

从杠杆踩踏到估值重构——韩国股市启示录

□本报记者 王雪青



视觉中国图片

韩股去杠杆尾部风险仍存

被杠杆裹挟的夏天，让许多韩国投资者经历了骤然“入冬”的至暗时刻。

不足40天,KOSPI(韩国综合股价指数)从高点大跌近四成,超2800万亿韩元市值蒸发,规模超过韩国2025年全年的GDP;部分个股杠杆ETF下跌逾八成。在社交平台上,有关“追加保证金”“强制平仓”和“杠杆ETF亏损”的讨论持续升温。不少投资者表示,账户波动已经超出其心理承受范围。

据韩国金融投资协会数据统计,从5月初至7月29日,韩国券商针对未结算款项实施的强制平仓金额累计约2.6万亿韩元,折合人民币超120亿元。当融资盘被迫平仓、杠杆ETF机械式减仓等力量相互叠加,将原本围绕AI估值和半导体周期的正常调整,推入“下跌—卖出一再下跌”的负反馈螺旋。

多部门紧急出手“拆弹”,韩国监管部门提高杠杆产品投资门槛,基金管理人也开始主动控制敞口。当前,韩国股市去杠杆究竟走到了哪一步?接下来,基本面能否重新接过定价权?这场发生在韩国市场的震荡,又将如何影响全球资金对科技资产的判断?

颇具戏剧性的一幕是,7月31日,KOSPI单日反弹近18%,部分两倍做多杠杆ETF涨超60%。但那些被强平的投资者已无缘这个“疯狂星期五”。暴跌与暴涨之间,杠杆成为双向放大器。

高盛8月1日发布的数据显示,截至7月31日,韩国杠杆ETF的资产管理规模已从峰值的530亿美元降至240亿美元,杠杆敞口降至市场自由流通规模的1.9%。“潜在的杠杆ETF每日再平衡资金流已较峰值大致减半,但其影响依然显著。”高盛表示。

“韩国股市去杠杆进入‘最后一公里’。”华泰证券7月31日发布的研报表示,绝对规模的去杠杆进展显著,但保守估算,杠杆ETF贡献的成交额占三星电子和SK海力士成交额30日均值的

比例仍达11.4%,是导致当前韩股波动率维持高位的核心因素之一。

韩国股市的杠杆分为两层:第一层是银行和非银机构创造可用来投资金融市场的资金杠杆,第二层是杠杆ETF等金融产品形成的交易杠杆。“这两层杠杆以相乘而非简单相加的方式共同放大市场风险,压力更多在第二层。”华泰证券研报称。

第一层资金杠杆上,融资余额逐步回落,且本身水平不高,不是本轮波动的核心压力来源。截至2026年7月29日,韩国券商端三类融资工具(不含待市保证金)余额合计已下降至52.9万亿韩元,占韩股总市值的1.2%。

第二层交易杠杆上,杠杆ETF的绝对规模已

大幅下降,风险敞口已明显回落,但份额调整相对滞后,仍需完成最后阶段的消化。当前个股杠杆ETF总市值已从6月25日高点的约49万亿韩元,大幅回落至7月30日的10.7万亿韩元,降幅达78.2%。

华泰证券认为,韩国股市去杠杆仍面临三方面尾部风险。一是杠杆ETF敞口依然偏高。作为对比,在美国市场,即便是杠杆ETF规模较大的英伟达和特斯拉,相关产品风险敞口占个股流通市值的比例仅约0.4%;韩国市场的这一比例仍明显偏高。

二是杠杆ETF份额降幅有限。本轮风险敞口的收缩,主要来自标的资产价格下跌,而非投资者大规模赎回,基金份额仅温和下降。真正压制

二级市场热度的核心措施尚未完全落地,二级市场开盘热度未明显降温。

三是市场波动率仍处于极端高位。截至7月30日,韩国KOSPI 200波动率指数(VKOSPI)处于2005年以来的99.6%分位,市场波动仍处于历史极端水平。

展望后市,华泰证券认为:“由于近期监管政策加速推出,仍需关注杠杆ETF等赎回风险,预计8月中旬政策落地前,韩股或维持高波动震荡,市场进入风险出清的收尾阶段。”

值得一提的是,韩股市场资金结构出现边际改善。高盛发布的数据显示,在7月31日的大反弹中,单日外资流入韩国股市约52亿美元;不过,6月下旬以来,韩国市场的外资流出规模依然较大。

多方合力“降温”

“如果早知道会出现这样的结果,当初是否还应快速推出单只股票杠杆ETF?”韩国市场震荡后,这一追问不断指向该国监管部门。

今年5月,为顺应市场需求,吸引资金流入,韩国监管层放宽融资门槛,推出针对三星电子和SK海力士的2倍杠杆ETF产品。但产品上市后的扩张速度及市场影响超出预期。到了6月下旬,随着韩国股市不断创新高,监管层试图降温,杠杆产品价格急转直下。券商批量发出追加保证金通知,引发强制平仓风暴,市场陷入“下跌—爆仓—一再下跌”的负反馈螺旋。

7月29日盘中,KOSPI与KOSDAQ两大指数双双跌超8%,触发熔断,交易暂停20分钟。这是韩国股市今年以来第九次触发熔断机制,也是连续两个交易日触发熔断机制。韩国交易所数据显示,韩国主板市场从未出现过连续两日

触发熔断机制的情况;在KOSDAQ市场,曾两次出现连续两个交易日触发熔断,分别是在2008年和2011年。

据当地媒体报道,韩国政府高层7月29日表示,在引入相关制度和推出产品的过程中,有关部门未能充分审视未来可能出现的情况,“对此深表遗憾”。

韩国监管部门连续出手为杠杆交易“降温”:暂停单只股票杠杆产品新增上市,禁止围绕相关产品开展广告和营销,强化流动性提供者与基金公司的折溢价管理责任,并加快异常产品风险警示。

针对增量资金,韩国将原计划8月实施的投资门槛新规提前至7月31日。个人投资者新买或追加购买境内外单只股票杠杆产品,账户内须持有至少3000万韩元现金,较此前的1000万韩元大幅提高;股票、普通ETF和债券等不再作为

替代资产计入预托金,券商也不得因投资者具有一定交易经验而降低门槛。

韩国监管部门还在研究个人投资上限、模拟交易要求、提高过度交易成本等措施。政策思路从“提示风险”进一步转向“控制需求”:不直接关闭杠杆交易,但提高了高风险产品的准入门槛。

与此同时,香港市场也推出了针对杠杆产品的“降温”措施。

7月24日,香港证监会调整杠杆及反向产品监管框架,推出灵活杠杆结构。在此结构下,杠杆倍数可在现有上限(即杠杆产品为2倍,反向产品为-2倍)内每日调整。该等产品于下一交易日的杠杆倍数将于每日收市后披露。

市场人士认为:“这项举措的目的并非直接要求杠杆ETF卖出敞口,而是在市场出现极端涨跌时,通过降低杠杆倍数来压缩每日再平衡

所需买卖的名义金额。与此同时,杠杆倍数一旦下调,部分投资者或重新评估持仓,推动基金份额温和消化。”

作为主要基金管理人的南方东英随后宣布,包括SK海力士、三星电子相关产品在内的12只杠杆及反向产品将采用灵活杠杆结构;在极端市场条件下现行固定2倍杠杆可下调至1.1倍。

随着政策调整,这些杠杆及反向产品名称亦将同步变更,新增“最多”字样以强调其非固定杠杆属性。例如,原“南方东英SK海力士每日杠杆(2x)产品”将变更为“南方东英SK海力士每日杠杆最多(2x)产品”。

南方东英7月31日公告称,公司旗下三星电子及SK海力士相关杠杆及反向ETF产品,将于2026年8月3日维持最高2倍或-2倍的每日目标杠杆倍数。

基本面能否重新接过定价权

7月31日的历史性反弹,为部分杠杆投资者赢得了喘息时间,但从峰值跌去逾八成的产品,需要上涨逾400%方能重回前期高位。

这场突如其来的波动,让不少投资者开始怀疑:此前相信的逻辑还成立吗?基本面还能否重新接过定价权?接下来的资产配置策略需要有何改变?

FXTM富拓特约分析师黄俊对中国证券报记者表示,韩国股市近期整体的高波动性既有正常的估值回归,还夹杂着杠杆资金的快进快出。“如果未来杠杆资金踩踏因素出现缓解,那

么韩国股市有望迎来平稳发展。”他表示,“预计2026年全球AI净利润将达到6370亿美元,主导韩国市场的存储板块或能从中受益。”

“预计8月中旬后,随着政策冲击消退,韩股走势将更多取决于半导体行业基本面情况。”华泰证券认为。

韩国6月经济数据也提供了一些积极信号。高盛报告显示,韩国6月工业生产环比增长6.4%,明显高于市场预期;其中半导体产量环比增长4.5%,与汽车一起贡献了工业生产增量的约四成规模。

“基本面和政策面都没有发生根本性变化。”摩根士丹利中国首席经济学家邢自强在7月30日的泉果基金交流活动中表示,“真正变化的是市场资金结构、商业回报预期以及投资者判断AI的方式。”

这次调整是否意味着AI作为工业革命的意义被高估了?邢自强的回答是否定的。在他看来,AI投资正在进入一次“中场休息”:上半场追逐为AI提供算力的“卖铲人”;下半场的视野,或许需要投向更完整的AI生态链。

这种重新定价也与A股科技板块相关。邢

自强表示,与东亚其他市场较为集中于算力硬件不同,中国市场提供了比较多元化的配置机会,包括先进制造业、能源转型、国产AI大模型的生态圈等。这种深度和广度,让中国市场具备一定的韧性。

多位接受采访的机构人士的观点相似:近期A股科技板块调整仍以“杀估值”为主,随着资金面的企稳,如果没有进一步演绎为“杀逻辑”“杀盈利”,市场或将逐步回归基本面定价逻辑,大幅调整后也将孕育新的投资机会。