



大公国际：主权信用视角下韩国股市繁荣背后的结构性隐忧

国际合作部 赵红静

2026 年 7 月 21 日

摘要：2026 年上半年，韩国股市在 AI 算力需求驱动下经历史诗级繁荣，KOSPI 指数半年内涨幅超 100%，总市值飙升 86%，跃居全球第六大股票市场。然而，与股市狂欢并存的是一系列深层结构性隐忧——GDP 增速剔除半导体后几乎停滞，潜在经济增长率持续下滑，韩元汇率跌至 17 年低点。为何“市场极度乐观”与“经济基本面持续承压”同时发生，本文从主权信用视角，超越短期市场叙事透视韩国股市繁荣表象下的深层结构性问题。

研究发现，当前强劲的半导体出口更像是一场“半导体幻觉”，掩盖了整体产业活力的不足。实体经济已呈现“半导体繁荣”与“传统行业塌陷”并存的 K 型分化，而财阀垄断、产业偏斜、人口老龄化与资本结构性外流多重约束，正构成潜在增长率持续下行且难以逆转的结构性阻力。增长动能的长期衰减，叠加财政纪律愈见松弛，正通过侵蚀税基并推高福利支出，将压力传导至财政端——财政长期盈余正向结构性赤字转变，而半导体繁荣制造的“财政幻觉”使必要的财政巩固被一再推迟。更值得警惕的是，债务扩张与增长动能之间出现显著脱节，正持续侵蚀债务可持续性。

关键词：KOSPI；AI 半导体；结构性隐忧；主权信用；K 型复苏

一、繁荣的支柱与裂缝——韩国股市上涨逻辑与结构性风险

1. AI 存储半导体超级周期、资本市场改革以及社会焦虑与资金挤出效应是支撑本轮股市上涨的核心引擎。

自 2025 年起，韩国股市摆脱多年盘整格局开启爆发式上涨，KOSPI 指数从 2400 点附近起步，全年飙升 75.63%；2026 年上半年再度翻倍，接连攻破关键整数关口，直抵 9000 点，本轮上行节奏之快甚至超过互联网泡沫时期的纳斯达克综合指数。市值同步跃升至 5 万亿美元以上，超越印度，跃居全球第六大股票市场。本轮大涨行情很大程度上基于以下三方面的因素。

产业层面，全球人工智能浪潮催生的半导体景气周期构成了最核心的基本面



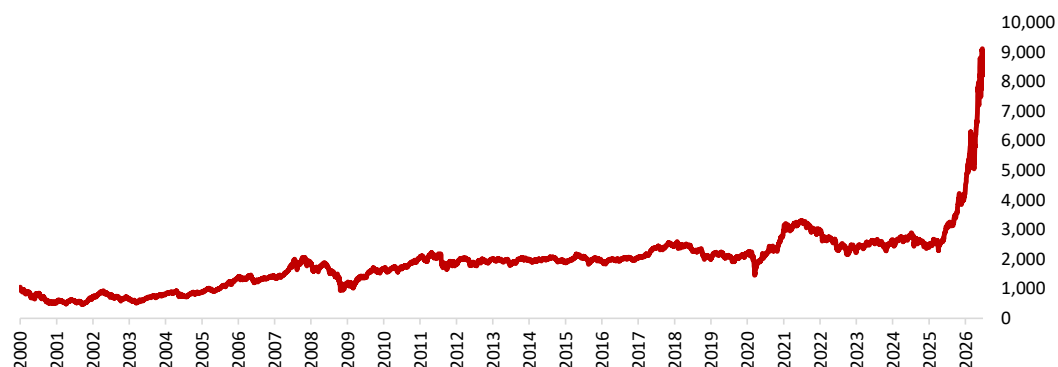
支撑。随着 AI 大模型训练和推理对算力需求的指数级增长，高带宽内存（HBM）成为 AI 基础设施的核心供需。三星电子与 SK 海力士合计占据全球 HBM 市场近八成份额，在高端 HBM3E、HBM4 产能方面更拥有绝对优势，成为全球 AI 产业链的关键受益者。凭借近乎垄断的技术壁垒与市场地位，2026 年上半年三星电子和 SK 海力士股价分别累计上涨约 180%和 310%，市值相继突破万亿美元大关，共同构成韩国股市上涨的核心引擎。

制度层面，资本市场改革有助于修复市场信心、激发估值重估。韩国股市长期受困于“韩国折价”——公司治理薄弱、分红比例偏低、交叉持股结构复杂，估值水平落后于全球主要市场。针对这一结构性痼疾，李在明在竞选期间便公开承诺推动韩国股市迈入 5000 点时代，上任后强力推进“价值提升计划”（Value-up Program），通过《商法》修订强化股东权益保护，并强制注销库存股、限制子公司分拆上市，从制度根源推动估值修复。2025 年韩国股市回购注销规模突破 40 万亿韩元，创历史新高。与此同时，外资准入改革同步落地——取消外资持股比例上限、大幅简化开户流程等——大幅降低国际资本入场门槛。截至 2025 年底，外国投资者持有的韩国股票市值已经超过 1300 万亿韩元，相比上一年接近翻了一倍。政策红利叠加制度松绑，正吸引全球投资者重估韩国市场。

资金层面，社会阶层流动机制失效所引发的资产配置转向构成了第三重推力。高房价、就业竞争白热化、工资长期停滞、生活与养老成本持续攀升——年轻世代面临的结构性困境，正使传统“劳动-储蓄”的财富积累模式难以为继。首尔大学经济学教授 Jaewon Choi 指出，越来越多韩国民众意识到，依靠常规路径已无法实现阶层跃升，金融投机正被视作最后的通道。而政府对楼市的强力干预，进一步抬高了购房门槛、收窄了房产增值空间，迫使民间资本另寻出路。股市在政策引导与财富效应的双重驱动下，顺势承接了从楼市与低息存款中分流的大规模资金。截至 2026 年 6 月 24 日，韩国股票交易账户总数已达 1.08 亿个，为韩国总人口的两倍；一季度 18 岁以下新开户数同比激增近 10 倍。当股市被集体赋予承载阶层跃升期望的功能，个体的入场冲动便在群体层面汇聚成自我强化的上涨惯性，将市场不断推向新的高度。



图1 韩国KOSPI指数走势



数据来源：Wind、大公国际整理

2. 韩国股市呈现的高集中度、高杠杆、高波动性与周期脆弱性风险值得关注。

繁荣的表象之下，韩国股市正积累着深层的结构性风险。这些风险并非源自 AI 产业本身的基本面走弱，而是源于市场结构、投资者行为与产业周期之间形成的脆弱共振。

其一，市场结构高度集中，系统性风险高度凝聚于单一行业与少数个股。从行业分布看，信息技术板块以 45.5% 的市值权重主导韩国股市，其中存储芯片与半导体作为核心子领域，成为本轮全球 AI 周期的最大受益者。然而，更值得关注的是个股层面的极端集中，KOSPI 成分股逾 800 只，但在 2025 年 75.63% 的指数涨幅中，三星电子与 SK 海力士合计贡献约 65.5%，其余所有上市公司合计贡献仅约 10%。这意味着，韩国股市的整体走向几乎由两家半导体公司的股价所决定。一旦全球 AI 需求放缓或存储芯片周期发生逆转，高度集中的市场结构将使整个大盘面临系统性回撤风险。

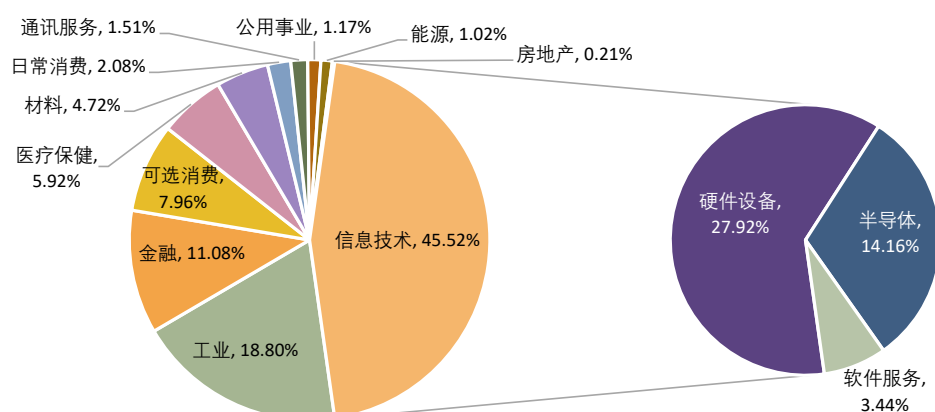
其二，高杠杆资金驱动的特征日益凸显。截至 2026 年 5 月底，韩国股市信用融资余额首度突破 38 万亿韩元，年内增量超 10 万亿韩元。更令人警惕的是杠杆资金的年龄结构，50 岁以上群体在融资余额中占比高达 62.3%，60 岁以上贷款余额在一年内激增至约 8 万亿韩元，约为此前的 2.7 倍。大量接近或已退休年龄群体将晚年积蓄投入杠杆炒股，信用卡套现、消费贷、退保筹资等渠道更成为民众加仓的重要资金来源。

其三，外资持续撤离与散户举债接盘形成“危险博弈”，市场不稳定性显著上升。受 AI 行情获利了结、全球组合再平衡以及美联储降息预期落空引发资本回流美元资产等因素影响，2026 年以来外资累计净流出约 708 亿美元，全年流出规模恐创亚洲市场记录。与之形成鲜明对照的是，韩国散户（含 ETF）同期净



买入约 800 亿美元，以举债资金承接外资抛盘。这一“外资退、散户进”的资金格局，使市场定价效率大幅降低，稳定性显著削弱。后果已在波动层面迅速显现：2026 年以来韩国市场已多次触发熔断，间隔不断收窄；VKOSPI（KOSPI200 波动率指数）一度攀升至 97 以上，远高于该指数长期 21.6 的均值，市场恐慌情绪达到极端水平。据野村证券报告，韩国股市相对美股的波动倍数已从 2010~2019 年均值的 0.97 倍飙升至 2025~2026 年均值的 1.65 倍，标志着高波动已成为系统性常态。

图2 韩国综合指数KOSPI行业分布



数据来源：Wind、大公国际整理

二、股市繁荣放大金融脆弱性：股市杠杆与家庭债务的叠加共振

1. 股市风险向金融体系的传导路径：杠杆投资增加加剧金融失衡。

股市的结构性脆弱不止于市场本身。当杠杆资金、信用贷款与衍生品交易形成的脆弱头寸遭遇退潮，风险将通过三条路径向金融体系加速传导。一是**杠杆资金的强制平仓**。融资交易占比已升至历史高位，指数一旦转向，极易触发“下跌-平仓-加速下跌”的负向循环。尤为值得警惕的是，杠杆资金以退休群体为主，风险承受能力有限，一旦遭遇大幅亏损，不仅冲击证券公司资产质量，还将直接侵蚀养老保障体系。二是**信用贷款与股市的共振风险**。个人信用贷款大规模流向股市，“借钱炒股”已从个别行为演变为系统性现象，股市深度回调将引发信用贷款违约潮，风险将从资本市场向银行系统加速蔓延。三是**杠杆ETF的波动放大效应**。个股杠杆ETF的每日再平衡机制在市场下跌时形成机械性抛压，进一步加剧指数波动。四是**“股汇双杀”机制正从跨境层面形成新的加速器**。外资大规模抛售韩股所释放的美元需求持续施压韩元，韩元贬值推高进口成本与输入性通胀，使市场加息预期升温，进而压制股市估值；而加息预期与汇率贬值相互强化，反



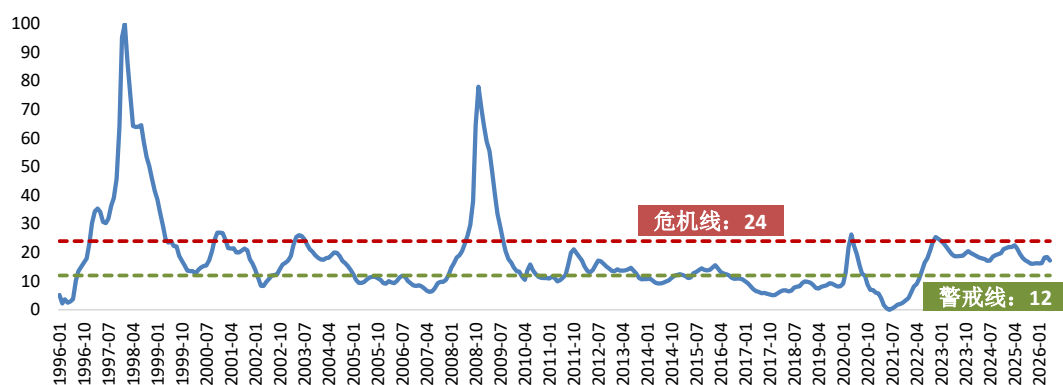
过来加速外资撤离。7月初，KOSPI 从高点回撤超 20%，韩元同步跌至 17 年最低，初步验证了这一循环的存在。韩国央行研究证实，由于外汇市场深度不足，韩国在金融冲击下的汇率贬值程度大于其他主要经济体，股汇双杀一旦启动，其自我强化的烈度可能远超预期。

2. 家庭部门高杠杆：逼近临界点的结构性压力。

家庭部门高杠杆是制约韩国内需与金融稳定的核心风险之一。截至 2026 年第一季度末，家庭信贷余额达 1993.1 万亿韩元，连续八个季度保持增长，逼近 2000 万亿韩元关口。从结构看，一个值得警惕的“气球效应”正在显现：存款银行家庭贷款环比减少 2000 亿韩元，为 2023 年一季度以来首次下降；但非银行存款机构家庭贷款增加 8.2 万亿韩元。金融当局对第一金融圈的严格行政限制，并未真正压降债务总量，而是将借贷需求推向监管更松、利率更高、风险承受能力更弱的非银行部门。2026 年一季度，家庭债务与 GDP 的比率从上季度末的 88.2% 降至 85.3%，但下降的主要驱动力并非债务的实际消化，而是分母端半导体繁荣推动的名义 GDP 扩张。85% 恰是国际清算银行（BIS）基于 30 年跨国数据实证分析后提出的临界值，超过这一水平，债务对经济增长的抑制效应将显著增强。叠加以浮动利率房贷为主的债务结构，家庭部门对利率变化高度敏感，一旦加息，大量家庭的偿债负担将骤然加重，这不仅意味着信贷违约风险上升，还将进一步侵蚀本就脆弱的消费能力。

金融体系的压力指标正在全面承压。2026 年 5 月，韩国央行警告金融压力指数（FSI）已升至 17.2，进入警戒区间；金融脆弱性指数（FVI）第一季度录得 46.0，略高于 2008 年以来 45.7 的长期均值。首尔及周边地区房价涨幅扩大、家庭债务持续扩张与杠杆投资快速累积三重压力叠加共振，金融体系的深层脆弱正在从隐忧走向显性化。

图3 韩国金融压力指数（FSI）



数据来源：韩国央行、大公国际整理



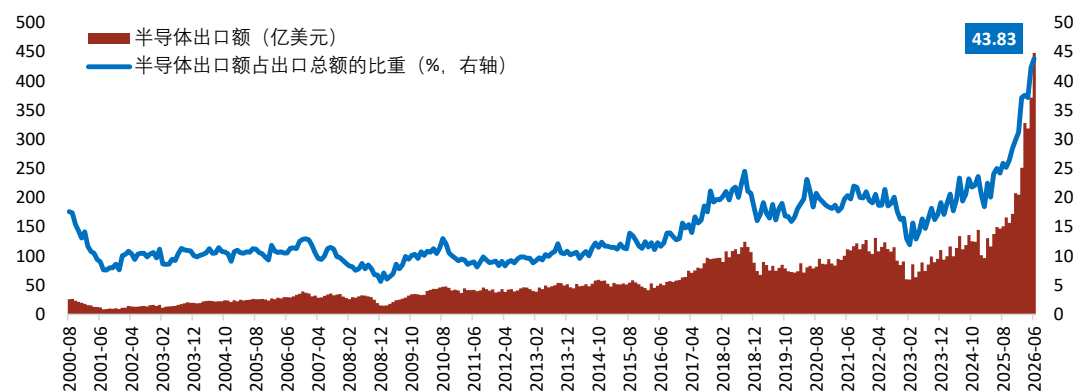
三、K 型经济增长：被股市繁荣掩盖的增长潜力下滑

1. 半导体独大导致韩国经济陷入“K 型分化”，多重外部冲击正同步推高通胀并压缩货币政策空间。

韩国股市持续走强与实体经济增长乏力之间日益扩大的背离，映射出“K 型复苏”的本质——增长红利高度集中于半导体部门，而非经济基本面的普遍改善。2025 年全年实际 GDP 同比仅增长 1.0%，为 2024 年增速的一半，创下自 2020 年以来的最小增幅。从增长结构看，1.0% 的增速中半导体产业的贡献高达 0.6 个百分点，超过总增长的一半；若剔除以半导体为核心的 IT 制造业，经济增长率将降至 0.4%。从产值分布看，以 2020 年为基准 100，到 2025 年第三季度半导体产业产值跃升至 193，而除半导体外的全部产业仅微增至 104.4。进入 2026 年，经济增长对半导体的依赖进一步加深。6 月半导体出口额同比飙升 199.5% 至 448.2 亿美元，占出口总额的比重升至 43.83%，推动当月出口总额同比骤增 70.9% 至 1022.5 亿美元，韩国成为全球第四个单月出口破千亿美元的国家。半导体景气叠加股市财富效应与财政扩张，全年经济增速有望回升至约 2.6%。

然而，复苏的表象之下，结构性失衡正在加速累积。一是非半导体部门持续承压。2026 年 4 月，汽车出口下滑 5.5%，家电出口暴跌 20%，钢铁下滑 11.6%。一旦存储芯片周期见顶，制造业、出口、企业利润及财政收入均可能受到冲击。二是外部冲击推高通胀并压缩政策空间。中东局势推高国际油价，韩元贬值进一步放大进口成本，而 AI 半导体繁荣催生的工资-通胀螺旋正将涨价压力从出口部门向内需部门加速蔓延。6 月 CPI 同比上涨 3.2%，创 2023 年 12 月以来最大增幅，显著高于韩国央行 2% 的目标水平。通胀超预期叠加韩元汇率持续疲软，使韩国央行加息压力陡增。2026 年 7 月 16 日，韩国央行加息 25 个基点至 2.75%。融资成本的抬升，将进一步压制本已脆弱的内需修复。

图4 韩国半导体出口额及其占出口总额的比重



数据来源：Wind、大公国际整理



2. 尽管韩国政府将政策重心押注于 AI 与芯片扩产以巩固优势，但 AI 无法破解制约中长期经济增长的深层结构性约束。

面对增长动能持续衰减的严峻态势，韩国政府将政策重心押注于人工智能。2025 年设立规模逾 100 万亿韩元的“国民增长基金”，重点投向 AI 与半导体等战略产业；2026 年政府 AI 相关预算从 3.3 万亿韩元跃升至 10.1 万亿韩元，增幅逾两倍。2026 年 6 月更推出规模约 2000 万亿韩元的“三大超级项目”产业投资计划，涵盖存储半导体、物理人工智能与 AI 数据中心。

然而，单纯押注 AI 能否扭转韩国经济的长期趋势？答案恐怕并不乐观。从近年国际机构的预测调整来看，韩国潜在经济增长中枢呈明显下行态势：韩国开发研究院（KDI）将 2025~2030 年预期下调至 1.5%；经合组织（OECD）则从 1.85%（2025 年）连续降至 1.66%（2026 年）和 1.52%（2027 年）。增长潜力的持续收窄，本质上反映出韩国经济面临的多重结构性痼疾。

第一，财阀垄断与中小企业边缘化正被 AI 热潮进一步放大。韩国经济由少数财阀主导，中小企业受制于资源配置效率低下、监管负担过重及创新成果扩散不畅等结构性障碍，活力和发展空间持续受压。2024 年，四大财阀销售总额占名义 GDP 的约四成，却仅吸纳不足一成的就业人口，近九成劳动者仍就业于中小企业。出口领域的分化更为严峻，2026 年一季度，前五大出口企业占整体出口比重首次突破 40%，贡献了 82.8% 的出口增量，而排名第 6 至第 100 位的企业合计仅占 9.6%。AI 半导体产业的爆发式增长正在放大产业层级差距：资本、人才与政策资源持续向三星电子、SK 海力士等头部企业集中，传统产业资源不断被分流，中小企业生存空间持续收窄。叠加长期高利率、原材料成本上涨与高汇率的“三高”压力，韩国中小企业正加速沦为“僵尸企业”——连续三年无法以营业利润偿付利息的企业。韩国全国经济人协会（FKI）数据显示，2025 年韩国上市公司中“僵尸企业”比例达 27.6%，较 2017 年的 11.8% 上升 15.8 个百分点，增幅高于美、日、德、法、英等主要发达经济体。AI 可以提高经济效率，却无法改变“利润集中于巨头、就业压力分散于中小企业”的分配结构。当增长红利始终无法惠及经济的基本盘，韩国内需的长期疲软便难以逆转。

第二，产业结构呈现系统性偏斜。一是出口依赖度高，产业与市场集中风险突出。韩国经济高度依赖半导体、汽车、钢铁等少数行业，其中半导体和汽车出口约占出口总额的三分之一。这种高度集中的出口结构，叠加出口市场主要集中于中国、美国、越南等少数国家，使其极易受到全球需求波动、美国关税政策变



化及地缘政治冲击的影响。韩国贸易协会数据显示，2024 年韩国出口国别集中度指数与出口产品集中度指数（HHI）¹分别为 918 和 520，显著高于日本（892, 389）、法国（549,118）及意大利（486,108）等出口规模相近的国家。韩国是主要出口国中唯一前十大出口产品占比超过 50%的国家，而前十大出口市场占比更高达 70.8%，在主要国家中亦居首位，凸显韩国出口增长路径日益狭窄，出口结构的脆弱性与不可持续性日益凸显。二是服务业深陷“生产率陷阱”。韩国制造业劳动生产率为 OECD 平均水平的 122%，服务业却仅为 68.9%。韩国央行指出，服务业长期被视为制造业的“辅助部门”，过度监管与市场封闭抑制了竞争与创新。正是服务业生产率增长的持续低迷，成为拖累韩国经济潜在增长率的关键因素。三是区域发展高度集中于首都圈。尖端产业与优质岗位持续向首都圈集聚，2015 年至 2021 年间净流入该地区的人口中，15 至 34 岁青年占比高达 78.5%，而传统制造业城市正面临产业空心化的困境。尖端产业对人才、研发和高端服务的依赖，使单纯引导企业外迁的政策效果极为有限。区域失衡与产业失衡相互强化，形成难以打破的恶性循环。

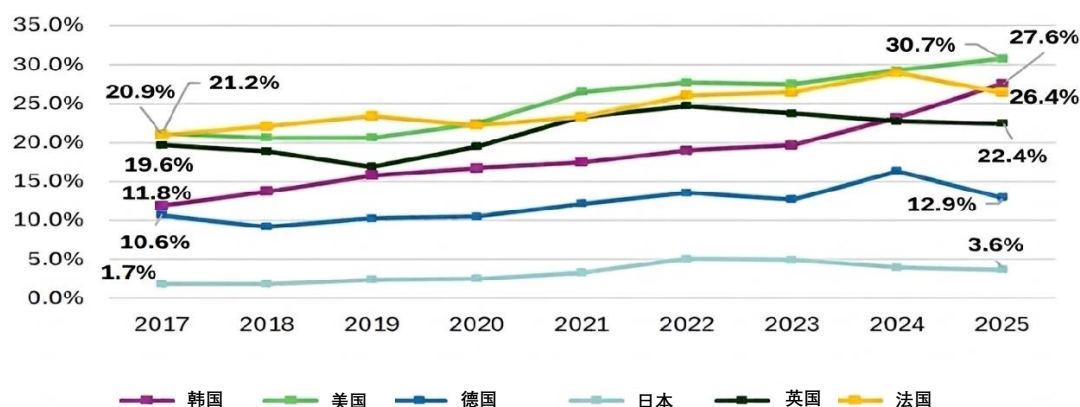
第三，人口老龄化正引发劳动力供给的不可逆萎缩。2025 年韩国 65 岁及以上老年人口占总人口比例达 21%，已正式迈入“超高龄社会”。老龄化与低生育率双重叠加，正从供给侧收缩劳动力市场，从需求侧抑制消费内需，同时推高养老金与医疗财政支出，成为拖累潜在增长率的深层结构性因素。

第四，资本的结构性外流正加剧中长期增长动力的衰竭。国内生产率放缓与资本回报率持续走低，劳动力市场僵化和监管负担过重构成制度性短板；与此同时，人口老龄化推动储蓄-投资格局调整，国内投资机会相对减少，过剩储蓄持续向海外倾斜。多重趋势共同作用下，资本外流呈现出长期持续性特征。具体而言，半导体巨头为规避关税并利用海外更优的营商环境，将出口收入大量留存境外循环投资；居民与机构投资者为追求更高回报持续加大海外资产配置；叠加对美 3500 亿美元的投资承诺，资本外流压力被进一步放大。这一趋势正持续抽离本可用于本土再生产的资金，削弱国内资本形成能力，进而侵蚀长期增长的根基。

¹ HHI（Herfindahl-Hirschman Index）为赫芬达尔-赫希曼指数，是衡量市场集中度的常用指标，取值范围为 0 至 10000，数值越高表示市场集中度越高。



图5 主要发达经济体“僵尸企业”占比



数据来源：FKI、大公国际整理

四、财政赤字与债务可持续性：繁荣掩盖的制度性恶化

财政状况由长期盈余向结构性赤字转变，政府债务持续扩张与财政投资低效正持续侵蚀可持续性。

2014~2018年，韩国综合财政盈余与GDP之比的均值约为0.8%，财政状况总体稳健。然而，2020~2025年，综合财政赤字率均值约为2.1%，管理财政赤字率（扣除社保基金）连年突破3%的控制目标。韩国财政正从长期盈余状态转向结构性赤字，这一转变是多重因素共同作用的结果：一是经济放缓和房地产低迷导致税收基础遭受侵蚀，核心税种收入持续锐减。二是人口老龄化迅速推高养老金、医疗等强制性福利支出，政府为维持投资而持续扩大支出，国防预算亦因应美国要求连年攀升。三是国债规模扩大叠加融资成本上升，使利息负担急剧加重。2020~2024年，国债利息支出年均增长率高达13%，远高于同期财政收入增速，而新冠疫情期间大量发行的国债即将迎来到期高峰，财政压力将进一步放大。四是“财政幻觉”使必要的财政巩固被一再推迟。在赤字扩大的同时，半导体繁荣驱动的名义GDP高增长与税收阶段性改善正在制造财政状况“好转”的假象。

《2025~2029年国家财政管理计划》(NFMP)将2026~2029年管理财政赤字率预期维持在4.0%~4.4%，实质上已经放弃政府此前3%的财政纪律约束。至此，韩国财政赤字已非周期性波动的产物，而是由税收体系脆弱、福利支出刚性及老龄化压力等结构性因素共同塑造的长期态势。

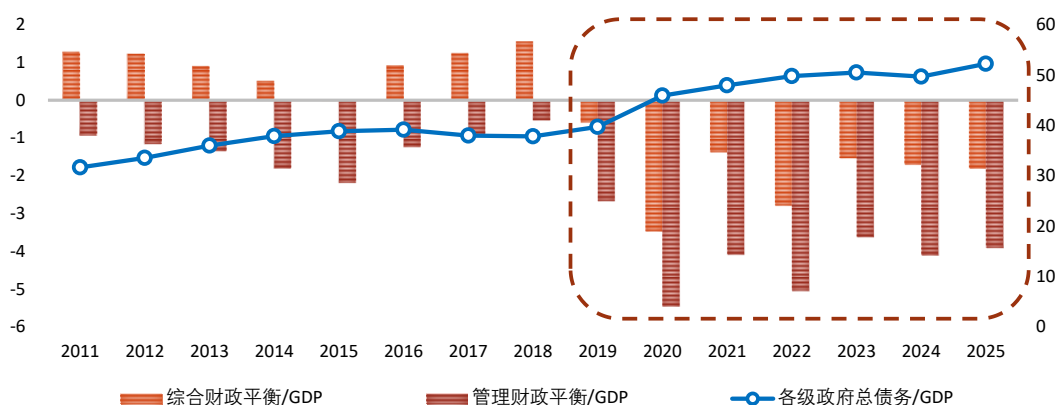
财政状况的持续恶化推动债务负担率逐年攀升，各级政府债务占GDP的比重已从2019年的39.7%上升至2025年的52.3%。更值得警惕的是，财政投资并未有效撬动潜在GDP增长，债务扩张与增长动能之间出现显著脱节。据韩国企划财政部数据，2020~2025年，名义GDP年均增速为5.3%，而同期中央与地方政府



债务年均增速高达 9.0%，债务增速远超经济增速，使市场对债务可持续性的担忧持续升温。

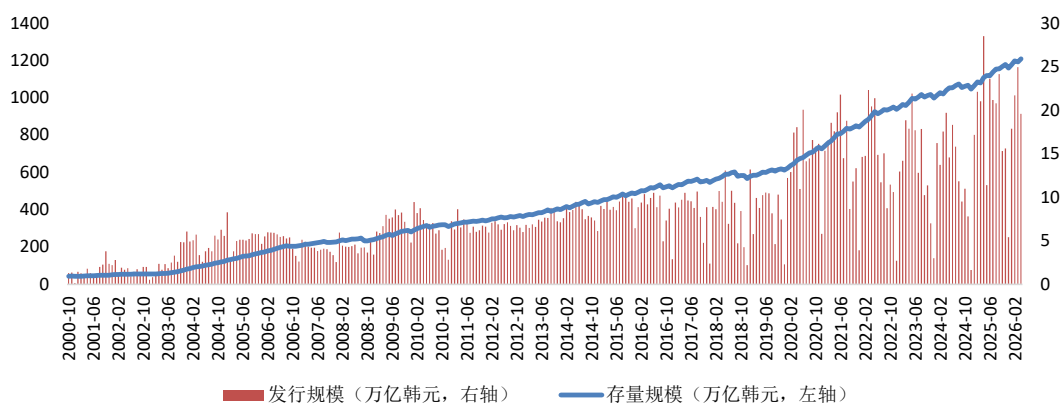
此外，韩国大型非金融公共企业（NFPE）部门对政府构成的或有负债风险同样不容忽视。截至 2025 年末，非金融公共企业负债总额同比增长 22.1 万亿韩元至 567.5 万亿韩元，占 GDP 的 22.2%。债务累积的主要根源在于政府长期压制公共服务价格，韩国电力公司（KEPCO）和韩国天然气公司（KOGAS）因持续以低于成本的价格供应电力和燃气，财务持续恶化。在全球能源市场因地缘政治冲突持续受到干扰的背景下，上述公司可能再次面临财务压力，进而加剧政府的或有负债风险。

图6 韩国政府财政/GDP与各级政府债务/GDP



数据来源：韩国央行、大公国际整理

图7 韩国国债存量与发行规模



数据来源：韩国央行、大公国际整理

五、结论

韩国股市本轮由 AI 算力需求驱动的史诗级行情，是三重力量在特定窗口期



内共振的产物——半导体景气周期构成盈利基础，资本市场改革打开估值修复空间，社会焦虑驱动的资金涌入则注入流动性。然而，这一上涨行情的结构性基础自始便存在深层脆弱性：指数表现高度集中于少数半导体巨头，杠杆资金参与程度已处于历史高位，而外资持续撤离与散户接盘的资金格局，进一步削弱了市场的稳定性。

值得警惕的是，资本市场的繁荣并未有效传导至实体经济。半导体高增长掩盖了整体产业活力的低迷，韩国经济已呈现出“半导体繁荣”与“传统行业塌陷”并行的分化格局。这一格局的深层根源，在于四重结构性约束的叠加效应：财阀垄断固化分配结构，使增长红利难以扩散；出口高度集中于单一部门，放大了外部周期波动的冲击；人口老龄化持续压制劳动力供给与内需基础；资本外流则不断削弱国内资本形成能力。AI 产业的扩张不仅未能打破这一结构性锁定，反而通过强化头部集中与固化现有产业路径，在客观上加深了结构失衡。一旦 AI 半导体周期退潮，被繁荣遮蔽的结构性隐忧将以更猛烈的姿态集中暴露。

上述结构性矛盾最终在国家财政层面形成合流——财政收支正由长期盈余转为结构性赤字，而半导体繁荣所创造的短期“财政幻觉”一再延迟必要的财政巩固进程。增长红利分配失衡、债务扩张与增长动能脱节、政策空间持续收窄——三重压力叠加之下，韩国主权信用所依赖的稳定性基础正被进一步侵蚀。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。