从杠杆繁荣到筹码松动：韩国杠杆去化走到哪一步？

KOSPI 本轮调整呈现“低估值、高恐慌”特征。指数较 6 月高点大幅回撤，但估值仍处历史低位，说明下跌并非主要由估值泡沫驱动，风险更多来自三星电子、SK 海力士权重过度集中，以及市场对 AI 资本开支、存储景气和盈利持续性的担忧。VKOSPI 相对 VIX 处于历史高位，也反映韩国市场的尾部风险定价明显上升。

从持仓结构看，KOSPI 长期呈现“外资撤、散户接”的对手盘格局。5 月以来外资总体减仓，散户持续承接，近期外资与本土机构更出现同步净卖出，筹码逐步向居民部门转移。

当前 KOSPI 去杠杆已经启动，但信用杠杆与交易结构杠杆的出清进度明显分化。与 2015 年 A 股相比，韩国信用融资在市场资金结构中的重要性相对较低，并非本轮风险的主要矛盾；但其规模较峰值仅回落 9.3%，远低于 2015 年 A 股首轮股灾后三个月约 46%的去化幅度，仍处去杠杆初期。相比之下，杠杆 ETF 是本轮韩国市场更核心的风险来源，其规模已较峰值下降 28.3%，接近 2022 年美国科技杠杆 ETF 首轮约 27%的出清幅度；但韩国完成这一过程不足一个月，而美国历时约两个半月。

历史经验表明，杠杆出清通常会经历“首轮快速释放—反弹中杠杆回补—多轮震荡去化—回归历史均值”，完整过程可能持续一年左右。考虑到韩国信用融资和衍生品去化仍不充分、ETF 资金又出现阶段性回流，目前尚不能判断本轮去杠杆已经结束。

综合来看，KOSPI 仍处于价格深度调整、杠杆初步释放但尚未形成系统性流动性危机的阶段。当前未收金强平占比仍处正常区间，说明散户端尚未出现大规模补款失败和被动平仓；但外资与机构减仓、散户承接及杠杆资金回流并存，使市场处于较不稳定的筹码再分配期。后续应重点观察三条风险传导链：一是外资净流出扩大、散户承接减弱，推动市场由筹码转向增量卖出；二是杠杆 ETF 由逆势申购转为下跌赎回；三是信用融资、衍生品保证金与未收金强平同步恶化，可能令局部调整演变为主动与被动去杠杆共振。

最后，我们构建了能每日追踪韩国 KOSPI 市场风险现状和杠杆去化进度的体系，主要从价格回撤、悲观与恐慌情绪、持仓存量与资金流量、杠杆去化进度与散户杠杆反馈和流动性挤兑的方面进行监测。

风险提示：AI 资本开支、存储价格及企业盈利不及预期；海外流动性收紧导致外资加速流出；散户承接能力下降；未收金强平压力超预期上升。

刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn
请注意，陈振威并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

全球流动性走到哪里了？:——央行加息步伐与资产定价	2026-06-21
中证畜牧养殖产业指数:产能出清时代的猪周期底仓	2026-06-17
海外宏观有“重力”，AI 前景仍高远:——2000 年科网泡沫的非典型镜像	2026-06-08

目录索引

一、低估值为何挡不住深回撤？KOSPI 呈现“估值低、恐慌高”的背离.....4

二、韩国股市谁在加杠杆、谁在承接？三类杠杆与资金对手盘全景.....5

（一）信用融资杠杆：融资维持高位，下跌或触发追保正反馈.....5

（二）杠杆 ETF：单股产品扩容，日度再平衡放大市场波动.....7

（三）场内衍生品杠杆：外资与机构主导，风险敞口升至历史高位.....10

（四）持仓结构：外资撤、散户接，筹码加速向居民部门转移.....11

三、**韩国这轮资金面去杠杆走到哪里了？——来自 2015 年 A 股与 2022 年美股的经验**.....12

（一）信用融资：尚未出现 2015 年 A 股式的集中出清.....13

（二）杠杆 ETF：去化幅度接近美股首轮，但出清时间仍短.....14

（三）历史经验：首轮急降并非终点，完整去化往往持续一年.....17

四、如何识别二次冲击？KOSPI 风险与杠杆去化监测框架.....18

五、风险提示.....21

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

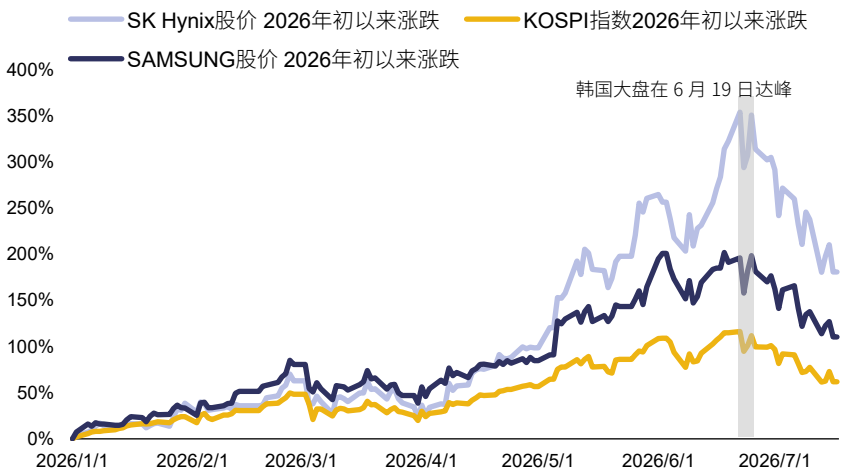
图表索引

图 1：截至 7 月 16 日，KOSPI 指数距最高点已回撤超过 27% (7 月 17 日韩国股市因“制宪节”休市)....4
图 2：KOSPI 当前位置总览....4
图 3：KOSPI 市场的看跌保护需求从 4 月初开始加速攀升....5
图 4：韩国股市的隐含波动率相对于美国股市处于极高位置....5
图 5：KOSPI 市场主要的三类杠杆与场外衍生品....5
图 6：KOSPI 市场的融资买入余额从 4 月中旬以来指数级攀升....6
图 7：KOSPI 市场的信用融资水平在高位徘徊....6
图 8：单日净申购重新转正，但净新增配置动力开始衰竭....8
图 9：经过(T-2)交易机制调整后，7 月 14 日散户杠杆反馈依然落在“加杠杆”的第一象限....9
图 10：日净申赎强度与 KOSPI 指数日涨跌体现出滞后相关性，表明持续抄底倾向....9
图 11：场内衍生品的估算风险敞口攀升，其中外资和机构为主要贡献....10
图 12：外资持股 KOSPI 比例与场内衍生品风险敞口的走势趋同....11
图 13：外资与居民部门的净买卖规模相对较大，且负相关走势明显....11
图 14：5 月初以来，外资净流入资金长期在零轴之下....12
图 15：外资与机构抛售，散户重新承接....12
图 16：杠杆去化对比总结，借鉴 2015 年 A 股与 2022 年美股的经验....13
图 17：2015 年 7-10 月第一轮杠杆去化，3 个月内出清 46%....13
图 18：韩国信用融资当下距离峰值仅出清 9.3%....14
图 19：经历第一轮 2 个半月，美国科技杠杆 ETF 规模出清近 30%....16
图 20：KOSPI 市场杠杆 ETF 去化程度较高，但去化时间仍较短....16
图 21：后续重点关注散户日净申赎是否重新转为净申购，累计净申赎是否重拾向上动力....18
图 22：外资的 KOSPI 持仓占比近期有所收缩....19
图 23：最新度数显示外资、机构抛售，散户承接....19
图 24：根据净申赎强度 vs 对应日 KOSPI 涨跌幅，落入四状态象限....20
图 25：未收金强平比重近期重现回升倾向，但占比并不极端....20

表 1：KOSPI 市场原本就存在的杠杆 ETF 产品，主要挂钩宽基....7
表 2：主要的挂钩三星电子/SK 海力士个股的杠杆 ETF....7
表 3：美股科技杠杆 ETF 主要集中在挂钩 Nasdaq-100 指数和半导体指数层面....15
表 4：杠杆去化对比总结，借鉴 2015 年 A 股与 2022 年美股的经验....17
表 5：韩国 KOSPI 市场风险监测与杠杆去化跟踪总表....18
表 6：杠杆去化模块反映杠杆 ETF 的去化程度较为领先....19
表 7：散户杠杆 ETF 反馈模块显示 7 月 14 日再度出现低位净申购....20

一、低估值为何挡不住深回撤？KOSPI 呈现“估值低、恐慌高”的背离

图 1：截至 7 月 16 日，KOSPI 指数距最高点已回撤超过 27% (7 月 17 日韩国股市因“制宪节”休市)



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

KOSPI 本轮下跌并非传统意义上的估值泡沫破裂，而是盈利持续性、持仓集中与高风险定价共同作用的结果。当前指数动态市盈率处于历史低位，但这一低估值很大程度上由三星电子、SK 海力士盈利预期快速上升所压低，并已包含市场对存储景气和 AI 资本开支持续性的折价。同时，两家公司合计占 KOSPI 市值超过一半，使指数高度暴露于单一 AI 与半导体主题，一旦盈利预期边际转弱，拥挤交易便可能快速松动。期权市场看跌保护需求提前上升，VKOSPI 相对 VIX 的溢价也处于历史高位，说明低估值并未消除投资者对尾部风险和剧烈波动的担忧。

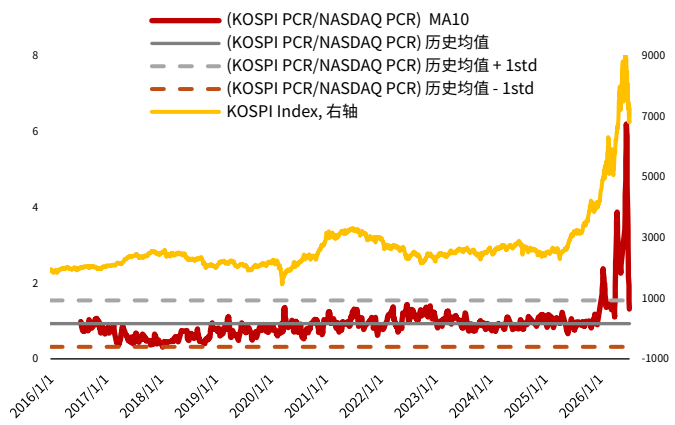
图 2: KOSPI 当前位置总览



数据来源：Bloomberg、KRX、广发证券发展研究中心

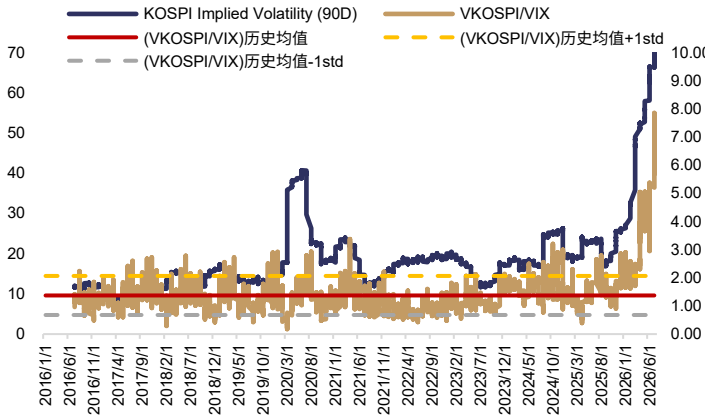
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 3：KOSPI 市场的看跌保护需求从 4 月初开始加速攀升



数据来源：KRX、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 4：韩国股市的隐含波动率相对于美国股市处于极高位置



数据来源：KRX、Bloomberg、广发证券发展研究中心

二、韩国股市谁在加杠杆、谁在承接？三类杠杆与资金对手盘全景

资金面杠杆主要来源于三类。第一类是信用融资杠杆，即投资者通过信用融资、股票质押融资等借贷资金扩大股票持仓；第二类是传统衍生品杠杆，即投资者利用股指期货、期权等保证金交易，以较少资金获得较大的名义风险敞口；第三类是杠杆 ETF，即产品内部通过融资、互换、期货等工具构建杠杆，并依靠每日再平衡维持既定杠杆倍数。这三类杠杆均会放大市场波动，但风险传导机制存在明显差异，以下展开。

图 5：KOSPI 市场主要的三类杠杆与场外衍生品



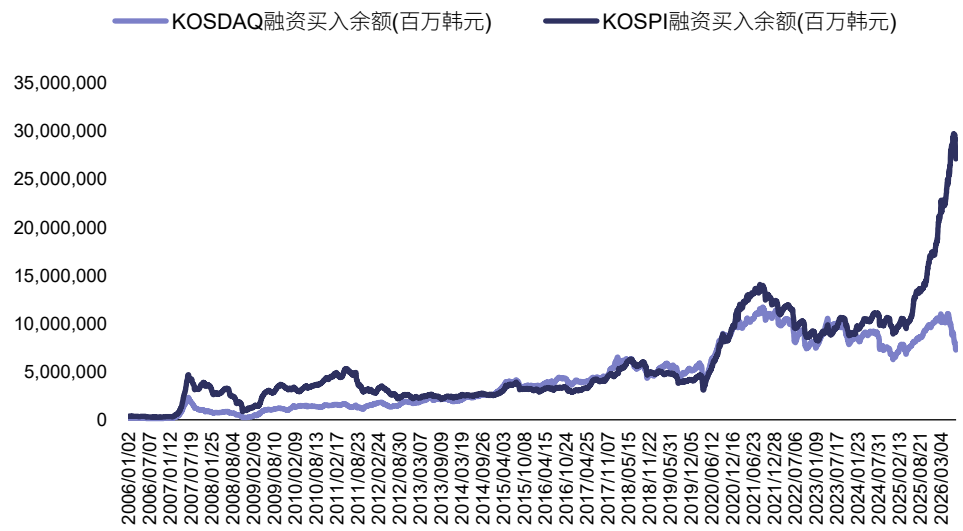
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

（一） 信用融资杠杆：融资维持高位，下跌或触发追保正反馈

信用融资杠杆对市场的波动放大影响主要依靠“保证金与抵押品正反馈机制”的放大。一是上涨时加仓更快，因为投资者用借来的钱买入，行情越好、抵押品价值越高，可借额度越大，形成“上涨—融资买入—继续上涨”的

正反馈；二是下跌时被迫去杠杆，一旦股价下跌触发保证金压力、止损或风控线，投资者需要补保证金或卖出持仓，形成“下跌—保证金压力—被迫卖出—继续下跌”。这类杠杆平时不一定机械触发，但在下跌和流动性恶化时容易突然放大波动。

图 6: KOSPI 市场的融资买入余额从 4 月中旬以来指数级攀升



数据来源：KOFIA、广发证券发展研究中心

当下，韩国 KOSPI 市场的（信用融资余额/KOSPI 总市值）维持高位震荡，反映了 KOSPI 市场对信用资金依赖程度较高。一旦风险偏好逆转，信用去杠杆可能通过追保、强平和融资余额收缩等机制放大市场波动，使其面临高于历史平均水平的尾部风险。

图 7: KOSPI 市场的信用融资水平在高位徘徊



数据来源：KOFIA、Bloomberg、广发证券发展研究中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

（二） 杠杆 ETF：单股产品扩容，日度再平衡放大市场波动

1. 有哪些挂钩韩国 KOSPI 的杠杆 ETF?

早在 2026 年之前，KOSPI 市场原本就有一大批 2x 做多宽基指数的 ETF/ETN 产品：

表 1: KOSPI 市场原本就存在的杠杆 ETF 产品，主要挂钩宽基

目前KOSPI市场主要的挂钩宽基指数的杠杆-ETF							
做多标的	产品名称	代码	发行/管理人	类别	杠杆倍数	跟踪方式	上市时间
KOSPI 200	KODEX Leverage	122630 KS	三星资管	ETF	+2x	现货型	2010/2/22
KOSPI 200	TIGER 200 Leverage	123320 KS	未来资产资管	ETF	+2x	现货型	2010年左右
KOSPI 200	ACE Leverage	152500 KS	韩国投资信托运用	ETF	+2x	现货型	2012/1/27
F-KOSPI 200	RISE 200 Futures Leverage	252400 KS	KB资管	ETF	+2x	期货型	2016年前后
F-KOSPI 200	PLUS 200 Futures Leverage	253150 KS	韩华资管	ETF	+2x	期货型	2016年前后
F-KOSPI 200	KIWOOM 200 Futures Leverage	253250 KS	Kiwoom资管	ETF	+2x	期货型	2016年前后
F-KOSPI 200	TIGER 200 Futures Leverage	267770 KS	未来资产资管	ETF	+2x	期货型	2017年前后
F-KOSPI 200	HANARO 200F Leverage	304780 KS	NH-Amundi资管	ETF	+2x	期货型	2018/8/14
KRX 300	KODEX KRX300 Leverage	306950 KS	三星资管	ETF	+2x	现货型	2018/10/16
F-KOSPI 200	Shinhan Leverage KOSPI 200 Futures ETN 69	500069 KS	Shinhan Securities	ETN	+2x	期货型	—
KOSPI200期货TWAP杠杆指数	Mirae Asset Leverage KOSPI 200 Futures ETN	520054 KS	未来资产证券	ETN	+2x	期货型	2022/10/17
F-KOSPI 200 TWAP Leverage	KB Leverage KOSPI 200 Futures ETN 39	580039 KS	KB Securities	ETN	+2x	期货型	2022/10/17

数据来源：广发证券发展研究中心

5 月 27 日 KOSPI 市场又密集上市了一批挂钩单票的 2x 杠杆做多 ETF/ETN 产品，其中，“现货型”跟踪方式产品对放大 KOSPI 市场波动性的效果更甚。因为它们的底层资产直接持有三星/海力士个股，然后再用融资、互换或其他工具放大敞口，通过前文提及的每日再平衡机制直接冲击股票的供需。

另外，港股市场也有 2 只挂钩三星/海力士个票的杠杆 ETF，在去年已上市交易

表 2: 主要的挂钩三星电子/SK 海力士个股的杠杆 ETF

目前KOSPI市场主要的挂钩Samsung/SK Hynix的杠杆-ETF							
标的	产品名称	代码	类型	发行/管理人	做多倍数	跟踪方式	上市时间
三星电子	KODEX 三星电子单股票杠杆	0193W0	ETF	三星资管	+2x	现货型	2026/5/27
三星电子	PLUS 三星电子单股票杠杆	0193K0	ETF	韩华资管	+2x	现货型	2026/5/27
三星电子	ACE 三星电子单股票杠杆	0194M0	ETF	韩国投资信托运用	+2x	现货型	2026/5/27
三星电子	RISE 三星电子单股票杠杆	0192M0	ETF	KB资管	+2x	现货型	2026/5/27
三星电子	KIWOOM 三星电子期货单股票杠杆	0194N0	ETF	Kiwoom资管	+2x	期货型	2026/5/27
三星电子	1Q 三星电子期货单股票杠杆	0198B0	ETF	Hana资管	+2x	期货型	2026/5/27
三星电子	TIGER 三星电子单股票杠杆	0195R0	ETF	未来资产资管	+2x	现货型	2026/5/27
三星电子	未来资产杠杆三星电子单股票ETN	520100	ETN	未来资产证券	+2x	ETN	2026/5/27
SK海力士	KODEX SK海力士单股票杠杆	0193T0	ETF	三星资管	+2x	现货型	2026/5/27
SK海力士	SOL SK海力士单股票杠杆	0197W0	ETF	Shinhan资管	+2x	现货型	2026/5/27
SK海力士	TIGER SK海力士单股票杠杆	0195S0	ETF	未来资产资管	+2x	现货型	2026/5/27
SK海力士	ACE SK海力士单股票杠杆	0194T0	ETF	韩国投资信托运用	+2x	现货型	2026/5/27
SK海力士	RISE SK海力士单股票杠杆	0192L0	ETF	KB资管	+2x	现货型	2026/5/27
SK海力士	KIWOOM SK海力士期货单股票杠杆	0194R0	ETF	Kiwoom资管	+2x	期货型	2026/5/27
SK海力士	1Q SK海力士期货单股票杠杆	0198D0	ETF	Hana资管	+2x	期货型	2026/5/27
SK海力士	未来资产杠杆SK海力士单股票ETN	520101	ETN	未来资产证券	+2x	ETN	2026/5/27
目前港股市场主要的挂钩Samsung/SK Hynix的杠杆-ETF							
做多标的	产品名称	代码	类别	发行/管理人	杠杆倍数	跟踪方式	上市时间
Samsung Electronics	CSOP Samsung Electronics Daily (2x) Leveraged Product	7747 HK / 9747 HK	ETF	南方东英	+2x	互换型/合成现货型	2025/5/28
SK Hynix	CSOP SK Hynix Daily (2x) Leveraged Product	7709 HK	ETF	南方东英	+2x	互换型/合成现货型	2025/10/16

数据来源：广发证券发展研究中心

2. **杠杆 ETF 如何放大波动?**

N 倍杠杆 ETF 通过“杠杆 ETF 的再平衡螺旋机制”机械放大市场波动。核心在于，由于 n 倍收益率的描述往往是针对日收益率，那么为了每天维持目标杠杆，产品必须做日度再平衡。

标的上涨后，ETF 净值上升、实际杠杆下降，需要买入标的恢复杠杆；标的下跌后，ETF 净值下降、实际杠杆升高，需要卖出标的降回目标杠杆。具体而言，设杠杆 ETF 初始资产规模为AUM_0，杠杆倍数为n。当标的当日下跌r后，ETF 净值下降，实际杠杆倍数被动升高。为恢复目标杠杆倍数，基金管理人需在收盘前削减风险敞口，其理论卖出规模约为：

$$\text{卖出敞口} = n(n-1) \times r \times AUM_0$$

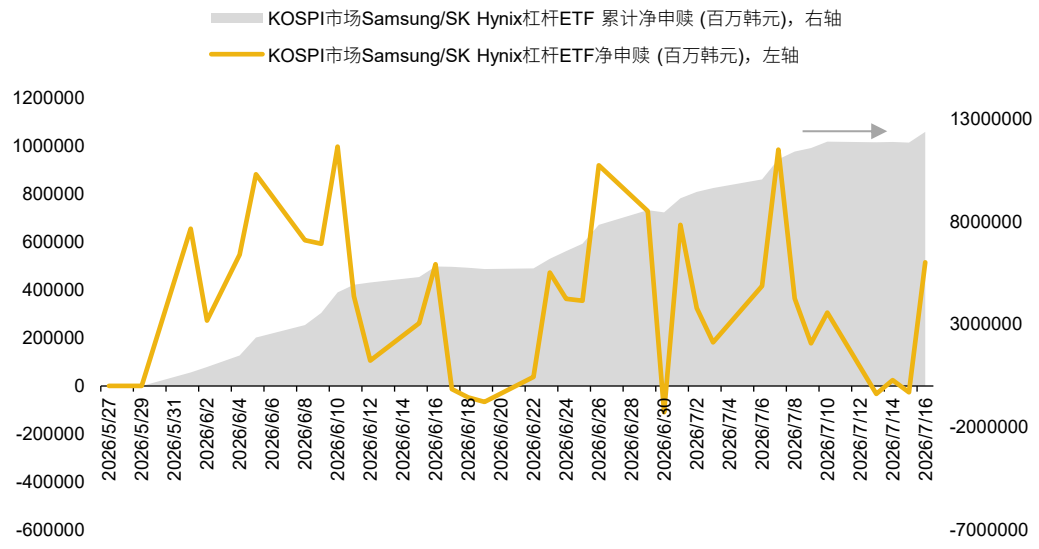
因此，标的跌幅越大、杠杆倍数越高、ETF 规模越大，再平衡产生的机械卖压也越强。在杠杆倍数都是 2x 保持不变的情况下，新增的个股杠杆 ETF 规模和 KOSPI 指数本身就极高的波动率再度将更强的波动正反馈给 KOSPI 指数自身。

3. **KOSPI 市场的杠杆 ETF 主要由谁交易，其交易资金最近怎么看?**

当下，韩国本土散户在前期大跌赎回后，又重新出现净申购的反弹迹象。由于韩国个股杠杆 ETF 主要由本土散户持有，其日净申赎金额可作为衡量散户风险偏好的高频指标。截至 7 月 16 日最新披露数据，Samsung、SK Hynix 等单股杠杆 ETF 合计净申赎重新转正。

不过，增量资金边际已有所放缓。尽管单日净申购重新转正，但自 5 月 27 日单股杠杆 ETF 上市以来，累计净申购规模已由持续上升转为平台震荡，表明散户增量资金边际开始趋弱，新增配置意愿较前期明显降温。

图 8: 单日净申购重新转正，但净新增配置动力开始衰竭



数据来源：KRX、广发证券发展研究中心

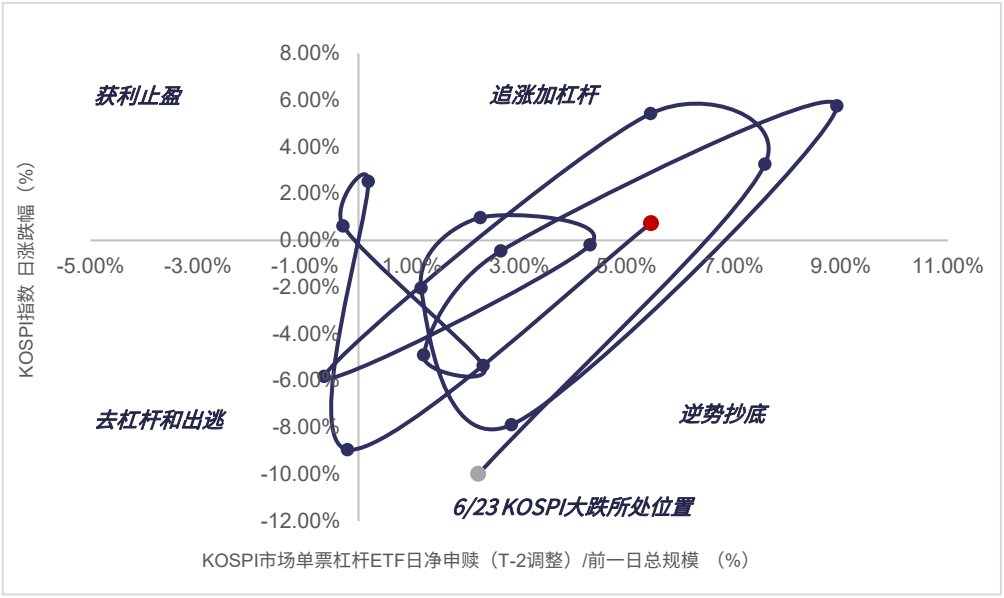
考虑到韩国股票及 ETF 实行 T+2 结算，KRX 于 7 月 16 日披露的上市份额增加应当对应 7 月 14 日前后提交的申购申请，即对应 7 月 13 日 KOSPI 大幅调整-8.95%后的资金行为。**从资金流向看，散户仍倾向于将下跌**

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

视为加仓机会，当前最新数据点仍位于四象限框架中的“追涨加杠杆”区域，而非"去杠杆和出逃"的第三象限。

图 9：经过(T-2)交易机制调整后，7 月 14 日散户杠杆反馈依然落在“加杠杆”的第一象限

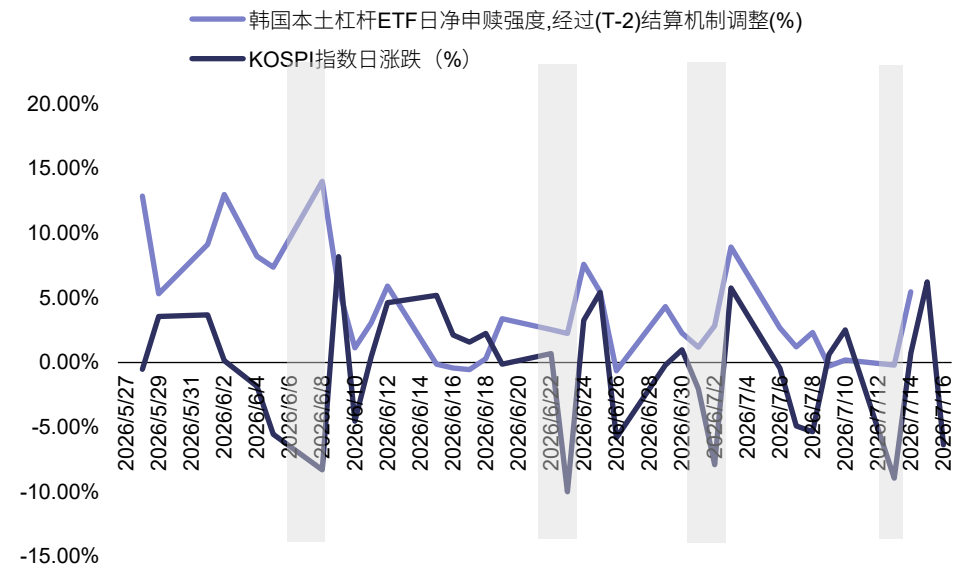
（统计期间：2026/6/23~2026/7/14，已经过 T-2 交易机制调整，图线遵循时间顺序）



数据来源：KRX、Bloomberg、广发证券发展研究中心

后续应当关注 7 月 21 日至 22 日公布的净申赎数据，对应 7 月 16 日 KOSPI 大跌-6.37%后的申赎申请：若届时出现指数下跌、净申赎同步转负，则意味着散户行为由"逆势抄底"切换至"去杠杆和出逃"，市场将进入杠杆资金主动收缩阶段；反之，若净申购仍保持正值，则说明本轮调整过程中散户风险偏好仍具有一定韧性，杠杆 ETF 资金尚未进入全面去化。

图 10：日净申赎强度与 KOSPI 指数日涨跌体现出滞后相关性，表明持续抄底倾向

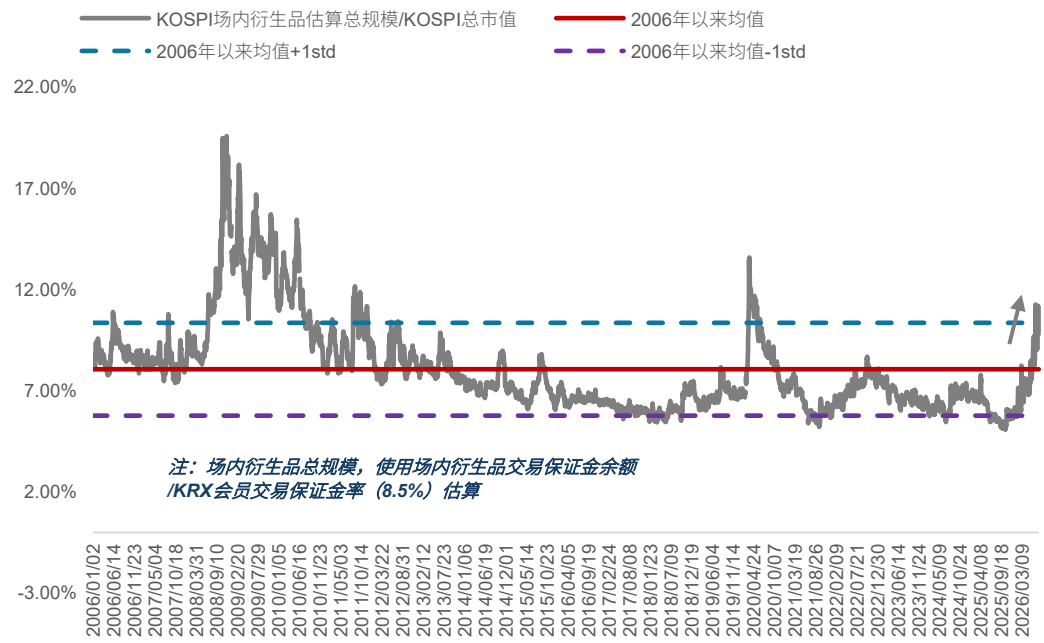


数据来源：KRX、Bloomberg、广发证券发展研究中心

（三） 场内衍生品杠杆：外资与机构主导，风险敞口升至历史高位

韩国股市的衍生品杠杆进入历史高位，是当前 KOSPI 资金面风险的重要来源之一。韩国市场已形成较为成熟的场内衍生品体系，主要包括 KOSPI 200 股指期货、KOSPI 200 股指期权以及三星电子、SK 海力士等龙头个股的单股票期货和期权。其中，KOSPI 200 系列产品规模远高于单股票衍生品，是韩国场内衍生品市场的核心，交易主体以外资和机构投资者为主，主要用于指数配置、风险对冲及套利交易；三星电子、SK 海力士等单股票衍生品规模相对较小，同样以机构投资者的风险管理和策略交易为主。

图 11：场内衍生品的估算风险敞口攀升，其中外资和机构为主要贡献

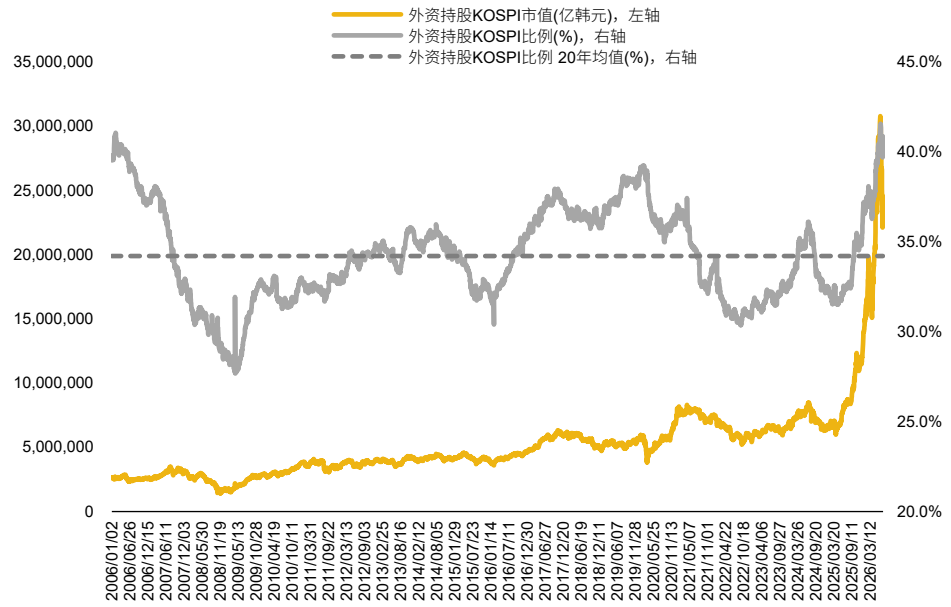


数据来源：KOFIA、Bloomberg、广发证券发展研究中心

当前 KOSPI 场内衍生品风险敞口已明显高于历史正常水平，市场通过保证金交易累积的杠杆风险正在上升，主要来源于外资和机构的资金杠杆。我们采用场内衍生品保证金余额÷平均交易保证金率（8.5%）估算场内衍生品名义风险敞口，并进一步以名义风险敞口/KOSPI 总市值衡量其相对规模。该指标自 2026 年 1 月以来快速攀升，目前已升至过去 20 年历史均值+1 倍标准差以上，与同期外资持续净流入基本一致，说明外资及机构投资者在 KOSPI 市场的风险暴露同步扩张，市场整体对衍生品杠杆的依赖程度已显著高于历史均值。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 12：外资持股 KOSPI 比例与场内衍生品风险敞口的走势趋同

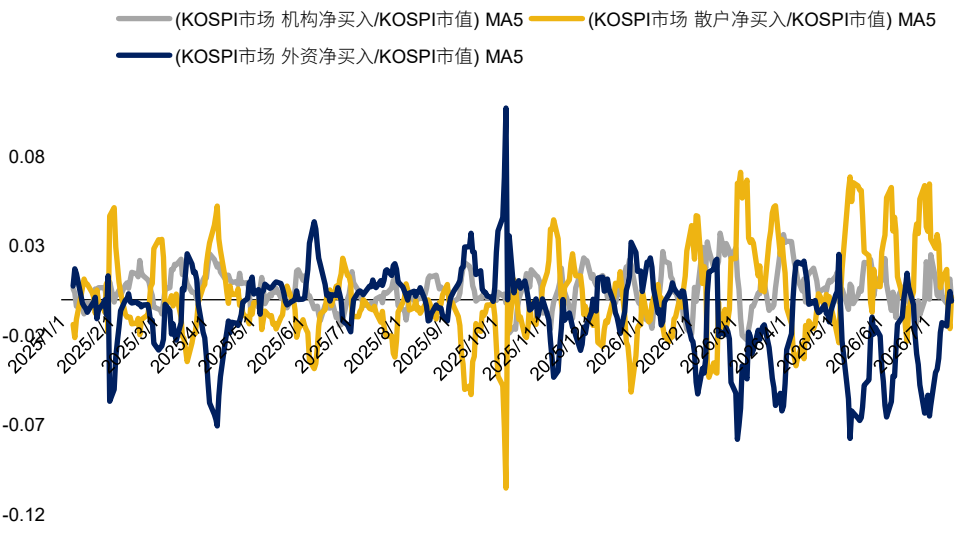


数据来源：KOFIA、Bloomberg、广发证券发展研究中心

（四）持仓结构：外资撤、散户接，筹码加速向居民部门转移

从投资者持仓结构看，KOSPI 市场长期呈现比较鲜明的“外资—散户对手盘”特征。外资持仓规模大、交易方向集中，对指数及权重股具有较强定价影响；散户则往往采取逆向交易策略，在外资集中抛售时进场承接，而当外资重新回流时选择减仓兑现。因此，两者净买入通常呈明显负相关。本土机构多数时间与外资方向一致，但也会受到国内政策、基金申赎及资产配置需求影响，阶段性与散户同向，整体交易规模通常小于前两者。

图 13：外资与居民部门的净买卖规模相对较大，且负相关走势明显

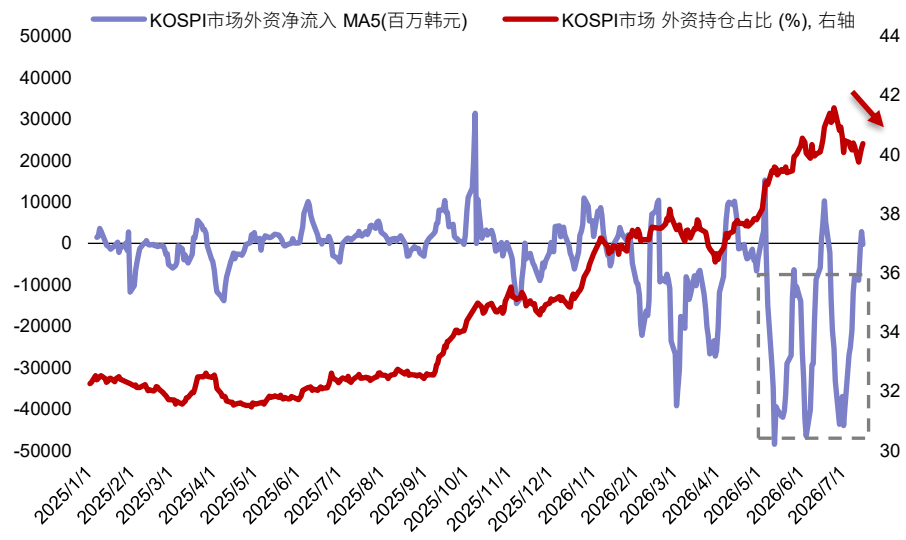


数据来源：Haver、广发证券发展研究中心

5 月初以来，散户总体持续净买入，外资则以净卖出为主，本土机构前期略偏净买入，对外资卖盘形成一定缓

冲。

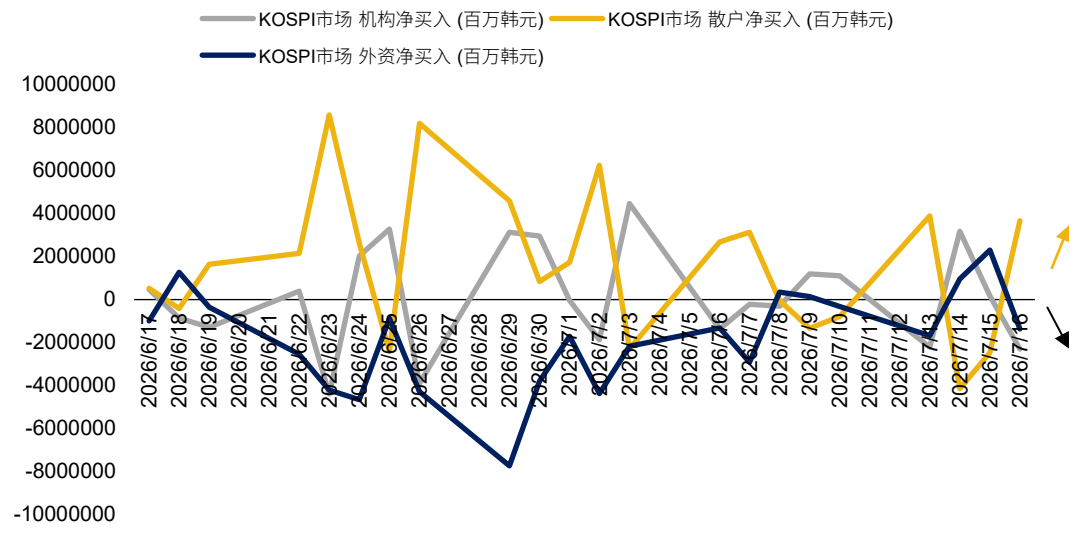
图 14: 5 月初以来，外资净流入资金长期在零轴之下



数据来源：Haver、广发证券发展研究中心

但 7 月 16 日，外资与本土机构已转为同步减仓，卖盘主要由散户承接。当前筹码正在由定价能力更强的机构资金向居民部门转移。若后续外资净流出继续扩大，而散户承接能力下降或转为净卖出，KOSPI 的下行压力可能进一步加剧。

图 15: 外资与机构抛售，散户重新承接



数据来源：Haver、广发证券发展研究中心

三、韩国这轮资金面去杠杆走到哪里了？——来自 2015 年 A 股与 2022 年美股的经验

韩国本轮杠杆形成机制兼具信用杠杆和交易结构杠杆双重特征，与 2015 年中国和 2021–2022 年美国均存在

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

相似之处，但又不完全相同。2015 年 A 股杠杆主要来源于融资融券余额及场外配资快速扩张，最终由信用资金集中去杠杆主导市场调整；2021–2022 年美国则是在低利率环境下，Nasdaq 等科技资产吸引大量杠杆 ETF 及衍生品资金，交易结构杠杆持续累积，并在流动性收紧过程中逐步出清。

相比之下，本轮韩国市场一方面信用融资余额持续攀升，另一方面单股杠杆 ETF、股指衍生品等交易结构杠杆同步扩张，呈现信用杠杆与交易结构杠杆并存的特征。因此，我们选取信用融资和杠杆 ETF 两个维度，分别与 2015 年中国及 2021–2022 年美国历史去杠杆过程进行横向比较，评估两类杠杆的去化程度。

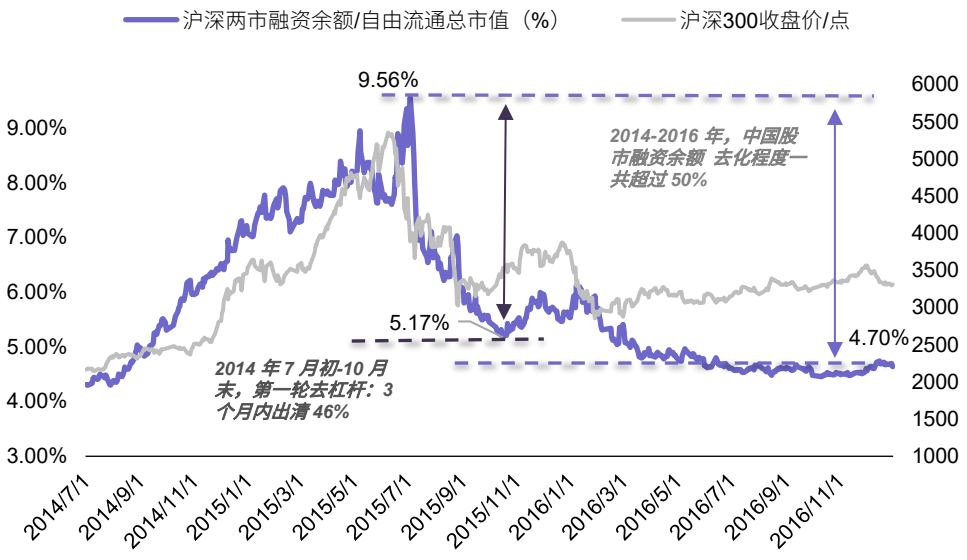
图 16：杠杆去化对比总结，借鉴 2015 年 A 股与 2022 年美股的经验



数据来源：KRX、Bloomberg、Wind、广发证券发展研究中心

（一） 信用融资：尚未出现 2015 年 A 股式的集中出清

图 17：2015 年 7-10 月第一轮杠杆去化，3 个月内出清 46%



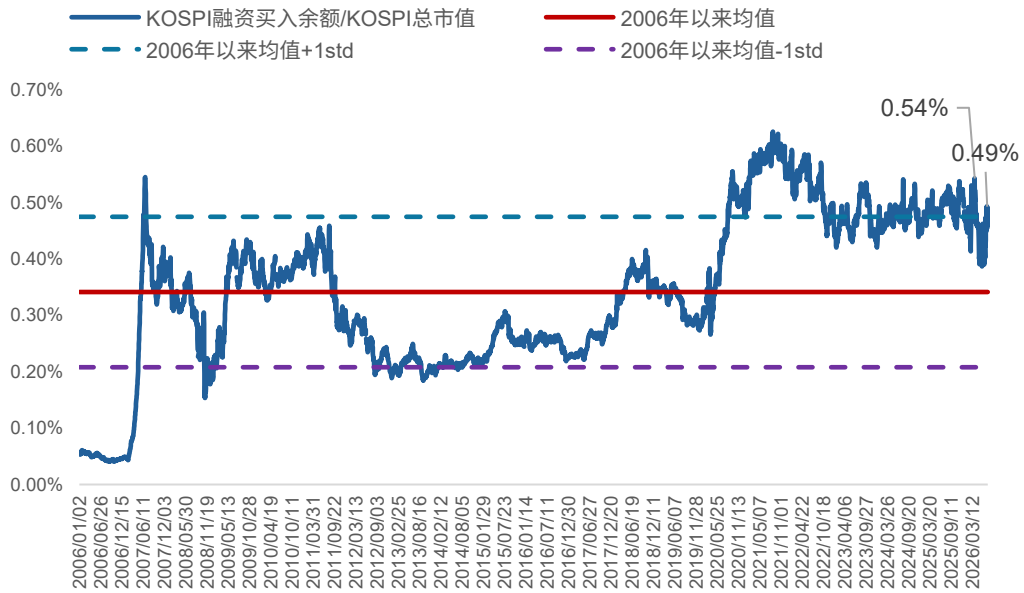
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2015 年 A 股牛市结束后，信用杠杆并未在短时间内完成出清，而是经历了持续一年以上的去杠杆过程。2015

年 6 月，沪深两市融资余额一度升至自由流通总市值的 9.56%，处于历史极高水平。随后，2015 年 7-10 月首轮股灾期间，融资杠杆快速回落至 5.17%，约 3 个月累计去化 46%，对应大量追保、强制平仓及主动降杠杆行为。然而，信用杠杆并未一次性完成出清，此后融资余额占自由流通市值比重继续震荡下行，至 2016 年底进一步降至 4.70%，较峰值累计去化超过 50%。

这表明信用杠杆的出清通常具有阶段性特征：初期快速释放流动性风险，随后进入较长时间的存量杠杆消化阶段，市场真正完成筑底往往发生在信用杠杆充分回归历史正常区间之后。

图 18：韩国信用融资当下距离峰值仅出清 9.3%



数据来源：KOFIA、Bloomberg、广发证券发展研究中心

信用融资并非本轮韩国资金面杠杆的主要矛盾。相比 2015 年 A 股依赖融资资金推动牛市、信用杠杆成为市场调整核心传导机制，本轮韩国信用融资规模虽然同样升至历史高位，但从市场资金结构来看，其重要性明显低于 2015 年 A 股，信用融资对整体市场的杠杆放大作用相对有限。

从去杠杆进度看，韩国信用融资尚未出现类似 2015 年 A 股的快速出清。2026 年本轮行情中，KOSPI 融资买入余额占总市值比重最高升至 0.54%，截至 7 月 16 日最新仍为 0.49%，较本轮高点仅回落 9.3%，仍显著高于 2006 年以来历史均值及+1 倍标准差水平。相比之下，2015 年 A 股首轮股灾后三个月内融资杠杆便累计去化约 46%。韩国信用融资目前仍处于去杠杆初期，融资资金尚未出现大规模主动或被动退出，信用资金对市场波动的放大效应仍未充分释放。

（二）杠杆 ETF：去化幅度接近美股首轮，但出清时间仍短

2021 年美股科技杠杆 ETF 规模快速扩张，主要源于超低利率环境、科技股持续上涨以及散户交易活跃三重驱动。超低利率降低了融资成本和持有杠杆头寸的资金成本，提高了投资者运用杠杆博取超额收益的意愿；与此同时，Nasdaq 等科技指数持续创新高，吸引资金不断流入，而杠杆 ETF 的每日再平衡机制又进一步强化了上涨过程中的顺周期买盘，形成“资金流入—股价上涨—资金继续流入”的正反馈循环。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

美股科技杠杆 ETF 经历了由"指数→行业→个股"的扩张过程。2021 年，前期资金主要集中于 Nasdaq-100（TQQQ、QLD）及半导体、科技板块（SOXL、TECL）等指数型产品；2022 年又陆续推出特斯拉、苹果、微软、Alphabet 等 AI 核心个股杠杆 ETF。交易结构杠杆逐步由指数层面向个股层面延伸，类似当下韩国杠杆 ETF 的发展进程。

表 3：美股科技杠杆 ETF 主要集中在挂钩 Nasdaq-100 指数和半导体指数层面

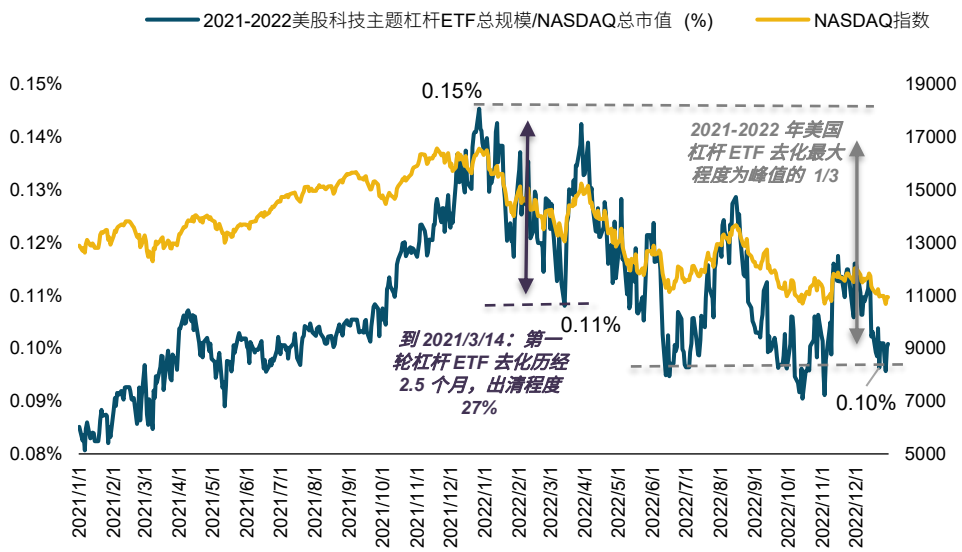
2021-2022 美股市场主要的挂钩宽基指数的科技主题杠杆-ETF								
做多标的	产品名称	代码	类别	发行/管理人	杠杆倍数	跟踪方式	上市时间	资产规模/百万美元 (2021/12/31)
NASDAQ-100 指数	ProShares UltraPro QQQ	TQQQ	ETF	ProShares	+3x	期货型	2010/2/9	17688.65
NASDAQ-100	ProShares Ultra QQQ	QLD	ETF	ProShares	+2x	期货型	2006/6/19	5986.94
2021.1-2022.12美股市场 挂钩行业指数的科技主题杠杆-ETF								
做多标的	产品名称	代码	类别	发行/管理人	杠杆倍数	跟踪方式	上市时间	资产规模/百万美元 (2021/12/31)
ICE Semiconductor Index	Direxion Daily Semiconductor Bull 3X Shares	SOXL	ETF	Direxion	+3x	期货型	2010/3/11	5740.18
S&P Technology Select Sector Index	Direxion Daily Technology Bull 3X Shares	TECL	ETF	Direxion	+3x	期货型	2008/12/17	3713.76
ARK Innovation ETF (ARKK)	AXS 2X Innovation ETF	TARK	ETF	AXS Investments	+2x	期货型	2022/5/2	53.44 (2022/12/31)
2021.1-2022.12美股市场 挂钩单票的科技主题杠杆-ETF								
做多标的	产品名称	代码	类型	发行/管理人	做多倍数	跟踪方式	上市时间	资产规模/百万美元 (2022/11/29)
特斯拉	Direxion Daily TSLA Bull 2X ETF	TSLL	ETF	Direxion Shares	+2x	期货型	2022/8/12	119.47
Amazon	Direxion Daily AMZN Bull 2X ETF	AMZU	ETF	Direxion Shares	+2x	期货型	2022/9/7	7.93
苹果	Direxion Daily AAPL Bull 2X Shares	AAPU	ETF	Direxion Shares	+2x	期货型	2022/8/9	6.71
Alphabet	Direxion Daily GOOGL Bull 2X ETF	GGLL	ETF	Direxion Shares	+2x	期货型	2022/9/7	5.11
微软	Direxion Daily MSFT Bull 2X ETF	MSFU	ETF	Direxion Shares	+2x	期货型	2022/9/7	3.39
Coinbase	GraniteShares 2x Long COIN Daily ETF	CONL	ETF	GraniteShares	+2x	期货型	2022/8/9	1.14
苹果	GraniteShares 2x Long AAPL Daily ETF	AAPB	ETF	GraniteShares	+2x	期货型	2022/8/9	0.72
特斯拉	GraniteShares 1.25x Long TSLA Daily ETF	TSL	ETF	GraniteShares	+1.5x	期货型	2022/8/9	0.67

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

但是进入 2022 年，美联储快速加息推动流动性由宽松转向收紧，融资成本上升促使杠杆资金收缩，同时科技股估值回调，再平衡机制进一步放大下跌，交易结构杠杆进入去化阶段。

当时，美国科技主题杠杆 ETF 的去杠杆呈现"初期快速释放+后续持续出清"的特征。随着美联储开启加息周期、科技股估值进入重估，科技主题杠杆 ETF 规模占 NASDAQ 总市值比重由峰值 0.15%快速回落至 0.11%，约 2.5 个月完成第一轮 27%的去化。此后，科技股经历多轮反弹与调整，杠杆 ETF 规模同步震荡回落，至 2022 年底，该比值进一步降至 0.10%，较峰值累计去化约 1/3，交易结构杠杆至此完成较为充分的出清。

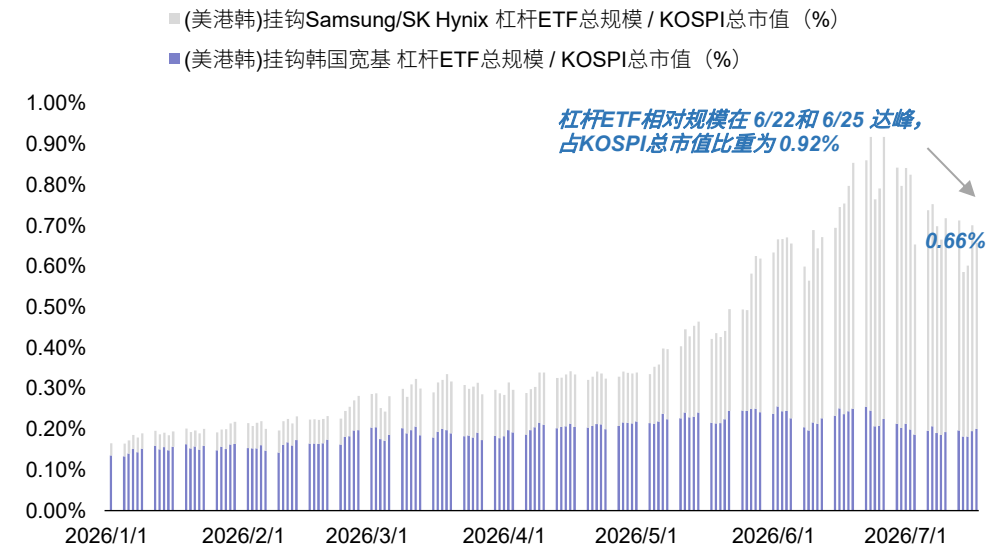
图 19：经历第一轮 2 个半月，美国科技杠杆 ETF 规模出清近 30%



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

交易结构杠杆是本轮韩国资金面风险的核心来源，其相对规模已明显高于 2021 年美国科技杠杆 ETF 高峰。6 月 22 日，挂钩 KOSPI 宽基及 Samsung、SK Hynix 等个股的杠杆 ETF 总规模一度升至 KOSPI 总市值的 0.92%，明显高于 2021 年底美国科技主题杠杆 ETF 占 NASDAQ 总市值约 0.15%的历史峰值。

图 20：KOSPI 市场杠杆 ETF 去化程度较高，但去化时间仍较短



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

当前韩国杠杆 ETF 已进入第一轮去化阶段，但出清时间仍然较短。7 月 16 日，杠杆 ETF 相对规模已由高点 0.92%回落至 0.66%，累计去化约 28.3%，幅度已略高于 2022 年美国第一轮约 27%的去化水平。**然而，韩国完成上述去化仅用了不到一个月，而美国完成第一轮出清历时约 2.5 个月。当前韩国交易结构杠杆仍处于较高水平，后续仍需持续观察杠杆 ETF 规模是否沿着历史经验继续回归，以判断进入持续出清阶段杠杆反弹阶段。**

（三）历史经验：首轮急降并非终点，完整去化往往持续一年

以上历史经验显示，杠杆出清通常遵循"第一轮快速释放—反复震荡去化—回归历史均值"的演进路径。无论是 2015 年 A 股信用融资去杠杆，还是 2022 年美国科技主题杠杆 ETF 去杠杆，第一轮集中出清均持续约 3 个月，随后伴随市场阶段性反弹出现 3-4 轮杠杆回补，整体历时约一年左右才逐步回归历史均值区间，市场资金结构趋于稳定。

表 4：杠杆去化对比总结，借鉴 2015 年 A 股与 2022 年美股的经验

对比对象	核心杠杆机制	历史去化路径	韩国当前去化进度	主要结论
2015年A股	信用融资、场外配资	融资余额占自由流通市值比重由9.56%降至5.17%，首轮约3个月去化46%；至2016年底累计去化超	韩国信用融资占比由0.54%降至0.49%，仅去化9.3%	韩国信用融资尚处去化初期，但其相对规模和市场影响弱于2015年A股
2022年美股	科技主题杠杆ETF	杠杆ETF占NASDAQ市值比重约2.5个月去化27%，至2022年底累计去化约三分之一	韩国杠杆ETF占KOSPI市值比重由0.92%降至0.66%，不足一个月去化28.3%	去化幅度已接近美股首轮，但持续时间较短、相对规模更高，仍可能出现杠杆回补
历史共性	信用与交易结构杠杆	通常经历"首轮快速释放—反弹中杠杆回补—多轮震荡去化—回归历史均值"，完整过程约一年	韩国当前仅完成第一轮快速调整，ETF资金近期已有回流迹象	尚不能确认去杠杆结束，后续重点观察ETF申赎及信用融资是否继续下降

数据来源：KRX、Bloomberg、Wind、广发证券发展研究中心

当前韩国两类杠杆的出清进度存在明显分化。交易结构杠杆方面，杠杆 ETF 相对规模较高点已累计回落 28.3%，去化幅度已接近 2022 年美国第一轮出清水平，后续重点关注散户日净申赎是否重新转为持续净申购，从而开启新一轮加杠杆。信用融资方面，融资余额占市值比重较高点仅回落 9.3%，仍处于第一轮去杠杆初期，信用资金尚未出现大规模退出。不过，由于韩国信用融资占市场资金结构的比重本身低于 2015 年 A 股，其对整体市场的拖累预计相对有限。

截至 7 月 16 日，KOSPI 市场最新风险与杠杆情况如下：

a. KOSPI 较 6 月最高点回撤 27.3%，且低于 MA50 约 15%，价格与中期趋势均明显转弱。

b. 市场的方向性悲观尚不极端，但 VKOSPI 相对 VIX 升至历史高位水平，显示韩国局部恐慌与波动率溢价仍然突出。

c. 资金面上，外资与本土机构同步净卖出，散户逆势承接，尚未出现外资存量仓位的系统性撤离，但风险正向居民部门转移。

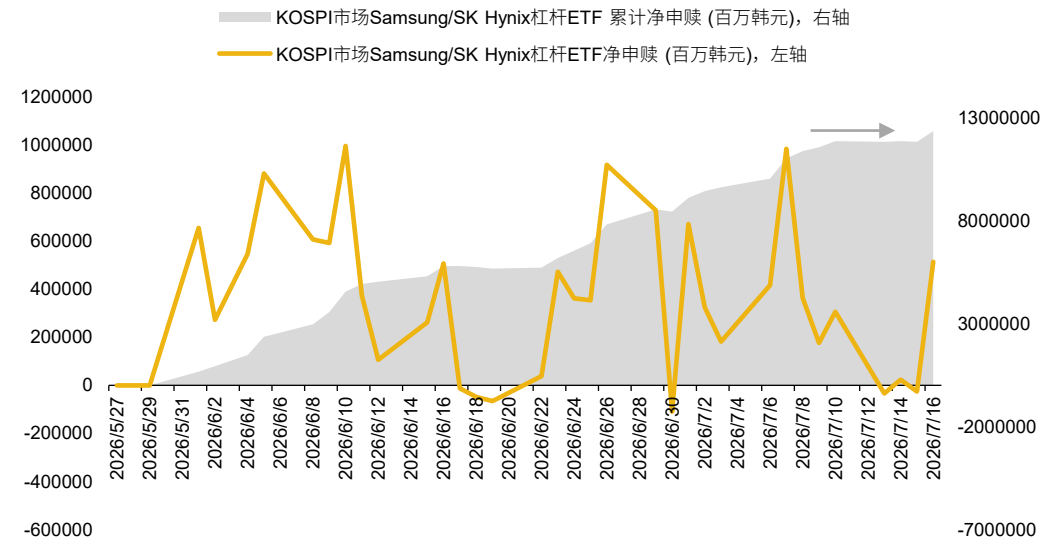
d. 杠杆去化呈现明显分化：杠杆 ETF 规模较峰值下降 28.3%，出清最为充分；场内衍生品和信用融资仅去化 13.2%和 9.3%，存量压力仍高。

e. 7 月 14 日的市场回到"上涨—净申购"的追涨加杠杆象限，说明前一日正在吸引杠杆资金回流，可能中断出

清并重新放大波动。

后续重点关注外资净流出是否扩大、ETF 申赎是否重回逆势抄底或去杠杆象限、信用融资与保证金余额的下降速度，以及未收金强平占比是否异常上升。

图 21：后续重点关注散户日净申赎是否重新转为净申购，累计净申赎是否重拾向上动力



数据来源：KRX、广发证券发展研究中心

四、如何识别二次冲击？KOSPI 风险与杠杆去化监测框架

基于以上分析，我们搭建了一套韩国 KOSPI 市场风险监测与杠杆去化跟踪体系，将进行每日高频跟踪。试图回答两个核心问题：本轮调整是否已经从价格回撤演变为流动性冲击，以及不同类型的杠杆资金究竟出清到了哪一步？

表 5：韩国 KOSPI 市场风险监测与杠杆去化跟踪总表

韩国KOSPI风险监测与杠杆去化跟踪总表						
风险模块	具体指标	数据日期	最新读数	对比口径	风险状态	信号解读
价格回撤	KOSPI较6月高点回撤	7月16日	-25.17%	6月22日高点	深度回撤	价格层面已明显调整
	KOSPI距离MA50	7月16日	-14.56%	50日均线	趋势偏弱	中期趋势尚未修复
悲观情绪	KOSPI PCR Z-score	7月16日	+0.25σ	10年均值	略偏悲观	方向性看跌需求不极端
	KOSPI/Nasdaq PCR Z-score	7月16日	+0.52σ	10年均值	相对偏高	韩国看跌保护需求高于美股
恐慌情绪	VKOSPI/VIX Z-score	7月16日	+6.25σ	10年均值	极端	韩国局部波动率溢价极高
持仓存量	KOSPI外资持仓占比	7月16日	40.07%	历史区间/前期高点	结构指标	反映外资定价权
资金流量	外资净买入/市值 MA5	7月16日	-0.08%	正负倾向与相对规模	净卖出	外资继续降低风险敞口
	机构净买入/市值 MA5	7月16日	-0.07%	正负倾向与相对规模	净卖出	本土机构同步减仓
	散户净买入/市值 MA5	7月16日	0.15%	正负倾向与相对规模	净买入	散户承接机构与外资抛压
杠杆去化	信用融资余额/市值 去化	7月15日	9.30%	较本轮杠杆峰值	去化有限	信用融资仍处相对高位
	场内衍生品保证金余额/市值 去化	7月15日	13.20%	较本轮杠杆峰值	初步去化	衍生品杠杆尚未充分释放
	杠杆ETF规模/市值 去化	7月16日	28.30%	较本轮杠杆峰值	去化较明显	ETF端风险释放更充分
散户杠杆反馈	ETF净申赎强度（T-2调整）	7月14日	5.46%	KOSPI当日+0.73%	追涨加杠杆	前一日大跌引发杠杆资金重新流入
流动性挤兑	强平占未收金 Z-score	7月15日	-0.21σ	10年均值	正常	尚未出现系统性强平挤兑

数据来源：Bloomberg、Wind、 KRX、KOFIA、 Haver、广发证券发展研究中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

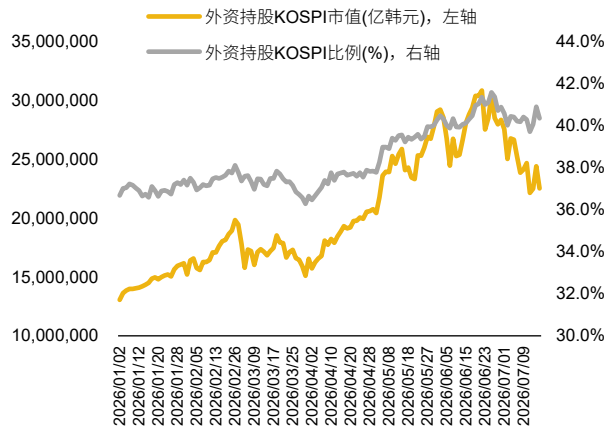
1.价格与情绪：回撤有多深，局部恐慌有多强

框架首先从价格出发，以指数较阶段高点和 MA50 的偏离度衡量回撤深度及中期趋势是否修复。随后观察价格背后的情绪结构：KOSPI 看跌/看涨期权成交量比反映投资者主动配置看跌保护的意愿，刻画市场的方向性悲观程度;VKOSPI 及其相对 VIX 的溢价，更多反映韩国市场自身的波动率定价和恐慌强度。

2. 资金结构：谁在撤退，谁在承接

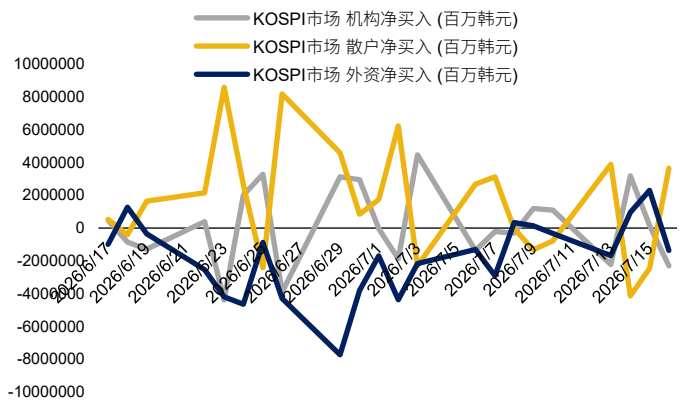
资金结构方面，我们按照"存量—流量"两层展开。外资持仓占比用于衡量其在 KOSPI 市场中的存量定价权，外资、韩国本土机构和散户的净买入占市值比例，则用于观察边际资金变化。若外资持仓占比持续下降、净卖出规模同步扩大，意味着风险敞口可能正在系统性收缩。

图 22：外资的 KOSPI 持仓占比近期有所收缩



数据来源：KOFIA、广发证券发展研究中心

图 23：最新度数显示外资、机构抛售，散户承接



数据来源：Haver、广发证券发展研究中心

3. 杠杆存量：哪类杠杆已经释放

在此基础上，进行杠杆去化进度的拆解和跟踪。信用融资余额反映传统融资盘的收缩程度，场内衍生品保证金余额对应期货、期权等杠杆敞口的释放，而本轮最值得关注的增量变量是杠杆 ETF。

表 6：杠杆去化模块反映杠杆 ETF 的去化程度较为领先

杠杆去化模块：						
杠杆渠道	指标	峰值日期	峰值水平	最新水平	较峰值去化	出清程度
信用融资	信用融资余额/KOSPI市值	2026/3/31	0.54%	0.49%	9.30%	去化有限
场内衍生品	场内衍生品保证金余额/KOSPI市值	2026/6/23	0.95%	0.83%	13.20%	初步去化
杠杆ETF	杠杆ETF规模/KOSPI市值	2026/6/22	0.92%	0.66%	28.30%	去化较明显

数据来源：KOFIA、Bloomberg、广发证券发展研究中心

4.杠杆增量与散户反馈：ETF 资金处于哪一个象限

针对杠杆 ETF 规模的后续走势，我们进一步将经过 T-2 时滞调整的净申赎强度与对应交易日的 KOSPI 涨跌

幅结合，构建散户资金对价格变化的四象限反馈机制。关键在于观察杠杆 ETF 的净申赎强度与当日 KOSPI 涨跌之间的组合关系，以及这一状态点在四个象限之间的迁移。

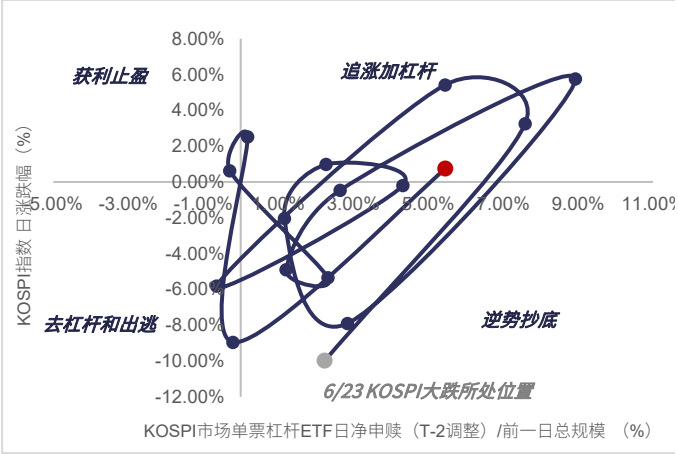
表 7：散户杠杆 ETF 反馈模块显示 7 月 14 日再度出现低位净申购

散户杠杆反馈模块：	
项目	最新状态
观察日期（经过T-2调整）	2026/7/14
ETF净申赎强度（经过T-2调整）	5.46%
KOSPI当日涨跌	0.73%
所处象限	第一象限，追涨加杠杆
风险含义	轻微反弹伴随杠杆重新流入，存在顺周期放大风险

数据来源：KRX、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 24：根据净申赎强度 vs 对应日 KOSPI 涨跌幅，落入四状态象限

（统计期间：2026/6/23~2026/7/14，已经过 T-2 交易机制调整，图线遵循时间顺序）



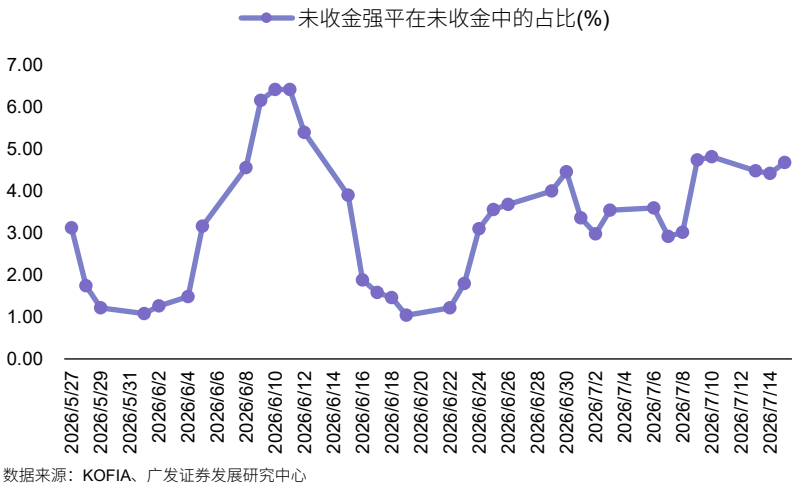
数据来源：KRX、Bloomberg、广发证券发展研究中心

若市场由“去杠杆和出逃”转向“获利了结”，通常意味着风险正在有序释放；若转向“追涨加杠杆”或持续停留在“逆势抄底”，则表明散户风险偏好重新升温，杠杆出清可能被打断，后续反弹与二次下探的波动都会随之放大。**当前观测点回到“追涨加杠杆”象限，显示 7 月 13 日大跌后杠杆资金重新流入，ETF 端的去化过程可能出现阶段性反复。**

5. 流动性压力：强平是否形成下跌负反馈

最后，我们以“未收金强平占比”监测散户端的流动性压力。未收金是投资者在结算日前尚未补足的证券交易款，若到期仍无法偿还，券商将被动卖出其持仓。若该比例显著高于历史均值，意味着更多散户无法及时补款，强平卖盘可能形成“股价下跌—补款失败—被动平仓—进一步下跌”的负反馈。**当前指标仍处历史正常区间，说明尚未出现系统性强平挤兑或流动性危机。**

图 25：未收金强平比重近期重现回升倾向，但占比并不极端



数据来源：KOFIA、广发证券发展研究中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

五、风险提示

AI 资本开支、存储价格及企业盈利不及预期；

海外流动性收紧导致外资加速流出；

散户承接能力下降；

未收金强平压力超预期上行。

广发投资策略研究小组

刘晨明 ：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。

郑 恺 ：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。

倪 赓 ：（上海）资深分析师，中山大学硕士，9 年策略研究经验。

陈振威 ：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。

杨清源 ：（上海）资深分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。

毕露露 ：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士。

逸 昕 ：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。

李如娟 ：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。

余可骋 ：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn



陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn

请注意，陈振威并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与GF Securities Co Ltd(01776)公司有投资银行业务关系。
(2)广发证券（香港）在过去12个月内与广发证券(01776)公司有投资银行业务关系。
(3)广发证券（香港）在过去12个月内与广发证券股份有限公司(01776)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net