仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

谁在为美股加杠杆?

——美国杠杆 ETF 全景与“韩国式”去杠杆风险辨析

本文围绕美国杠杆 ETF 的产品结构、风险水位与资金行为，探讨美股科技行情背后的杠杆积累，以及重演“韩国式”集中去杠杆的可能性。我们认为，美国杠杆风险已处自身历史偏高水平，但相对市场体量、产品结构与流动性均与韩国存在差异，尚不宜简单类比。更值得关注的是，科技押注集中与近期逆势加仓，可能放大后续局部波动。

第一，规模持续扩张，近九成押注上涨。截至 2026 年 10 月 15 日，美国杠杆 ETF 总规模约 1761 亿美元，正向产品占比约 88%—89%，宽基、行业及个股产品形成约“5:3:2”的规模结构。产品覆盖由宽基向行业和个股延伸，对特定赛道及热门公司的影响日益突出。

第二，产品各异，科技押注殊途同归。宽基产品偏好纳斯达克 100，行业产品集中于半导体及科技成长，个股产品则扎堆 AI 产业链。不同标的共同暴露于 AI 景气及科技股风险偏好，一旦行情逆转，每日杠杆再平衡可能形成同向减仓需求，放大集中抛压。

第三，自身水位偏高，较之韩国极值有一定距离。截至 10 月 15 日，美国杠杆 ETF 规模占美股总市值的 0.21%，低于韩国当前的 0.47%；占美国 ETF 总规模的比重约 1.09%，已处近五年均值上方 2.25 倍标准差。美国个股杠杆产品占比更低、底层流动性更深，机构参与也更普遍，或有助于缓冲集中去杠杆冲击，但局部拥挤风险仍需关注。

第四，整体逆势布局，个股产品滞后追涨。年内整体杠杆 ETF 倾向于下跌时申购、上涨时兑现，主动申赎具有一定逆向调节作用；个股产品则呈现滞后数周至一个月的顺周期特征，可能在趋势形成后集中加仓、下跌持续后集中赎回，对科技股波动形成潜在放大。

近期逆势申购加速，短期承接抛压，但也推动杠杆重新累积。进入 10 月中旬，伴随科技股调整，单日净流入一度超过 30 亿美元，阶段性累计净申购升至约 60 亿美元。若后续市场继续下跌、资金转向集中赎回，累积的杠杆敞口可能叠加每日再平衡需求，可能进一步放大卖压。**往后看，建议重点关注相对规模、个股产品净申赎与调整中的资金承接，警惕主动赎回和被动再平衡形成共振。**

风险提示：美国通胀、美联储政策及美债利率走势超预期；AI 资本开支及科技企业盈利不及预期；杠杆 ETF 集中赎回与流动性收缩相互强化；地缘冲突及中美科技摩擦超预期升级；样本覆盖、统计口径及历史关系存在局限。

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

从出口链景气度，前瞻三季报机会	2026-10-11
AI 贡献多少业绩？非 AI 有何变化:2026 年 A 股中报深度分析	2026-09-03
产业周期框架：资本开支的潮起潮落	2026-09-02

仅供内部参考，请勿外传

目录索引

一、引子：美股新高后，去杠杆担忧隐现 4

二、美国杠杆 ETF 潮起：产品全景如何？ 5

（一）规模扩张：从低估翻倍，向两千亿美元迈进 5
（二）多空结构：近九成押注上涨 5
（三）标的迁移：从宽基出发，向行业与个股延伸 6

三、头部聚焦：产品各异，科技押注殊途同归 6

（一）宽基：纳指领跑，科技偏好鲜明 6
（二）行业：半导体独大，资金向头部集中 7
（三）个股：追逐 AI 高弹性，分散持仓暗含同向风险 7

四、水位已高：美股距离“韩国式”去杠杆有多远？ 8

（一）相对体量：自身已在高位，但尚距韩国峰值有距离 8
（二）市场渗透：在美仍属小众，但交易热度再升 10
（三）持有人结构：机构参与更深，冲击或有缓冲 12

五、杠杆资金进退分化：谁在抄底，谁在追涨？ 12

（一）整体申赎：逢跌布局、逢高兑现，资金呈逆向调节 12
（二）个股分化：申赎滞后顺周期，趋势交易或放大波动 13
（三）近期跟踪：日度逆势申购与阶段性净赎回并存 15

六、风险提示 16

仅供内部参考，请勿外传

图表索引

图 1：年初以来 KOSPI 指数与三星电子/SK 海力士股价走势....4
图 2：韩国的杠杆 ETF 较之峰值已大幅去化....4
图 3：2026 年美国杠杆 ETF 市场总规模接近 2000 亿美元....5
图 4：正向杠杆占总规模的接近九成....6
图 5：美国挂钩个股和行业的杠杆 ETF 规模迅速放大....6
图 6：纵向风险水位较高，相对美股市值规模接近历史均值+2 倍标准差....9
图 7：横向看，美股杠杆 ETF 的相对规模风险较之韩国杠杆去化起点仍距离较远....9
图 8：美国杠杆 ETF 规模占美股市值的内部拆分....10
图 9：韩国杠杆 ETF 规模占美股市值的内部拆分....10
图 10：6 月下旬调整起点，美国杠杆 ETF 的总规模占比超过历史均值以上 3 倍标准差....11
图 11：6 月下旬调整起点，韩国杠杆 ETF 的总规模占比超过历史均值以上 6 倍标准差....11
图 12：美国杠杆 ETF 的机构投资者占比显著超过韩国市场....12
图 13：今年以来，美国杠杆 ETF 总体上的累计净申赎和美股科技反向联动....13
图 14：个股杠杆 ETF 的申赎呈现滞后追逐纳指走势的规律....14
图 15：个股杠杆 ETF 的累计申赎或存重新加杠杆风险....14
图 16：9 月以来，美国杠杆 ETF 的日度申赎和指数走势整体呈现逆向....15
图 17：9 月以来，美国个股杠杆 ETF 的日度申赎和指数走势整体呈现逆向....15
图 18：整体申赎近期呈现双向小幅震荡....16

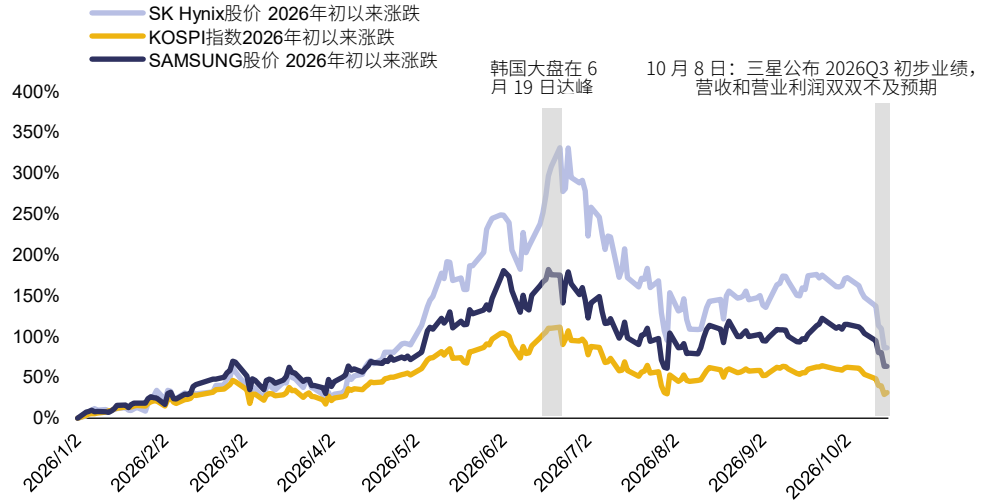
表 1：Nasdaq-100 指数是宽基杠杆产品锚定的主流....7
表 2：行业指数杠杆产品偏好半导体、科技成长和金矿开采....7
表 3：个股杠杆 ETF 的资金扎堆 AI 产业链....8

仅供内部参考，请勿外传

一、引子：美股新高后，去杠杆担忧隐现

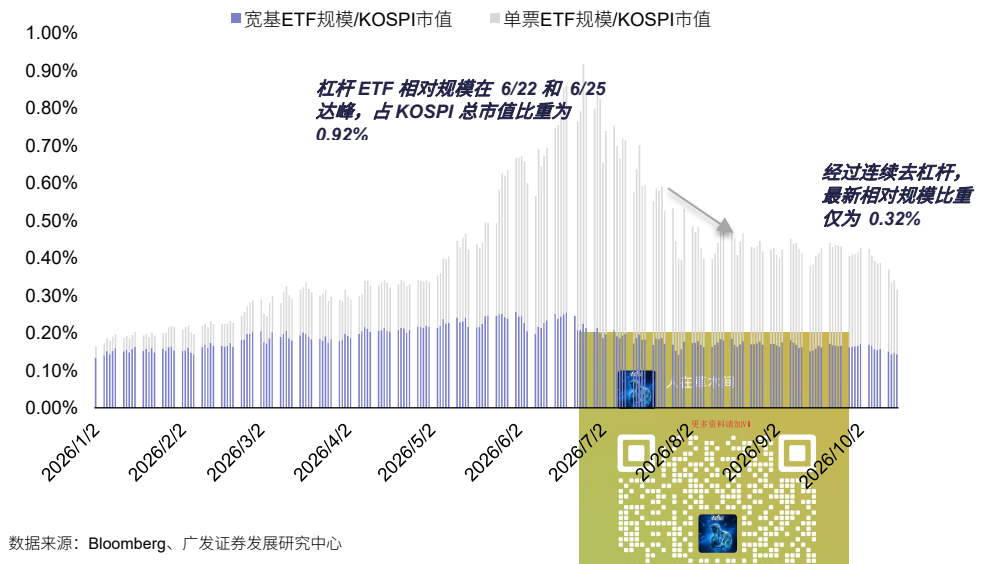
2026 年至今，全球股市中的两件事尤为显著：韩国 KOSPI 市场在去杠杆后崩塌，以及美股市场尤其科技不断续创新高，而这两者背后都有各自杠杆 ETF 推波助澜。韩国 KOSPI 指数在上半年累计上涨超过 100%，但在 6 月 19 日创下 9385.59 点历史新高后，六周内回撤近 30%。这背后的关键因素之一就在于三星和 SK 海力士在剧烈下挫后，挂钩这两只的韩国个股杠杆 ETF 导致了自循环的机械卖压和踩踏式下跌。

图 1：年初以来 KOSPI 指数与三星电子/SK 海力士股价走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：韩国的杠杆 ETF 较之峰值已大幅去化



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

而与此同时，我们观察到美股杠杆 ETF 的规模仍在迅速攀升，其总规模从年初的不到 1500 亿美元急速扩张至截至 10 月 15 日的 1761.48 亿美元。考虑到近期美股新高后已出现回调迹象，若类比韩国，美国杠杆 ETF 是否有随着下跌去化、进而对其科技市场施加卖压的风险？因而，我们探究 2 个核心问题：（1）美国的杠杆 ETF 产品的全景和结构如何？（2）美国版“韩国去杠杆”风险有多大？

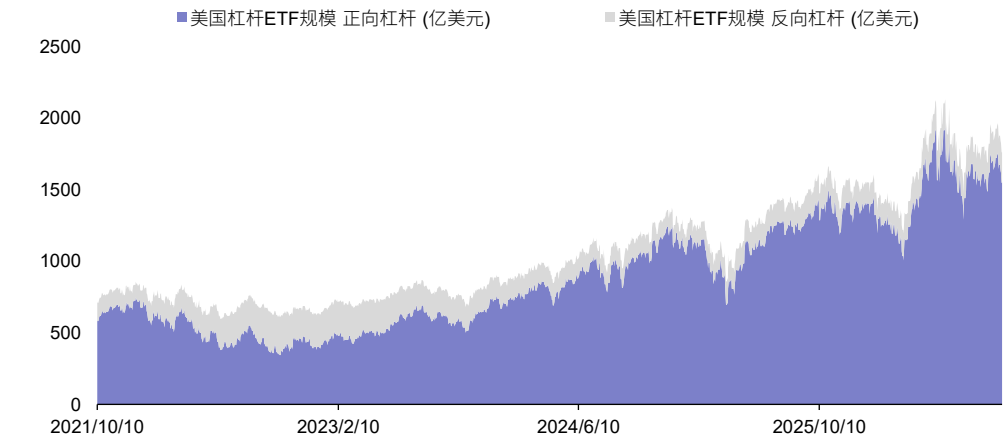
仅供内部参考，请勿外传

二、美国杠杆 ETF 潮起：产品全景如何？

（一）规模扩张：从低估翻倍，向两千亿美元迈进

近些年，美国杠杆 ETF 市场规模持续扩张，2023 年以来增长明显加速，2026 年总规模已接近 2,000 亿美元。

图 3：2026 年美国杠杆 ETF 市场总规模接近 2000 亿美元



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

从历史演进来看，美国杠杆 ETF 市场大致经历三个阶段：2021 年末至 2022 年，受美联储激进加息、美股持续调整及风险偏好回落影响，杠杆 ETF 总规模由约 800 亿美元降至 600 亿美元左右；2023 年至 2024 年，伴随美股进入新一轮上涨周期，尤其是 AI 产业浪潮推动纳斯达克等科技指数持续走强，杠杆 ETF 市场进入快速扩张阶段，总规模由约 600 亿美元增至 1,200 亿美元以上；2025 年以来，市场规模进一步攀升，2026 年一度突破 2,000 亿美元，随后受科技股波动影响有所回落，目前约为 1,900 亿美元，较 2022 年低点增长约两倍。

整体而言，美国杠杆 ETF 规模扩张主要由美股上涨带来的净值增长、投资者持续申购以及杠杆产品渗透率提升共同推动，其中科技成长类正向杠杆产品是主要增长来源。

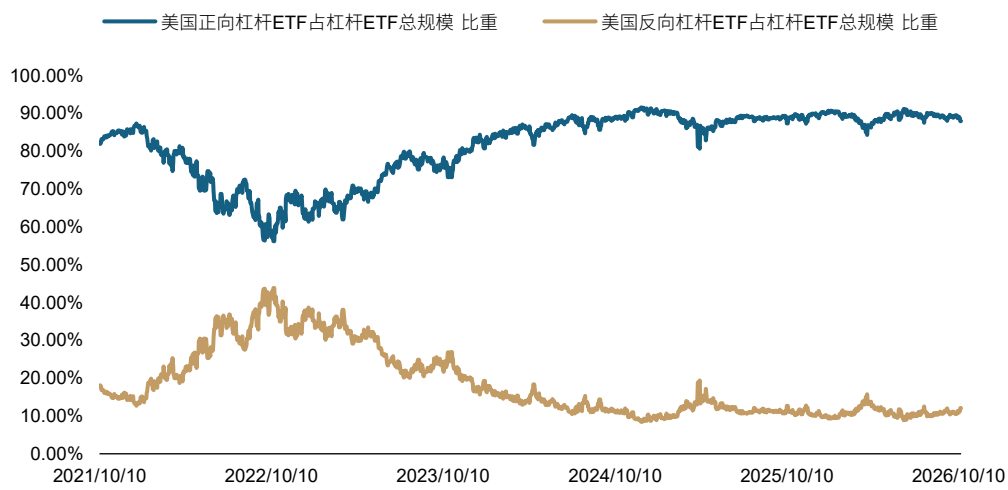
（二）多空结构：近九成押注上涨

从杠杆的正向反向结构来看，美国杠杆 ETF 市场已形成正向杠杆占绝对主导的格局，且这一趋势在过去三年持续强化。截至 2026 年 10 月 15 日，正向杠杆 ETF 规模约 1,600 亿美元，占杠杆 ETF 总规模的 88%—89%，反向杠杆 ETF 规模约 200 亿美元，占比约 11%—12%。回顾历史，2021 年末正向杠杆产品占比约 83%，2022 年美股熊市期间一度降至不足 60%，反向杠杆占比则由约 15%升至 40%以上，反映市场下跌过程中正向产品净值缩水、投资者增加做空及对冲需求。随着 2023 年美股重回上涨趋势，反向杠杆产品持续受到净值损耗及资金流出影响，正向杠杆占比迅速回升，并于 2024 年升至 85%以上。2025 年以来，尽管市场波动阶段性推升反向产品需求，但正向杠杆占比基本稳定在 85%—90%的高位。

这一结构变化意味着，美国杠杆 ETF 市场对股市上涨的风险敞口日益集中，当科技股出现快速调整时，正向杠杆产品的日度再平衡可能形成集中减仓需求，放大短期市场波动。

仅供内部参考，请勿外传

图 4：正向杠杆占总规模的接近九成

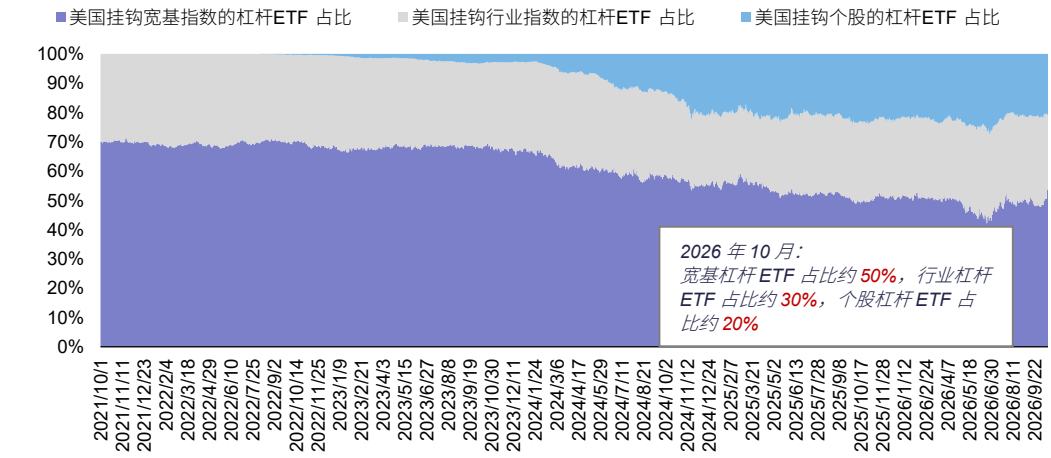


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

（三）标的迁移：从宽基出发，向行业与个股延伸

美国杠杆 ETF 的增长动力逐步由宽基指数向行业及个股扩散，2025 年以来形成了相对稳定的“5:3:2”格局。2021—2022 年，宽基指数杠杆 ETF 占据主导，占比约 70%。2022 年 7 月 14 日，美国首批单一个股杠杆及反向 ETF 正式上市，推动产品覆盖范围由指数延伸至个股，但初期规模较小。2023 年以来，AI 行情推动半导体等行业杠杆 ETF 持续扩容；2024 年，英伟达、特斯拉等热门个股交易活跃，带动个股杠杆 ETF 快速增长，占比由 2023 年不足 5%升至 2024 年末约 20%。**至 2025 年初，宽基、行业和个股杠杆 ETF 已基本形成 50%、30%、20%的规模结构，此后虽随行情波动有所调整，但整体格局延续至今。**

图 5：美国挂钩个股和行业的杠杆 ETF 规模迅速放大



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

三、头部聚焦：产品各异，科技押注殊途同归

（一）宽基：纳指领跑，科技偏好鲜明

仅供内部参考，请勿外传

表 1：Nasdaq-100 指数是宽基杠杆产品锚定的主流

美国市场挂钩宽基指数的杠杆ETF （AUM 前5）								
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	资产规模（单位：百万美元）
Nasdaq-100	ProShares三倍做多QQQ指数ETF	TQQQ	ProShares	ETF	+3x	合成型/掉期或互换型	2010-02-11	39,586.0
Nasdaq-100	ProShares两倍做多纳斯达克	QLD	ProShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2006-06-21	15,552.8
S&P 500	ProShares Ultra标普500	SSO	ProShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2006-06-21	9,100.7
S&P 500	Direxion每日标普500 3倍做多ETF	SPXL	Direxion	ETF	+3x	合成型/掉期或互换型	2008-11-05	7,251.4
S&P 500	ProShares UltraPro标普500	UPRO	ProShares	ETF	+3x	合成型/掉期或互换型	2009-06-25	5,667.6
Nasdaq-100	ProShares UltraPro做空QQQ	SQQQ	ProShares	ETF	-3x	合成型/掉期或互换型	2010-02-11	2,079.7

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

美国宽基杠杆 ETF 同样呈现鲜明的科技偏好，纳斯达克 100 的吸金能力远超标普 500。从头部产品来看，规模排名前二的都以纳指作为做多标的。**与此同时，3 倍做空纳斯达克 100 的 SQQQ 规模约 21 亿美元，表明科技股上涨行情中也存在一定的逆向押注与对冲需求，但与正向产品相比仍相形见绌。**

（二）行业：半导体独大，资金向头部集中

表 2：行业指数杠杆产品偏好半导体、科技成长和金矿开采

美国市场挂钩行业指数的杠杆ETF （AUM 前10）								
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	资产规模（单位：百万美元）
纽约证券交易所半导体指数	Direxion每日半导体3倍做多ETF	SOXL	Direxion	ETF	+3x	合成型/掉期或互换型	2010-03-11	21,902.1
标普科技精选行业指数	Direxion每日科技3倍做多ETF	TECL	Direxion	ETF	+3x	合成型/掉期或互换型	2008-12-17	6,750.7
Solactive FANG创新指数	MicroSectors FANG & Innovation 3X Leveraged ETN	BULZ	BMO	ETN	+3x	合成型/掉期或互换型	2021-08-18	3,677.4
道琼斯美国半导体指数	ProShares Ultra半导体	USD	ProShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2007-02-01	2,905.7
纽约证券交易所FANG+指数	MicroSectors FANG+ 3X Leveraged ETN	FNGU	BMO	ETN	+3x	合成型/掉期或互换型	2025-02-20	2,877.8
纽约证券交易所半导体指数	Direxion每日半导体3倍做空ETF	SOXS	Direxion	ETF	-3x	合成型/掉期或互换型	2010-03-11	2,157.3
标普金融精选行业指数	Direxion每日金融3倍做多ETF	FAS	Direxion	ETF	+3x	合成型/掉期或互换型	2008-11-06	2,004.2
标普科技精选行业指数	ProShares两倍做多科技板块	ROM	ProShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2007-02-01	1,425.7
MarketVector全球金矿股指数	Direxion每日金矿开采商指数2倍做多ETF	NUGT	Direxion	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2010-12-08	975.8
S-Network MicroSectors金矿股指数	MicroSectors Gold Miners 3X Leveraged ETN	GDXU	BMO	ETN	+3x	期货型	2020-12-03	900.1

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

美国行业杠杆 ETF 的资金分布高度集中，半导体、科技成长及金矿开采构成主要押注方向，其中半导体尤为突出。从规模前十的产品来看，半导体、科技及 FANG 相关产品占据八席。其中，3 倍做多半导体指数的 SOXL 规模高达 219 亿美元，超过排名第二的科技行业杠杆 ETF（TECL，约 68 亿美元）的 3 倍，呈现明显的头部集聚效应。

（三）个股：追逐 AI 高弹性，分散持仓暗含同向风险

仅供内部参考，请勿外传

表 3：个股杠杆 ETF 的资金扎堆 AI 产业链

美国市场挂钩个股的杠杆ETF （所有AUM超过500 million USD）								
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	资产规模（单位：百万美元）
美光科技	Direxion Daily MU Bull 2X ETF	MUU	Direxion	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2024-10-10	4,183.5
特斯拉	Direxion Daily TSLA Bull 2X ETF	TSLL	Direxion	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2022-08-09	3,907.0
英伟达	GraniteShares 2x Long NVDA Daily ETF	NVDL	GraniteShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2022-12-13	3,528.2
闪迪	Tradr 2X SNDK Long Daily ETF	SNXX	Tradr	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2026-01-27	1,652.6
超威半导体	Graniteshares 2x Long AMD Daily ETF	AMDL	GraniteShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2024-03-08	1,313.7
谷歌	Direxion Daily GOOGL Bull 2X ETF	GGLL	Direxion	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2022-09-07	1,136.5
微策略	T-Rex 2X Long MSTR Daily Target ETF	MSTU	REX Shares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2024-09-18	787.0
Coinbase	GraniteShares 2x Long COIN Daily ETF	CONL	GraniteShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2022-08-09	720.1
美光科技	GraniteShares 2x Long MU Daily ETF	MULL	GraniteShares	ETF	+2x	合成型/掉期或互换型	2024-11-12	613.8

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

美国个股杠杆 ETF 虽然整体占比不高，但资金高度扎堆 AI 产业链及硬科技，结构性风险不容忽视。从规模最大的几只产品来看，挂钩美光、英伟达、闪迪、AMD 及谷歌等 AI 产业链公司的杠杆 ETF 占据主导，特斯拉则代表新能源汽车方向，Coinbase 和微策略对应加密资产交易。尤其值得注意的是，2 倍做多闪迪的 SN 于 2026 年 1 月才上市，短短数月规模便跃居美国个股杠杆 ETF 第四位，折射出投资者对 AI 存储行情的追涨热情。**所以，美国个股杠杆 ETF 虽然占杠杆 ETF 市场的比重仅约 20%，远低于韩国的近 50%，但其资金押注高度集中于少数高弹性科技赛道。**

总的来说，由于这些标的往往受到相同的 AI 产业景气和科技股风险偏好驱动，一旦行情逆转，不同产品可能同步触发再平衡减仓，使看似分散于不同股票的杠杆资金形成同向抛压，放大科技板块的局部踩踏风险。

四、水位已高：美股距离“韩国式”去杠杆有多远？

相比于绝对规模，杠杆 ETF 产品在市场中占据的相对规模比重更能反映目前加杠杆的程度与潜在风险水平。

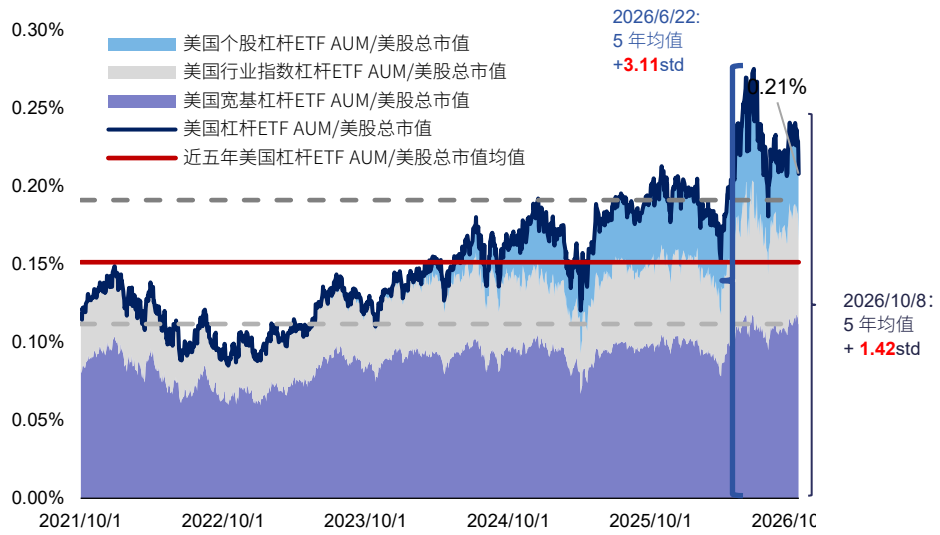
样本选取角度，在这一部分，我们按照目前美国杠杆 ETF 中各类（挂钩宽基/行业指数/个股）AUM 分别覆盖该类规模约 90%的标准筛选，共纳入 153 只在美国交易所上市的产品，来达到可以持续跟踪的目的。其中，宽基类 11 只、行业及主题类 19 只、个股类 123 只，分别覆盖对应类别总规模的 90.16%、90.11%和 90.04%，从而覆盖了主要资金规模，能够较好反映美国上市杠杆产品的整体特征。

（一）相对体量：自身已在高位，但尚距韩国峰值有距离

在杠杆产品的相对体量上，美国杠杆 ETF 风险积累已处历史高位，但距离触发韩国式集中去杠杆仍有一定空间。截至 2026 年 10 月 15 日，美国杠杆 ETF 规模占美股总市值的 0.21%，不足韩国（0.47%）的一半；但从历史分位来看，两者分别处于近五年均值上方 1.42 倍和 1.20 倍标准差，均已明显偏高。回顾 6 月下旬韩国去杠杆行情，该比值曾飙升至均值上方 5.30 倍标准差，随后由 1.14%的峰值回落至 0.47%；同期美国最高为 3.11 倍标准差。**可见，美国杠杆风险虽已积累，但尚未逼近韩国此前的极端水平，若再度突破均值上方 3 倍标准差，则需提高警惕。**

仅供内部参考，请勿外传

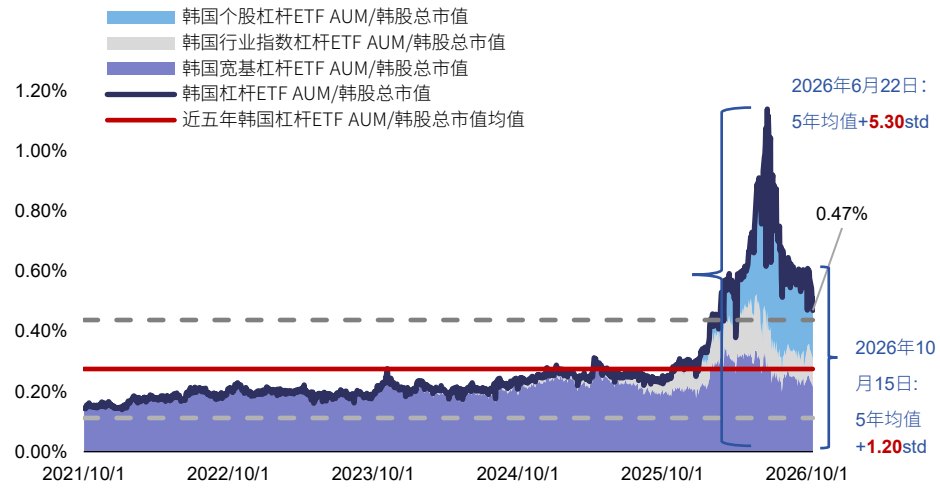
图 6：纵向风险水位较高，相对美股市值规模接近历史均值+2 倍标准差



注：美国第一只杠杆式单只股票ETF于2022年7月14日正式上市

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 7：横向看，美股杠杆 ETF 的相对规模风险较之韩国杠杆去化起点仍距离较远

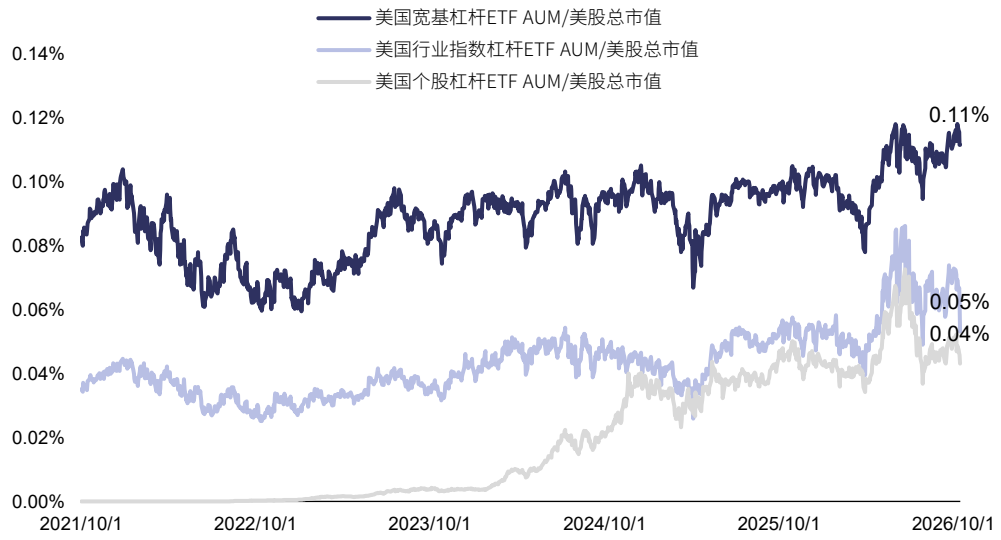


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

另外相较韩国，如果发生杠杆去化，美国杠杆 ETF 的潜在冲击或许更为可控。美国杠杆 ETF 相对市值体量仅为韩国的四成，美股流动性更深，且个股杠杆产品占比更低（美国约 20%，韩国近 50%），一定程度上缓和了集中去杠杆的冲击。

仅供内部参考，请勿外传

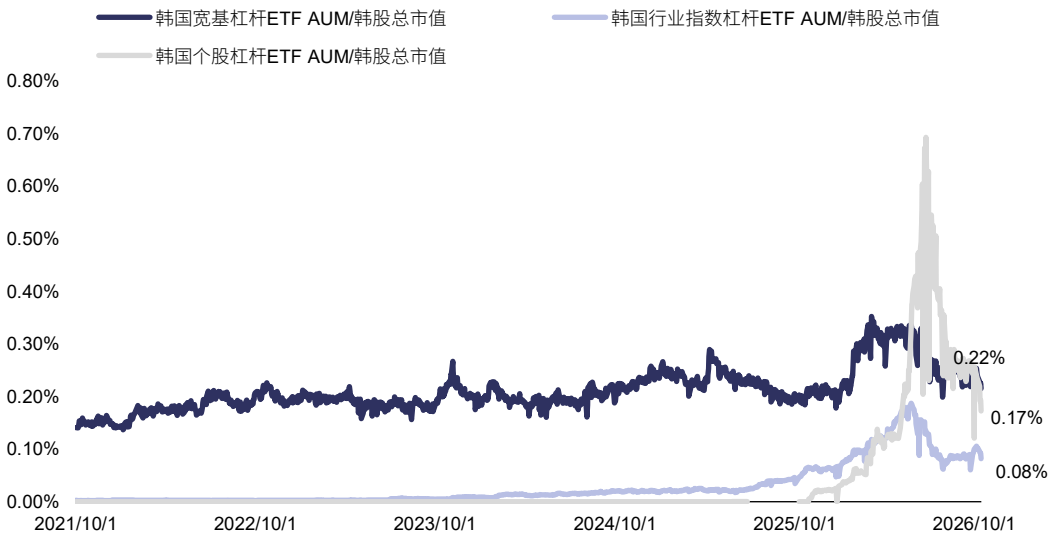
图 8：美国杠杆 ETF 规模占美股市值的内部拆分



注：美国第一只杠杆式单只股票ETF于2022年7月14日正式上市

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 9：韩国杠杆 ETF 规模占美股市值的内部拆分



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

与此同时，从美国历史走势来看，杠杆 ETF 相对市值比重自阶段高点回落约 30%后，往往逐步企稳并开启新一轮积累，反映杠杆交易需求始终具有一定韧性。

（二）市场渗透：在美仍属小众，但交易热度再升

从杠杆 ETF 的市场渗透率来看，用(杠杆 ETF 总规模/所有 ETF 产品总规模)来表征，当下美国投机交易的拥挤程度远低于韩国、但对于自身位于历史偏高。具体而言，截至 2026 年 10 月 15 日，横向较之他国，韩国杠杆 ETF 规模占本国 ETF 总规模的 4.97%，而美国仅为 1.09%左右，不足韩国的 1/4，表明杠杆产品在美国 ETF 市场中仍属小众，投资者通过 ETF 进行高杠杆方向性押注的倾向相对有限。不过，纵向对比自身，美国

仅供内部参考，请勿外传

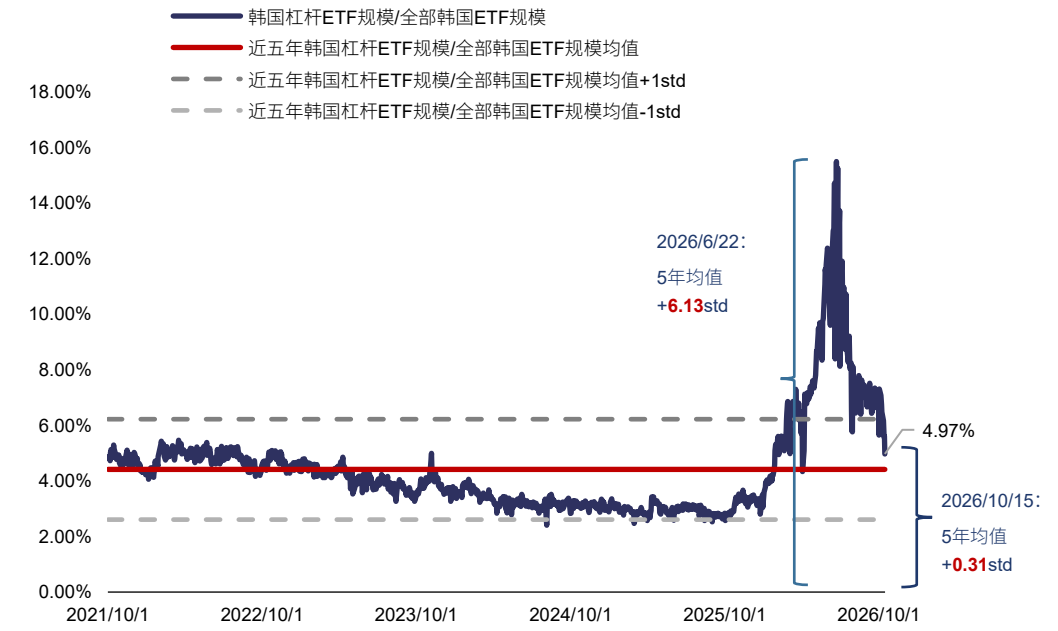
这一比重已升至近五年均值上方 2.25 倍标准差，韩国在近期连续下跌后仅为 0.31 倍，美国在纵向上处于历史更高水平。

图 10：6 月下旬调整起点，美国杠杆 ETF 的总规模占比超过历史均值以上 3 倍标准差



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 11：6 月下旬调整起点，韩国杠杆 ETF 的总规模占比超过历史均值以上 6 倍标准差



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

经历 7 月末市场调整、杠杆 ETF 规模收缩后，美国该指标一度回落至均值上方约 1 倍标准差，但 8 月以来再度攀升，显示杠杆交易需求正在回暖。**考虑到 6 月 22 日美国该指标曾触及均值上方 3.17 倍标准差，随后出现明显回调，若后续重新突破+3σ，需警惕杠杆交易由温和扩张转向过度拥挤，进而放大市场调整时的去杠杆**

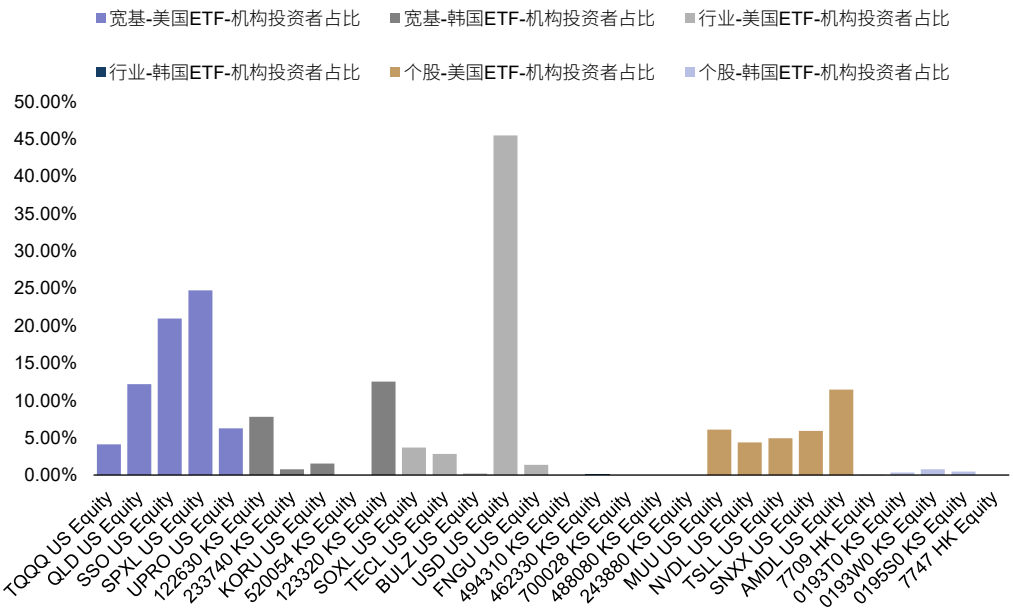
仅供内部参考，请勿外传

压力。

（三）持有人结构：机构参与更深，冲击或有缓冲

最后，从投资者结构来看，美国杠杆 ETF 的机构持仓更为普遍。从主要产品的机构持仓比例来看，无论宽基、行业还是个股杠杆 ETF，美国整体均高于韩国，反映机构及专业投资顾问在产品持有和资产配置中的参与程度更高。**相较韩国，美国机构参与渠道更广、底层市场流动性更深，“追涨杀跌”的烈度不会那么强，或有助于缓和集中去杠杆的冲击。**

图 12：美国杠杆 ETF 的机构投资者占比显著超过韩国市场



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

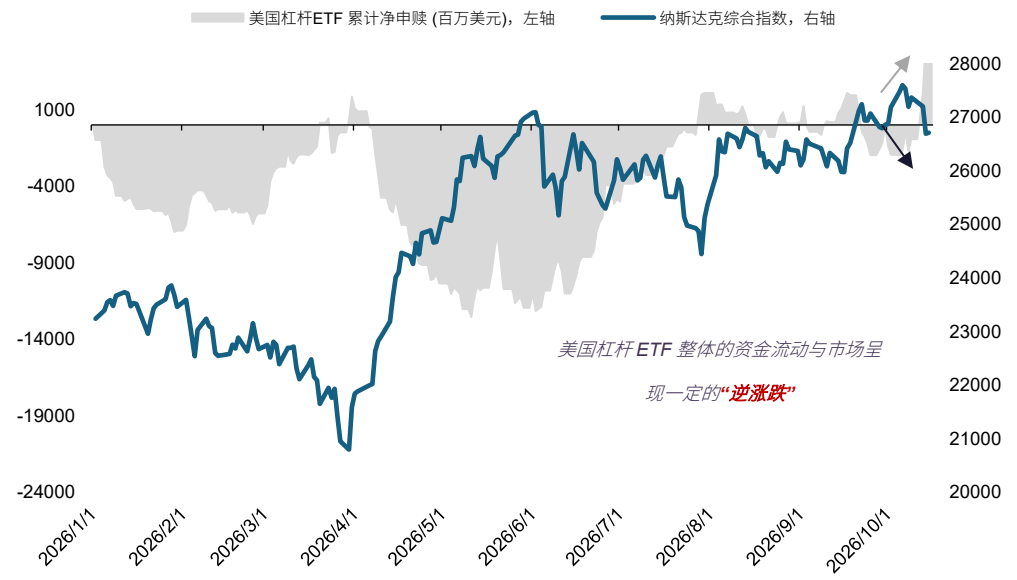
五、杠杆资金进退分化：谁在抄底，谁在追涨？

（一）整体申赎：逢跌布局、逢高兑现，资金呈逆向调节

美股杠杆 ETF 内部资金申赎行为呈现明显分化，逆势布局与顺势追涨并存，对行情波动形成差异化影响。首先，美国杠杆 ETF 整体呈现较强的“逆涨跌”属性，即资金倾向于在市场上涨时获利赎回、下跌时逆势申购，进而对市场波动或形成一定的逆向对冲。

仅供内部参考，请勿外传

图 13：今年以来，美国杠杆 ETF 总体上的累计净申赎和美股科技反向联动



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

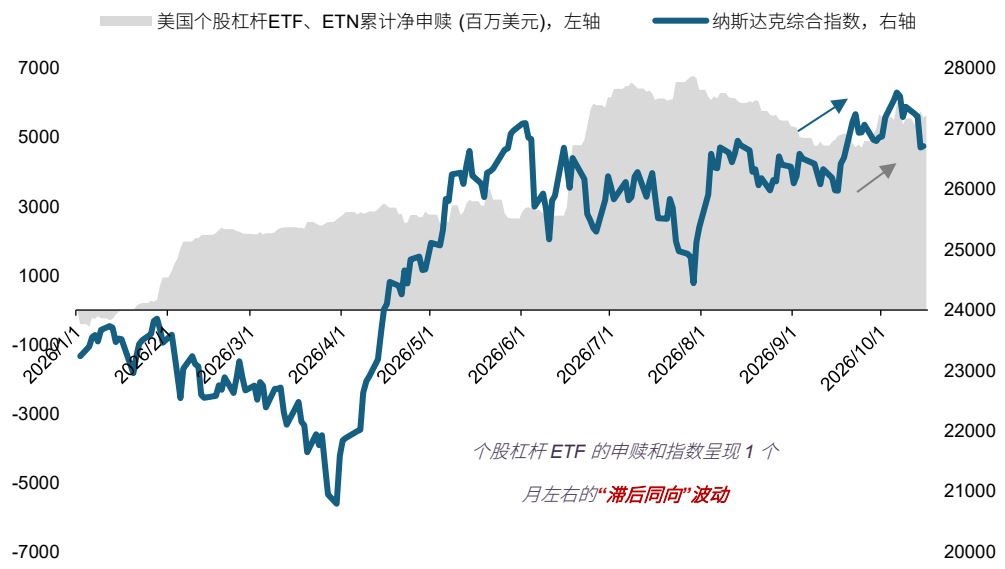
从年初至今的资金流向看，1 月纳指整体高位震荡、小幅上涨，杠杆 ETF 累计净赎回迅速扩大；2—3 月，随着市场对 AI 资本开支回报的担忧升温，叠加美伊冲突升级、油价上涨引发通胀及利率担忧，纳指持续回调，杠杆 ETF 反而迎来集中净申购，基本抹平年初净赎回；4—5 月，美伊阶段性停火推动油价回落、风险偏好修复，纳指快速反弹，杠杆 ETF 再度出现大规模净赎回；6—7 月，随着美股科技冲高后震荡回落，AI 投资回报担忧及美联储偏鹰预期压制市场表现，杠杆资金重新回流；8 月以来，纳指在 AI 行情延续与美债利率上行之间反复震荡，杠杆 ETF 申赎也随之双向波动，截至目前较年初仍维持小幅累计净申购。**因此，杠杆 ETF 资金整体更倾向于逆势布局与逢高兑现，其主动申赎行为具有一定的逆周期特征。**

（二）个股分化：申赎滞后顺周期，趋势交易或放大波动

相比之下，挂钩个股的美国杠杆 ETF 则呈现一定的"滞后顺周期"属性，即资金往往在股价下跌一段时间后才开始赎回、上涨一段时间后才集中申购，对科技股波动形成潜在的放大效应。具体而言，3 月美伊冲突冲击下纳指大幅回调，但个股杠杆 ETF 直至 4 月才出现小幅净赎回；而 4 月纳指反转上涨后，个股杠杆 ETF 自 5 月起明显加速净申购，累计净流入在 7 月达到高位。资金行为相对市场走势呈现数周至一个月左右的滞后。

仅供内部参考，请勿外传

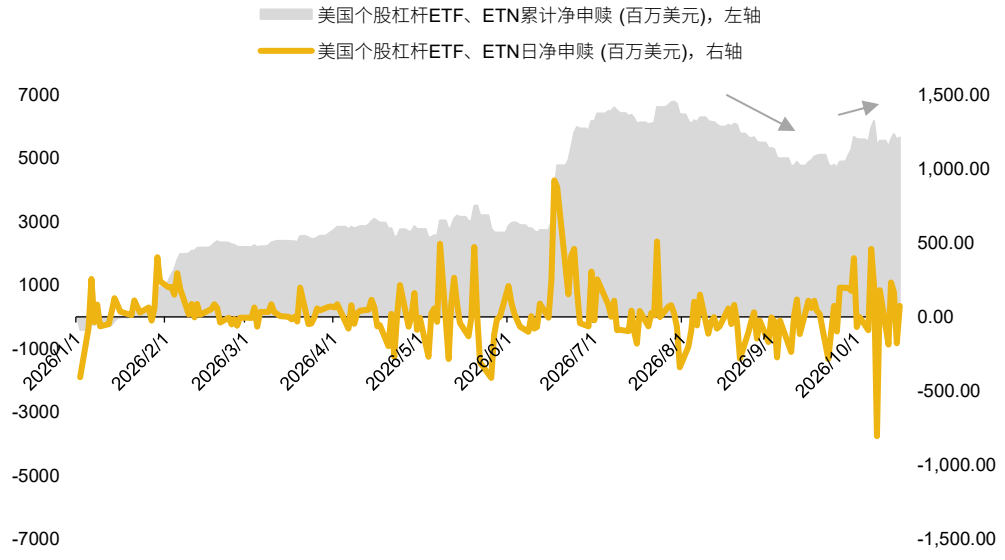
图 14：个股杠杆 ETF 的申赎呈现滞后追逐纳指走势的规律



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

进入 8—9 月，随着科技股高位震荡，个股杠杆 ETF 累计净申购有所回落；9 月中旬以来纳指重新走强，资金流出趋势逐渐放缓，后续需警惕资金重新集中流入、杠杆敞口再度累积带来的波动放大风险。

图 15：个股杠杆 ETF 的累计申赎或存重新加杠杆风险



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

两者差别的背后主因或源于两类产品结构区别带来的交易目的差别。指数杠杆 ETF 更适合交易整个市场的阶段性反弹和超跌，而个股杠杆 ETF 更集中于个股主题和趋势交易，更倾向于在股票的上涨逻辑得到验证、趋势形成后再陆续增加仓位。

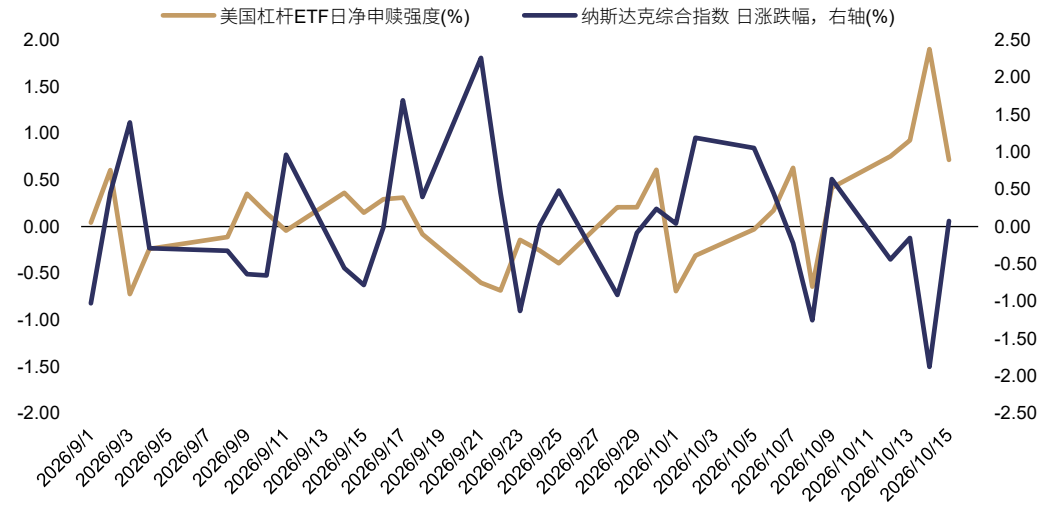
总体而言，美国杠杆 ETF 整体的主动申赎行为具有一定逆向调节作用，但内部存在明显分化，其中个股杠杆 ETF 的追涨杀跌倾向更强，叠加每日杠杆再平衡机制，可能成为后续美股科技局部波动放大的重要来源。

仅供内部参考，请勿外传

（三）近期跟踪：日度逆势申购与阶段性净赎回并存

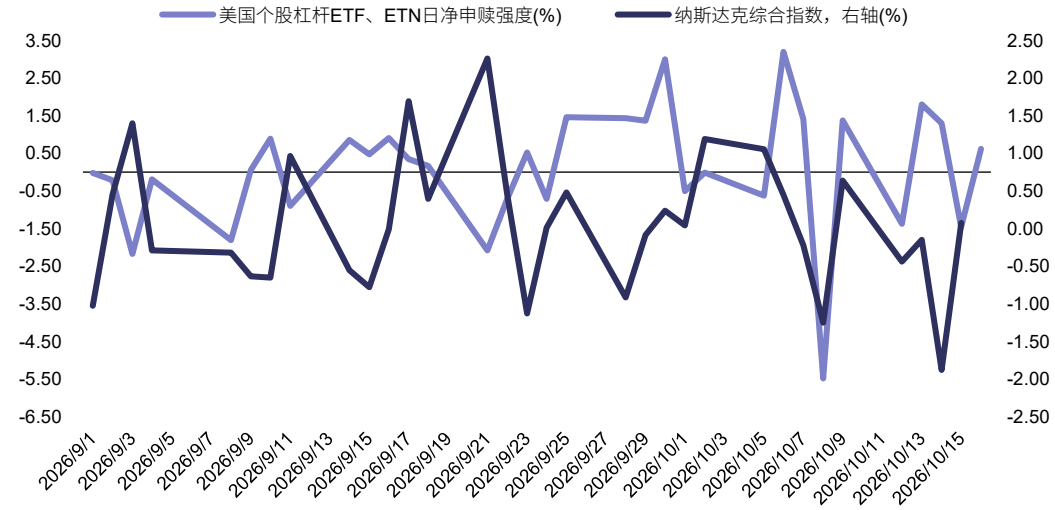
1.增量逆势：逢跌申购，逢涨兑现

图 16：9 月以来，美国杠杆 ETF 的日度申赎和指数走势整体呈现逆向



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 17：9 月以来，美国个股杠杆 ETF 的日度申赎和指数走势整体呈现逆向



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

近期，无论美国杠杆 ETF 整体或挂钩个股的杠杆 ETF 类别均未呈现明显的追涨杀跌特征，逢跌申购、逢涨兑现的逆向交易反而有助于缓和市场波动。观察 9 月以来杠杆 ETF 的日度净申赎强度与纳斯达克指数涨跌，两者总体呈反向波动：科技股下跌时，资金倾向于逆势申购；行情上涨时，则更多选择获利兑现。**这表明美国杠杆 ETF 投资者并未形成明显的单边追涨行为，逆向资金流入在一定程度上能够承接调整压力。**

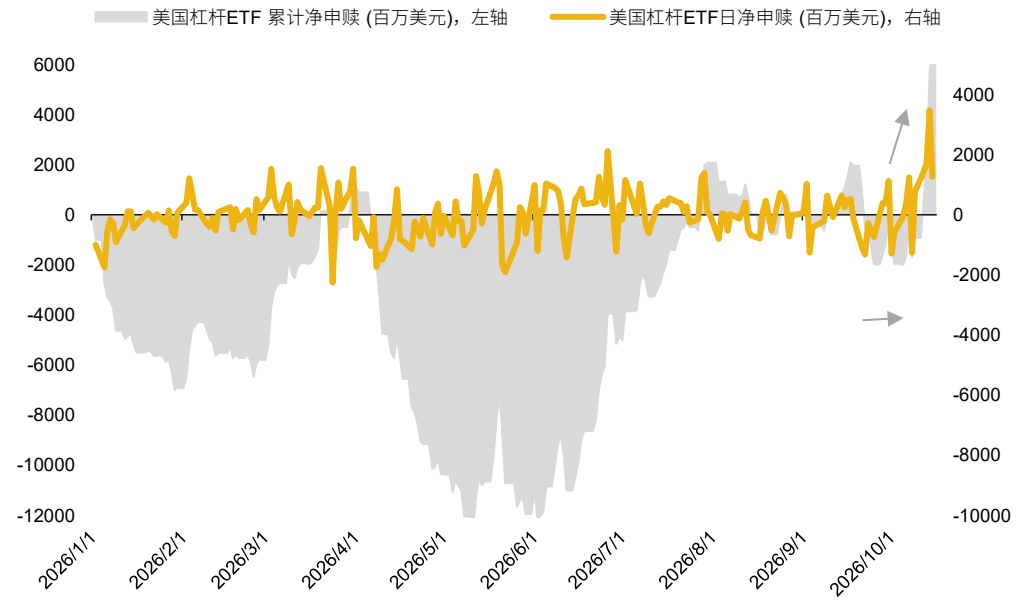
2.存量杠杆逆势累积：短期承接抛压，后续去杠杆风险抬升

美国杠杆 ETF 近期由小幅净赎回转向集中净申购，体现出较强的逆势加仓特征，短期有助于缓和市场抛压，

仅供内部参考，请勿外传

但也推动存量杠杆重新累积。8—9 月，杠杆 ETF 累计净申赎整体围绕零值附近震荡，日度资金双向流动频繁。但进入 10 月中旬，伴随美股科技持续调整，杠杆 ETF 反而迎来集中净申购，单日净流入一度超过 30 亿美元，推动累计净申购迅速攀升至约 60 亿美元，反映资金逢低布局意愿明显增强。

图 18：整体申赎近期呈现双向小幅震荡



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

整体来看，美国杠杆 ETF 呈现“逆势资金集中流入、存量杠杆重新累积”的特征，短期对市场形成一定的逆向承接，但若后续美股继续下跌、资金由申购转向集中赎回，累积的杠杆敞口仍可能转化为更大的被动去杠杆抛压。

六、风险提示

美国通胀、美联储政策及美债利率走势超预期；

AI 资本开支及科技企业盈利不及预期；

杠杆 ETF 集中赎回与流动性收缩相互强化；

地缘冲突及中美科技摩擦超预期升级；

样本覆盖、统计口径及历史关系存在局限。

仅供内部参考，请勿外传

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。

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。

周慧钰 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

刘力行 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

马文芳 ：（上海）研究员，南开大学硕士。

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。