

宏观点评报告

2026 年 08 月 05 日



半导体景气支撑增长，估值是 20 余年低位

——韩国经济与股市点评

投资要点：

证券分析师

卢仁扬
SAC: S1350525120002
luren yang@huayuanstock.com
孙苏雨
SAC: S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com
张雪娇
SAC: S1350526020001
zhangxuejiao@huayuanstock.com

联系人

- **韩国经济基本面强劲。**2026H1 实际 GDP 同比+3.8%创 2021H2 以来最高。半导体驱动 6 月单月出口首破千亿美元，达 1022.5 亿美元、年初累计至 7/20 贸易顺差 1499.1 亿美元为去年同期 5.4 倍，2026Q2 实际 GDI 同比+15.6%为 38 年来最高，韩国财政部已上调全年 GDP 预测至 3.0%。
- **货币政策转鹰与财政扩张扰动估值。**BOK 加息 25bp 至 2.75%重启加息周期，下半年或再加息 1-2 次至 3.0%以上；与之并行，韩国财政部财政支出预算 2027 年超 800 万亿韩元创纪录，并计划重点投向芯片、人工智能数据中心和实体 AI 领域。综合来看，流动性收紧、国债供给放量、收益率上行和韩元缺乏趋势性反弹基础，三重因素最终拖累 KOSPI 修复。但财政端对三大超级项目的精准滴灌，又推动韩国经济向好。KOSPI 短期内或仍将延续震荡消化估值的走势，中长期或能维持震荡上行趋势。
- **估值已步入 20 多年低位。**截至 2026 年 7 月 30 日，KOSPI 自 6/22 高点 9114.55 跌超 38%进入技术性熊市，权重股三星、SK 海力士较高点跌 42.9%、54.7%与韩国半导体基本面显著背离，本轮回调或源于全球半导体股集体回调、杠杆 ETF 放大与外资获利了结。当前远期市盈率仅为 5 倍左右，已是 20 余年低位。
- **整体维持短期调整、中长期看好的判断。**6000-7000 区间或是中长线合理布局区间——经济基本面强劲、三星、SK 海力士二季度财报整体较好、KOSPI 指数远期市盈率已至 20 多年来低位、MSCI 纳入预期（2027/6 或进入观察名单）与 BOK 加息到顶后的利差收窄、外资回流共振，构成多重支撑。
- **风险提示：半导体周期见顶风险；通胀持续高位与货币政策紧缩风险；外资流出与韩元贬值风险。**

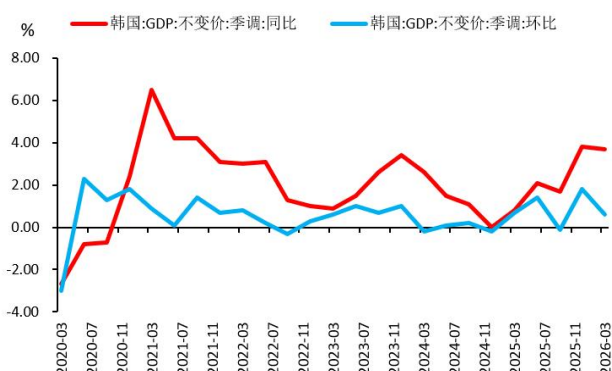
1. 基本面：半导体景气主导，韩国二季度 GDP 超预期

韩国央行(BOK)7/23 公布的二季度 GDP 数据大幅超出市场预期：实际 GDP 环比+0.6% (BOK5 月仅预测+0.2%)、同比+3.7%，一季度同比+3.8%；2026 上半年 GDP 同比+3.8%，为 2021 年下半年 (+4.5%) 以来的最高半年增长率。韩国财政部 7/14 已将 2026 年 GDP 预测一次性上调至 3.0% (高于 BOK5 月预测的 2.6%)，BOK 表示可能在 8 月发布的经济展望修正中上调全年增长预估。分项环比看，二季度出口+1.4%、进口环比+0.8%、私人消费+0.4%、设施投资+0.2%、政府支出+0.2%、建筑投资-0.2%，净出口对二季度 GDP 增长贡献 0.3pct，出口仍是二季度 GDP 显著拉动项。

半导体出口是本轮韩国经济最强动能。6 月出口总额 1022.5 亿美元、同比+70.9%，首次突破千亿美元大关 (单月规模创历史新高)；其中 6 月半导体出口 449.5 亿美元、同比+196.9% (单月首破 400 亿)。7 月前 20 日出口延续强势——549.3 亿美元、同比+52.3%，半导体出口 221.1 亿美元、同比+180.6% (占总出口 40.3%，去年同期仅 21.9%)。年初累计至 7/20 韩国贸易顺差 1499.1 亿美元，是去年同期 278.7 亿美元的 5.4 倍。当前半导体景气有望延续，且占出口比重维持 40%以上，或是韩国 GDP 全年实现+3%的核心支撑。

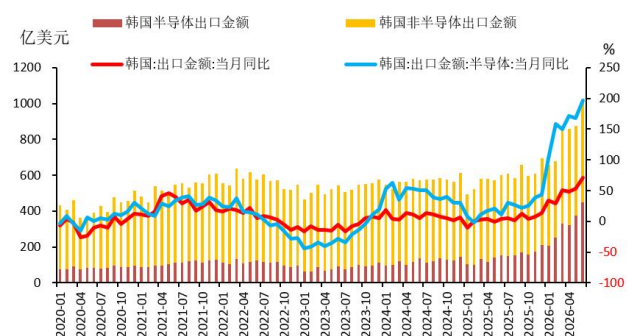
2026Q2 实际 GDI (国内总收入) 同比+15.6%——这是 1988Q1 (+16.4%) 以来 38 年的最高水平。GDI 和 GDP 同比增速缺口再次大幅扩大达 11.9pct (一季度为 9.4pct) 创历史新高，反映贸易条件显著改善：半导体景气主导的出口价格上涨幅度远超进口价格。综合来看，当前韩国经济的基本面整体向好，全年 3%的增长目标或可实现。

图表 1：二季度 GDP 增速超预期



资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 2：半导体景气带动出口高增



资料来源：iFind, 华源证券研究所

2. 风险与扰动：央行转鹰，财政扩张

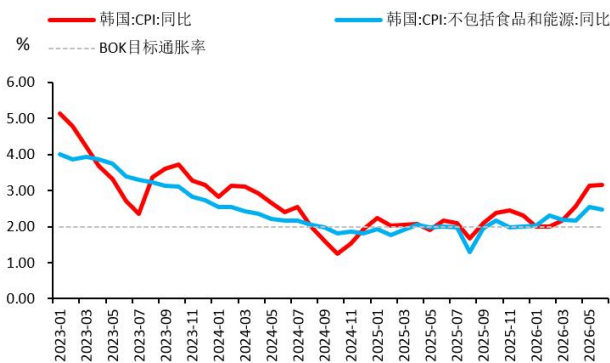
2.1. CPI 与 PPI 双高推动 BOK 加息

通胀全面走高，CPI 与 PPI 双升。6 月 CPI 同比+3.16%（5 月+3.14%），连续两月超 3%，创 2023 年 12 月以来新高，远超 BOK 2%的目标。核心 CPI（剔食品能源）同比+2.48%，略有下降。分行业看，交通是推动 CPI 上涨的主要动力，对 CPI 的贡献为 1.2pct，其次是餐厅和酒店贡献 0.41pct；分商品看，能源类对 CPI 的贡献为 1.19pct，服务(不包括房屋估算租金的住房)对 CPI 的贡献为 1.24pct。本轮通胀或是输入性而非基础通胀恶化。

工业 PPI 环比转负或是 PPI 顶部信号。6 月电器和电子设备 PPI 环比也回落到+0.9%，半导体涨价动能边际放缓。结合 PPI 环比+0.04%，PPI 上行周期或已进入末段。但 6 月 PPI 同比读数仍较高，达+8.57%（5 月+8.64%），与 CPI 剪刀差达 5.4%——上游价格压力未完全传导到消费端。BOK 预计油价冲击将在下半年传导至剔除能源项的核心物价领域，且该传导影响或将持续到明年。

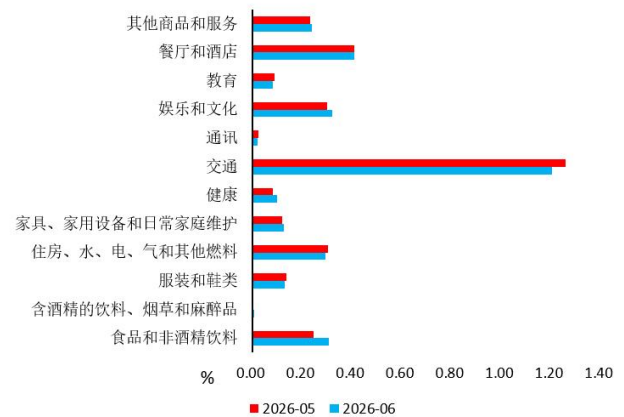
货币政策转鹰，BOK 年内重启加息。面对 CPI 与 PPI 双双高位，BOK 货币政策委员会一致同意加息 25bp 至 2.75%，3 年半以来首次加息。新任行长申铉松此前点明除了油价传导外，还有半导体企业巨额绩效奖金与 KOSPI 大幅走高带来的居民财富效应，二者共同推升消费需求，物价上涨率预计将在相当长一段时间内维持高位，因此明确表态“有必要在未来适当时机加息”，当前 BOK 货币政策立场已从宽松切换为紧缩，下半年或至少还有一次加息。

图表 3：韩国当前通胀高于央行目标通胀率



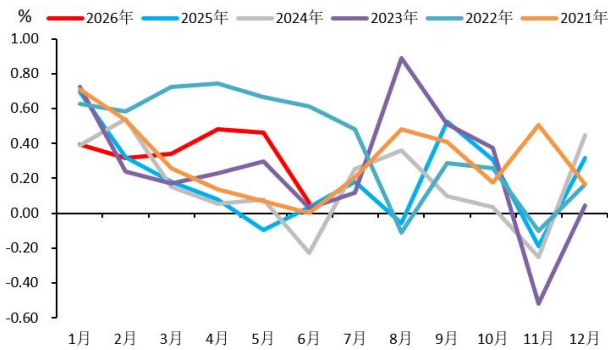
资料来源：iFinD, 华源证券研究所

图表 4：交通是 CPI 上涨的主要动力



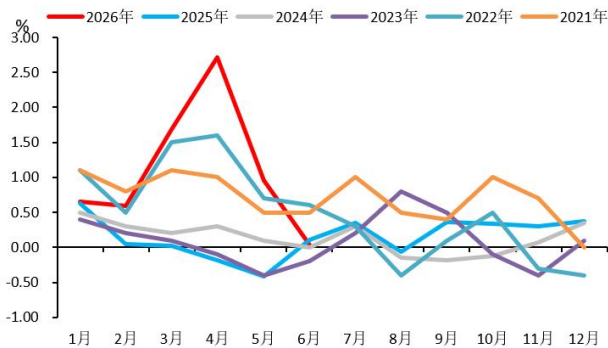
资料来源：iFinD, 华源证券研究所

图表 5：6 月 CPI 环比走弱



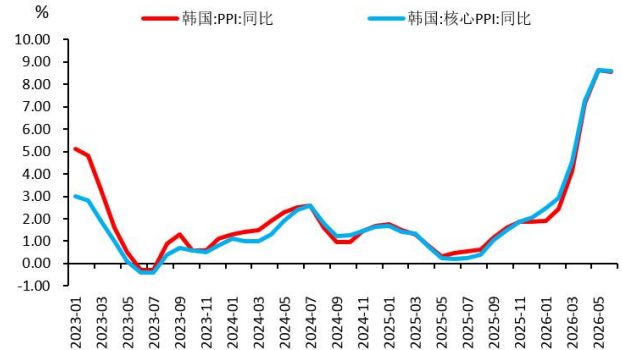
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 7：6 月 PPI 环比大幅走弱



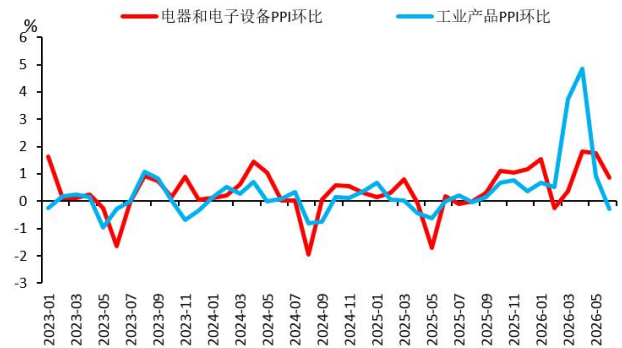
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 6：6 月 PPI 同比维持高位



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 8：工业产品 PPI 环比转负



资料来源：iFinD，华源证券研究所

2.2. 财政扩张：债市走弱、韩元承压

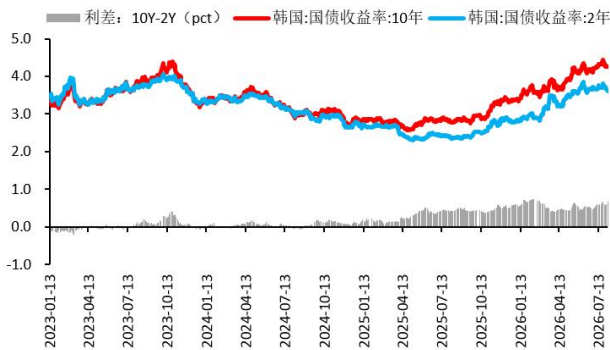
财政端加码扩张，2027 年预算创纪录。与货币紧缩形成鲜明对比的是财政扩张。韩国政府 7 月 13 日宣布 2027 年税收收入预计达 500 万亿韩元创历史新高，财政预算支出规模将首次突破 800 万亿韩元（同比+10%），资金将重点投向芯片、人工智能数据中心和实体 AI 三大超级项目，并计划设立“未来应对基金”将超额税收单独归集用于未来、青年、地方和教育四大领域，以提升经济增长潜力。

债市震荡走弱、韩元承压。在加息预期与财政扩张预期双重叠加下，韩国债市自 2025 年下半年进入“震荡走弱”通道。长短端国债收益率均处高位，2 年期国债收益率收于 3.728%、10 年期国债收益率收于 4.394%（截至 2026 年 7 月 22 日），期限利差（10Y-2Y）扩大至 66.6BP。一方面货币紧缩直接推高短端利率并通过期限溢价向长端传导，另一方面持续扩张的财政政策使得国债供给放量或将在 2026Q4 至 2027H1 集中显现，推升长端利率。外汇端，韩元自 2023 年以来对美元逐渐贬值，强劲出口和经常账户顺差扩大为韩元提供了基本面支撑。BOK 转鹰后，美韩利差或逐渐收缩，预计贬值节奏整体可控，难以演变为单边大幅贬值。

综合来看，货币转鹰与财政扩张并行，构成短期与中期叠加的政策扰动。流动性收紧、

国债供给放量、收益率上行和韩元缺乏趋势性反弹基础，三重因素最终拖累 KOSPI 修复。但财政端对三大超级项目的精准滴灌，又构成韩国半导体产业链和高端制造业的中期催化，与全球 AI 资本开支周期形成共振，利好韩国经济基本面。这一矛盾决定了 KOSPI 短期内或仍将延续震荡消化估值的走势，中长期或能维持震荡上行趋势。

图表 9：长短端利率同步上行、期限利差持续走阔（单位：%）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 10：韩元兑美元逐渐贬值



资料来源：iFinD，华源证券研究所

3. 股市：底部支撑与估值修复空间

短期扰动虽存，但被市场充分定价，且当前估值已跌至 20 余年低位，为中长期布局提供了安全边际。KOSPI 指数自 6/22 达到历史最高点 9114.55 后于 7/30 跌破 5600 点，跌幅 38.6%，进入技术性熊市；截至 2026 年 7 月 30 日，权重股三星电子、SK 海力士较最高点分别下跌 42.9%、54.7%，与同期韩国半导体强劲的基本面显著背离，本轮回调或更多源于全球半导体股集体回调、单一股票杠杆 ETF 放大波动和外资获利了结。估值层面，近期 KOSPI 指数 12 月远期市盈率仅在 5 倍左右震荡，已为 20 多年来低位。在当前出口超预期提振、韩国金融服务委员会收紧单股杠杆 ETF 抑制波动的背景下，韩国股市的中长期支撑逻辑正在增强。

短期 KOSPI 在 6000–7000 区间震荡概率较高。7 月 31 日，KOSPI 指数大涨近 18%，收于 6595.45 点，SK 海力士和三星电子分别大幅上涨 29.95%、26.81%，单日大涨或提示风险偏好的修复，但急涨之后上方或仍面临解套盘与获利了结的抛压，指数短期可能难以向上突破，在 6000–7000 区间震荡概率较高。

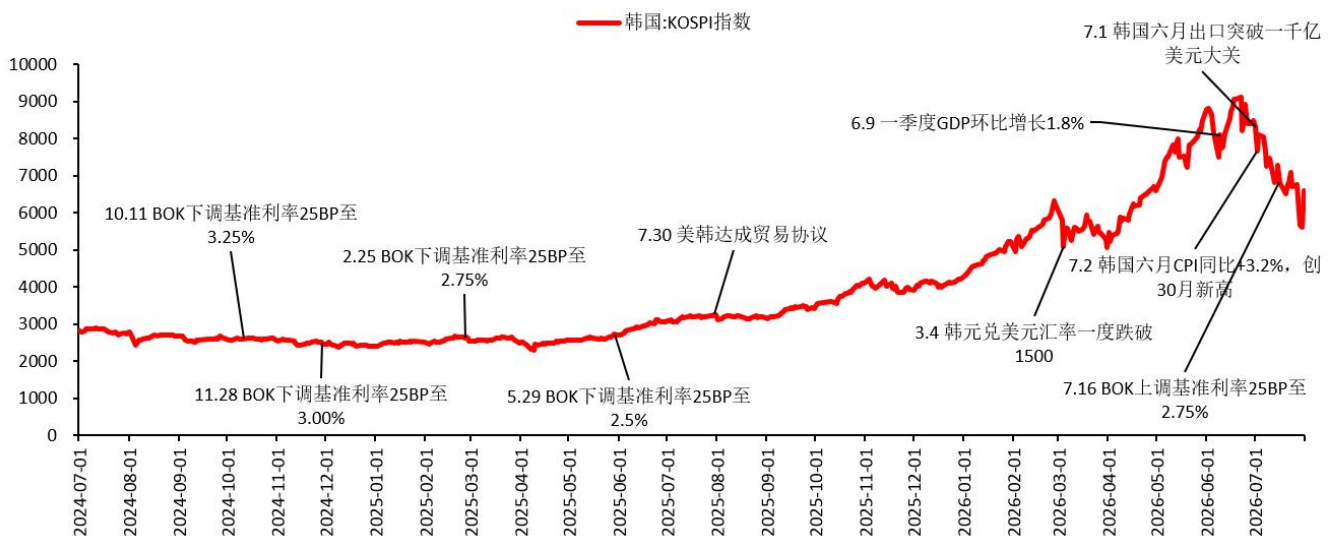
中长期看，KOSPI 估值修复空间显著。当前估值已是 20 余年低位，叠加 MSCI DM 纳入预期：7 月 6 日起韩国外汇 24 小时交易已落地，市场预期韩国或在 2027 年 6 月被纳入观察名单，相关指数纳入的正式公告预计在 2028 年发布。若韩国顺利完成 MSCI 发达市场纳入流程，有望带来中长期流动性增量与情绪支撑，加速“韩国折价”修复与外资风险偏好回暖。此

外，BOK 加息到顶后（或于 2027 年初升至 3.5%），美韩利差或收窄、韩元可能反转升值，届时有望迎来外资回流与输入性通胀缓解双重利好，估值修复空间打开。

下行风险同样存在。若 AI 算力需求增速放缓或全球半导体库存超预期累积，预计韩国出口与设备投资增长动能将显著减弱，2026 GDP 增速可能不及 3%，KOSPI 指数权重板块面临盈利下修。通胀持续高位与货币政策紧缩风险紧随其后。若中东地缘冲突持续推高油价、CPI 维持居高不下，则 BOK 或持续加息并维持高利率，延缓估值修复时点。

维持看好观点。韩国股市短期面临调整，但 7000 点以下或是中长线合理布局区间：基本面强劲（半导体出口驱动）、估值低位和中长期资金流入预期构成三重支撑。权重股二季度财报靴子落地：三星电子实现营业利润 89.5 万亿韩元，同比增长超 18 倍，大超市场预期；SK 海力士实现营业利润 60.5 万亿韩元，同比增长超 5.5 倍，虽低于市场预期，但仍算亮眼。当前市场短期底部或已探明，整体仍维持短期调整、中长期看好的判断，但需警惕存储价格见顶与 AI 资本开支可持续性对盈利上修空间的制约。

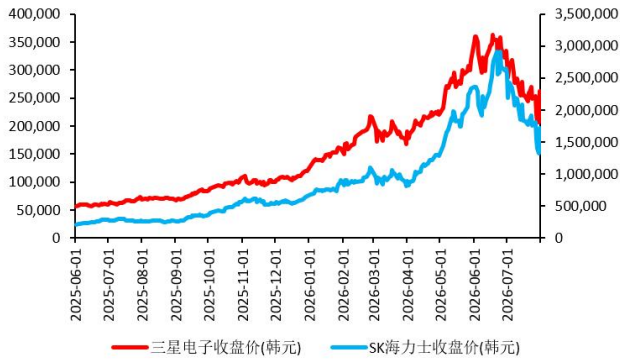
图表 11：KOSPI 指数于 7.30 跌破 5600 点



资料来源：iFinD, 韩联社等，华源证券研究所

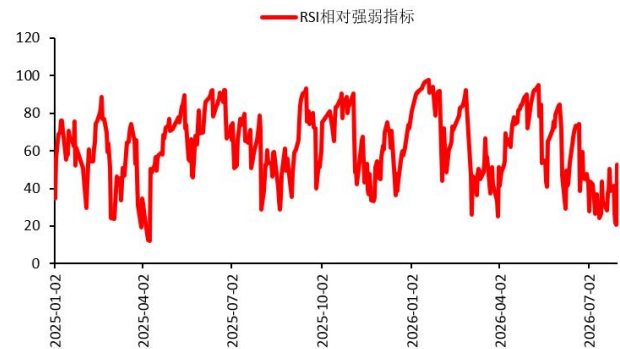


图表 12：三星电子（左轴）和 SK 海力士（右轴）分别从最高点回撤 42.9%、54.7%（2026.7.30）



资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 13：市场短期多头动能于 7.31 回升



资料来源：iFind, 华源证券研究所

4. 风险提示

半导体周期见顶风险：若 AI 算力需求增速放缓或全球半导体库存超预期累积，韩国出口与设备投资增长动能或将显著减弱，KOSPI 权重板块基本面可能进一步恶化。

通胀持续高位与货币政策紧缩风险：6 月 CPI 已升至 3.2%，韩国央行 7 月 16 日已加息 25 个基点至 2.75%，若中东地缘冲突持续推高油价，CPI 可能维持 3% 以上，BOK 或在 8 月、10 月再度加息，对家庭负债与房地产市场形成反向约束。

外资流出与韩元贬值风险：外资自 2 月以来连续第五个月净卖出韩国股票，若美联储维持高利率或全球风险偏好下行，外资流出与韩元贬值可能形成负反馈，加剧股市调整。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。