆基金开始再平衡前交易SK海力士股票,然后在收盘前平仓。“这是稳赚的钱。”一位香港投资者表示。

第二层风险是“波动税”,即杠杆ETF的复合效应。这是每一位杠杆ETF持有者都在默默承受的隐性损耗。ProShares和南方东英等产品发行机构都在披露文件中警告:“持有超过一天时,即使标的股票表现持平,你也会亏钱。即使标的股票在持有期内上涨了,你仍然可能亏损。”

据韩交所数据,在6月2日至7月2日的一个月区间,SK海力士的股价下跌了7%左右,但多只SK海力士单股杠杆ETF下跌幅度近30%,大

幅领先于标的股份跌幅。

除了杠杆ETF的风险之外,股价波动与融资盘的恶性共振同样值得警惕。韩国券商融资保证金比例最低仅40%,最高允许2.5倍杠杆。据韩国金融投资协会(KOFIA)官网数据,截至7月2日,韩国股市信用交易融资余额约37.7万亿韩元,相比2025年底的27万亿韩元,增长约40%;预托证券担保融资同期从逾24万亿韩元增至25万亿韩元。

当这三层风险同时引爆,或将引发一种负向螺旋:ETF被迫卖出、正股加速下跌、触发更多再平衡卖出、散户保证金追缴、强制平仓进一步砸盘。

从市场行为来看,散户并未被近日的高波动吓退。尽管7月2日韩股股市暴跌,韩国散户仍然在抄底。那么,机构投资者如何看待韩国股市乃至全球AI科技后市的风险和机会?

一位外资公募高管表示,根据6月全球基金

经理调查结果,已有将近10%的机构开始对AI科技“获利了结”,逐步将资金撤出并分散配置到其他资产;但仍有接近六成的受访基金经理认为AI投资周期仍处于“繁荣”而非“狂热”。“我们目前还不敢从科技赛道退出来。”他说。

宏利基金的基金经理张岩认为,2026年下半年,AI产业革命极大可能继续推动全球半导体行业周期上行,但行业周期亦存在不确定性,更看好国内半导体产业链尤其是上游设备环节的结构性机会——全球产能紧缺和国内“工程师红利”为国产半导体设备崛起提供了机会。

大摩万众创新的基金经理李于扬称,尽管市场存在AI泡沫的讨论和分歧,但无需过度担忧。在AI商业化闭环置信度更高的背景下,预计AI产业链行情依旧具备延续性。与此同时,海外加息预期依然存在,若后续海外经济、就业数据持续强劲,通胀回落幅度不及预期,流动性或持续收紧,可能会压制板块估值,加剧市场波动。

当杠杆ETF瞄准A股标的

杠杆ETF的剧烈波动并不罕见,韩国股市因资金高度集中于两只个股,进一步放大了个股杠杆ETF的反噬作用。

例如,2025年4月,贸易方面的突发扰动因素引发全球市场恐慌。据FactSet统计,短短两个交易日,全球杠杆ETF投资者合计损失257亿美元。其中,在爱尔兰上市的4倍做多半导体的杠杆基金两天暴跌59.1%,另一只5倍做多“科技七姐妹”杠杆基金损失超过50%。

更早之前,2024年7月中旬至8月初,全球市场因科技股回调、日元套息交易平仓等因素下跌,3倍做多半导体ETF(SOXL)不到一个月跌去60%;2倍做多英伟达ETF(NVDL)同期暴跌50%。

如今,这种高风险产品仍在加速全球扩张,并已盯上A股标的。

道琼斯数据表示,截至6月26日,美国今年共推出了222只杠杆ETF。彭博宏观策略师西蒙·怀特撰文指出,截至6月底,美国杠杆ETF总资产规模已逼近2000亿美元,部分交易日仅再平衡所带来的买卖需求便高达500亿美元以上,创下历史新高。最受追捧的产品集中于科技股与半导体股票指数,以及特斯拉、英伟达乃至近期的SpaceX等单股杠杆基金。

怀特提示:“杠杆ETF在标的上涨时不得不继续买入、下跌时又被迫卖出,其交易行为会顺着市场方向进一步推高波动。这意味着杠杆ETF正逐渐演变为影响市场稳定性的结构

性因素。”

6月份,美国知名ETF发行商ProShares向美国证券交易委员会(SEC)申报,计划推出追踪中国光模块龙头中际旭创单日表现两倍的杠杆ETF;并同步申报了涉及寒武纪等多只中国科技股的杠杆基金。如果获批,海外投资者将获得一种无需直接买入A股,却能获得2倍个股杠杆敞口的工具。

“虽然境外杠杆ETF本身不持有A股股票,而是通过掉期合约实现收益,但最终都需要投行在底层买卖正股,资金仍会通过QFII或者RQFII进入A股市场。”一位外资基金资深人士对中国证券报记者表示,“这类产品的资金快进快出肯定会反映在现货市场上,对A股造成

影响。”

“如果未来海外杠杆ETF交易通过OFII或RQFII渠道对A股造成了显著影响,中国监管层也并非束手无策。”上述人士认为,“有关部门可通过异常交易监测和资金流动监控等方式应对。”

从制度层面看,中国市场对杠杆产品的态度更为谨慎。业内人士介绍,中国内地目前没有个股杠杆ETF产品;香港证监会2025年1月起允许在港发行挂钩海外股票的个股杠杆ETF,只接受在主要海外交易所上市及具高流动性的超高市值股票作为标的;今年6月,该项政策适当扩围,允许在港发行挂钩香港本地股票的个股杠杆ETF,但不包括可能在香港及内地双重上市的公司股票,以及在任何内地交易所上市的公司股票。