专家会议纪要：韩国散户杠杆、去杠杆进程与科技股行情

Expert Call Minutes — Toss Securities

嘉宾：Ha Yeong Baek（前麦肯锡；Toss 证券，曾负责全球战略与美国子公司 TSA Financial 设立，现负责美股/韩股、期权、融券业务战略）

日期：2026 年 7 月 11 日（北京时间上午）

时长：约 75 分钟

主题：韩国散户海外杠杆 ETF 持仓、保证金去杠杆进程、海力士 ADR、机构行为与存储

★ 核心增量信息（公开报告/新闻看不到的一线数据）

资金面硬数据

1. **银行→券商资金搬家已停止**：2026 年初约 40-45 万亿韩元 → 目前约 82 万亿，年内翻倍，但**流入速度已明显停滞——**行情的新增弹药泵在关闭。
2. **散户购买力（预托金）-20%**：一二季度约 140 万亿 → 目前 100-110 万亿，且陷入停滞。
3. **融资余额实际已降至约 30 万亿**（专家称"两天前"数据），较峰值 39 万亿**降幅 20-25%——**远快于公开 KOFIA 数据（7/2 仍报 37.7 万亿），去杠杆进度好于市场认知。

监管增量

4. **杠杆 ETF 门槛上调幅度已内定：1,000 万→3,000 万韩元（3 倍）**，券商已收到系统准备通知（媒体仅报道"研究上调"）；生效时间、存量是否豁免未定。

5. **新单股杠杆 ETF 审批已实质关闭**；但监管只能管韩国上市产品，**美国/香港杠杆 ETF 管不了→杠杆将外溢而非消失**。

6. **券商风控细节**：三星电子融资保证金率 20%→30%（Kiwoom 等），Meritz 上调至 60%。

持仓结构独家数据

7. **集中度惊人**：某单股杠杆 ETF 前 30 个散户账户持有超过 20%总份额。

8. **NPS 应卖未卖的缺口**：按规则日均应卖约 5,000 亿韩元韩股，政治施压下实际仅卖 1,000-2,000 亿——**每日约 3,000-4,000 亿的递延卖压被人为冻结**。

www.futoucaixin.cn

9. **散户已在卖首尔本股海力士/SK Square、搬去美国买 ADR**（规避韩元汇率风险）；ADR 首日溢价约 13%+，KSD 转换机制未打通前难套平。

行为与轮动增量

10. **特斯拉时代结束**：从常年成交第一跌出前十，成交主力转为**美光、SanDisk 及 SOXL 类产品**；SpaceX IPO 单日成交约 4 亿美元登顶后也已跌出前十。

11. **近两周行为切换**：杠杆 ETF 成交回落，散户转为直接买正股（SanDisk 等）——是"降杠杆不离场"而非投降。

12. **韩国主动型 ETF 已在减半导体**（Nvidia/AMD），转买礼来等医疗、生物科技与股息/royalty income 类标的；韩债 10 年期 4-4.5%分流股市资金。

周期时钟（专家个人判断）

13. **DRAM 价格峰值约 2027 年四季度**（美光先扩产、海力士 2028 跟进），**股价峰值提前至 2026 年底-2027 年一季度**——隐含未来两个季度是存储股最后主升段。

一、核心结论速览（Key Takeaways）

1. **去杠杆已过初段、快于公开数据**：融资余额从峰值约 39 万亿韩元降至约 30 万亿（两天前口径），**降幅约 20-25%**，明显低于 7/2 公开的 37.7 万亿——去杠杆比市场基于 KOFIA 数据的认知走得更快。
2. **散户购买力在耗竭**：全市场散户可动用资金（预托金口径）从一二季度约 140 万亿韩元降至 100-110 万亿，**下降约 20%并陷入停滞**；银行→券商的资金搬家增速也已停滞。
3. **行为模式是"冻结"而非"投降"**：杠杆 ETF 成交近两周边际回落，但散户是**停止交易/转买正股（如直接买 SanDisk）**，而非主动卖出去杠杆；仍在逢低买海力士、三星。
4. **监管三板斧基本确定**：①不再批准任何新的单股杠杆 ETF 上市；②杠杆 ETF 交易最低存款门槛从 1,000 万→**3,000 万韩元**（券商已收到系统准备通知，但生效时间和细则未定）；③方向上继续收紧至散户可能无法交易韩国单股杠杆 ETF。**监管只能管韩国上市产品，管不了美国/香港的杠杆 ETF**——杠杆将外溢至境外。
5. **NPS 的卖压被政治冻结**：按再平衡规则 NPS 本应每日卖出约 5,000 亿韩元韩股，但政府施压+理事长公开表态短期不卖，**实际每日仅卖 1,000-2,000 亿**——8,000-9,000 点位有政治托底成分，但递延卖压仍在。

www.futoucaixin.cn

6. **海力士 ADR 溢价约 13%+**（相对首尔上周五收盘），高于 TSMC ADR 惯常水平；溢价根源是 **KSD 的本股→ADR 转换机制尚未打通**，套利通道不通；专家认为长期不会维持大溢价。本土散户已在卖首尔本股海力士/SK Square、搬去美国直接买 ADR（规避韩元汇率风险）。
7. **存储周期观点（个人判断）**：DRAM 价格峰值约在 **2027 年四季度**（美光先扩产、海力士 2028 年跟进），但**股价峰值会提前至 2026 年底-2027 年一季度**；LTA 长约+大厂 capex 持续至 2027+非大厂需求（国家级数据中心、金融科技公司自建 GPU）使本轮超级周期长于以往 2-3 年。
8. **散户美股交易版图剧变**：特斯拉从常年成交第一跌出前十，**成交主力已转为美光、SanDisk、SOXL 类产品**；SpaceX IPO 时曾单日成交约 4 亿美元登顶，现也跌出前十。
9. **韩国机构在撤退半导体**：本土主动型 ETF 已减仓 Nvidia/AMD 等，转向礼来等医疗保健、生物科技和股息/特许权收益类标的；韩债 10 年期利率升至 4-4.5%也在分流股票资金。
10. **海力士 vs 三星轮动**：专家认为 Q2 海力士的超额表现是**非理性杠杆资金选 beta 的结果**（纯半导体+高波动），近期海力士自高点回落 20-25%后，市场转向三星追赶叙事（HBM4 夺份额+代工传闻+代工 Q3 扭亏）——他认为这是**交易性/估值修复，非基本面反转**。

二、Toss 证券业务概况

- **海外股票经纪韩国第一**（以美股为主）；韩国本土股票经纪原排名 10-12 位，今年上半年升至约 **第 5 位**，月度韩股成交约 **150-170 万亿韩元**。
- 客户结构变迁：早期以无经验新手为主，现专业交易者和高频交易者占比持续上升，客户画像趋近 Kiwoom（키움），以短线高频为主，非长期机构型。
- 杠杆 ETF 发行商（Direxion 等资管）主动在 Toss 平台投放推广，视韩国散户为核心客群。

三、韩国散户的海外杠杆 ETF 持仓与行为

- **集中度极高**：某单股杠杆 ETF 中，**前 30 个散户账户持有超过 20%的总份额**。主持人引用的"韩国投资者持有 TQQQ 约 15%、SOXL 逾 20%"比例，专家未否认并确认韩国是美股杠杆 ETF 最大的交易来源地之一。
- **香港上市的单股杠杆产品**（法兴报告提及的三星/海力士杠杆 ETF）在韩国仅少数券商（三星证券、未来资产等）可交易，**成交贡献不大**；韩国散户主战场在美国上市杠杆 ETF。

www.futoucaixin.cn

- **成交结构**：二季度几乎每天的成交额前十都被杠杆 ETF 占据——SOXL、TQQQ、以及 **SanDisk、美光的单股杠杆 ETF**；韩国本土的海力士/三星杠杆 ETF 同样火爆。
- **近两周边际变化**：杠杆 ETF 成交量小幅回落，散户转向**直接买正股（SanDisk 等）**而非杠杆产品；但仍在买 KORU 等杠杆产品，整体是"降速"而非"离场"。
- **长期趋势判断**：散户交易范式已永久迁移——从"买正股长期持有"转向**杠杆 ETF、期权、期货甚至永续合约**等高杠杆工具，这是一代人的结构性变化。

四、去杠杆进程与购买力

- **融资余额**：峰值约 39 万亿韩元 → 两天前约 **30 万亿**，降幅约 20-25%口径为专家口述，快于*KOFIA*公开数据（7/2 为 37.7 万亿），可能包含更近期数据或不同统计口径，需交叉验证。KOSPI 跌破关键点位（约 7,500-8,000 区间转写存疑）时触发了集中降杠杆。
- **散户购买力（预托金）**：一二季度约 140 万亿韩元 → 目前 **100-110 万亿，降约 20%**，且增长停滞。
- **资金搬家**：2026 年初银行→券商资金约 40-45 万亿，目前约 82 万亿转写存疑，或为预托金总额口径，但**流入速度已停滞**。
- **券商风控收紧**：多家券商上调保证金比例——三星电子（股票）的融资保证金率由 20%上调至 30%（Kiwoom 等），**Meritz 上调至 60%**券商名转写存疑。
- **专家阶段判断**：去杠杆"仍在进行但已在放缓"；相对韩股总市值，30 万亿融资余额"占比很小"，倾向**软着陆、逐步企稳**，理由：卖正股买杠杆 ETF 的增量资金链路已断+监管收紧，尾盘（15:30）再平衡引发的巨震将缓解。

五、监管动向（重要增量信息）

- **不再批准新的单股杠杆 ETF 上市**——韩国资管公司新发产品基本无望。
- **杠杆 ETF 最低存款门槛：1,000 万→3,000 万韩元**。监管已通知券商准备系统，但**未明确生效时间与最终参数**；存量持仓是否豁免（grandfathering）亦无定论。
- 政策方向是持续收紧，直至散户实质上难以交易韩国单股杠杆 ETF。
- **管辖边界**：措施仅限韩国上市产品，**无法约束美国/香港上市的杠杆 ETF**——资金大概率外溢至 SOXL/TQQQ/SKUU 等境外产品（对 Toss 这类美股平台反而有利）。

www.futoucaixin.cn

- 关于"杠杆 ETF 与海力士正股的螺旋"：专家认为风险有限，因为该类 ETF 及期货的对手盘/成交主力是**机构和做市商而非散户**，对正股有扰动但非主导。

六、海力士 ADR

- **首日溢价约 13%+**（ADR 定价相对首尔上周五收盘，1 ADR=1/10 股），高于 TSMC ADR 通常约 10%的溢价水平。
- **溢价根源**：韩股→ADR 的**转换/结算机制尚未打通**——SK 海力士正与 KSD（预托结算院）协商压缩溢价的转换流程，但"is not fixed"。政府已认识到：通道不通→溢价持续→外资干脆撤出 KOSPI 去美国交易。
- **估值逻辑**：美光 P/E 约为海力士 2 倍，ADR 存在向美国存储同业**重估（re-rating）**的空间。
- **本土资金行为**：韩国散户已在**卖出首尔上市的海力士和 SK Square、把资金搬到美国直接买 ADR**，动机包括规避韩元汇率风险——对 KRX 是实质抽血。
- **机构维度**：NPS 等本土公募受国内配置口径与政治约束，**很难去美国市场买 ADR**，压力反而是继续在韩国本土持有/买入；若无此约束它们本可以买 ADR。
- **长期判断**：溢价不会长期维持在高位（但收敛依赖转换机制落地，无明确时间表）。

七、机构行为：NPS、本土机构与外资

- **NPS 再平衡被政治冻结**：按组合规则 NPS 需减持韩股（超配约 8%转写存疑），对应**每日约 5,000 亿韩元的应卖规模**；但政府施压下，理事长公开表态短期不卖，**实际每日仅卖出 1,000-2,000 亿**——对市场冲击被人为压低。长期方向仍是降低韩股占比，只是速度远慢于规则隐含水平。
- **本土机构下半年策略**：上半年 KOSPI 从约 4,000 涨至 8,000-9,000，共识是韩股继续上行空间有限，机构将在**下半年把配置从韩股移向美股**。
- **本土主动资金已在减半导体**：韩国的美股主动 ETF（KODEX active 等）已减持 Nvidia、AMD 等，转买**礼来等医疗保健、生物科技、股息/特许权收益（royalty income）类**标的以降低半导体 beta。
- **外资/对冲基金**：全球对冲基金同样在从半导体移向医疗保健等防御板块；韩国半导体自高点回落约 20%后，短期难回前高。**韩国 10 年期国债利率升至 4-4.5%**，股→债的再配置吸引力上升。
- 外资"连续净卖出但持股占比未明显下降"的表象，专家基本认可（卖出集中在部分权重股，被散户承接）。

www.futoucaixin.cn

八、存储周期与海力士 vs 三星

存储周期（专家个人观点）

- 历史规律：存储股价**先于** DRAM 现货价格见顶（市场预判涨价→扩产→peak-out，提前卖出）。
- 本轮不同点：①**LTA 长约**使定价可见度拉长至 3-5 年，周期性弱化；②Google、Amazon、Meta 等 **capex 指引持续增长至 2027 年**；③需求不止大厂——国家级主权数据中心、以及 Toss 这类金融科技公司自建 GPU/数据中心的"长尾需求"。
- **供给端**：美光先增供给（2027 年四季度体现），海力士 2028 年跟进。
- **结论**：DRAM 价格峰值约 **2027 年四季度**；**股价峰值提前至 2026 年底-2027 年一季度**；存储超级周期将显著长于以往的 2-3 年。（对海力士 CEO"缺货持续到 AGI 到来"的说法持保留态度，认为无人能精确判断。）

海力士 vs 三星

- Q2 海力士大涨包含**非理性成分**：杠杆资金偏好其"半导体纯度+高波动+DRAM 高盈利"，4-5 月杠杆 ETF 资金明显偏向海力士。
- 近期海力士自高点回落 20-25%，叙事转向三星：**HBM4 夺回份额+大厂（Google 等）代工订单从台积电分流传闻+代工业务 Q3 扭亏为盈预期**。
- 专家立场：三星近期跑赢是**交易性/估值修复**而非基本面反转；即便三星 HBM 份额不及预期，DDR5/LPDDR5 等传统产品涨价也能支撑其盈利。他同时认为此前"海力士市值逻辑压过三星"本身就不合理，属临时现象。

九、散户美股交易版图变化

- **特斯拉时代结束**：特斯拉（及其杠杆 ETF）曾常年占据 Toss 美股成交第一、第二位；2026 年以来**跌出前十**。
- **现在的成交主力**：美光、SanDisk 及 SOXL 类杠杆产品——韩国散户全面转向美国存储/半导体。
- **SpaceX IPO**：上市时曾登顶 Toss 平台单日成交（约 4 亿美元），现已跌出前十；特斯拉仅在 SpaceX 相关消息（利好其估值）时有零星放量。专家认为散户不会重新拥抱特斯拉，兴趣集中在半导体与大科技。

www.futoucaixin.cn

十、与公开数据的交叉验证与研究含义

专家口径	公开数据	含义
融资余额约 30 万亿（7/9 前后）	KOFIA 7/2 为 37.7 万亿	若属实，去杠杆速度远快于公开认知，**下行强平压力已部分释放**；需等 KOFIA 最新数据验证
预托金 140→100-110 万亿（-20%）	BOK 警示购买力集中消耗	弹药耗竭在先、行情靠存量杠杆维持
NPS 实际日卖 1,000-2,000 亿 vs 应卖 5,000 亿	NPS 理事长公开表态不减持	8,000 点附近有政治托底；**递延卖压是下半年隐性供给**
门槛 1,000 万→3,000 万韩元	媒体仅报道"研究上调"	增量信息：**幅度已内定为 3 倍**、券商已收到系统准备通知
ADR 溢价约 13%	—	低于市场部分传闻，套利通道未通前难收敛
DRAM 价格峰值 4Q27、股价峰值 2026 年底-1Q27	卖方分歧大	隐含**未来两个季度是存储股最后主升段**的判断

对投资的启示（整理者注）

1. **韩国杠杆对美股科技的传导渠道明确**：SOXL/TQQQ/美光/SanDisk 是韩国散户集中度最高的品种，若韩国去杠杆二次加速，这些标的的边际买盘将同步收缩。
2. **监管挤出效应利好境外杠杆产品**：韩国本土单股杠杆 ETF 被封杀后，资金将进一步流向美国上市产品（含海力士 ADR 的 SKUU/SKDD），韩国杠杆"出海"而非消失。
3. **海力士 ADR 溢价交易**：转换机制落地前溢价难套平；本土散户卖首尔本股买 ADR+机构被锁在本土=**首尔线相对承压、ADR 线有本土散户接力**的结构。
4. **政治托底与递延卖压并存**：NPS 被按住的每日约 3,000-4,000 亿卖压和 7/29 海力士新股 KRX 上市，是下半年韩股的两笔隐性供给。
5. **专家的时钟**：股价峰值 2026 年底-1Q27 → 当前回调在其框架内属周期中段休整，而非顶部——这一判断与"去杠杆已完成 20-25%"共同构成偏多的一线证据链，但需警惕其平台立场（业务受益于散户交易活跃）带来的乐观偏差。

纪要基于英文语音自动转写整理，数字以专家口述为准、个别处标注存疑；未经嘉宾本人审阅。

www.futoucaixin.cn