

股票市場總評：政策利多熱韓股

- 南韓總統大選由共同民主黨李在明勝出，政局有望回歸穩定，執政黨在國會席次過半，有利後續政策推動。預期南韓將擴大財政支出配合降息刺激經濟，期望帶動 GDP 成長 1%，此外，也將進行企業改革，保障股東權益，提升外資信心，解決「南韓折扣」問題，政策利多帶動南韓股市落後補漲，有望迎來估值重估行情。
- 三星電子*和海力士*合計占南韓 KOSPI 指數權重高達 23%，雙雄發展不同調，海力士*聚焦 HBM，因 AI 需求強勁持續帶動營收成長，近期為配合客戶需求提高資本支出。三星電子*在 HBM 發展落後，營收受消費性電子影響較大，然而其股價處近年低檔，已適度反應負面因素，未來仍有 AI ASIC 業務發展等利多可以期待。
- 近年多國股市續創新高，但韓股估值仍低於近 10 年平均。外資普遍預期在政策支持下，下半年將加快經濟成長，6/4 選後創解嚴日以來最大買超，資金動能逐漸回溫。綜觀下半年經濟，美元指數續處低檔機率較大，有利衛星配置增持南韓股票。

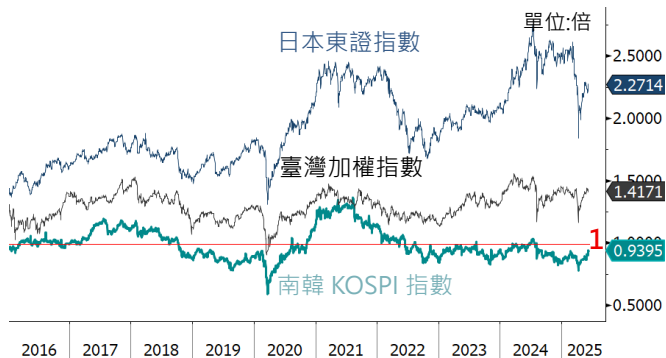
執政黨國會多數，政策利多有望實現

南韓前總統尹錫悅去年 12/3 無預警宣布戒嚴，雖然國會在 6 小時內推翻戒嚴令，但戒嚴引發的政治不確定性重創消費信心，導致經濟情勢更加惡化。後尹錫悅雖遭彈劾下台，但南韓自此進入外交與政策空窗期。6/3 共同民主黨李在明當選總統，當選當天即就職，後續將正式與美國展開關稅協商，且共同民主黨在國會 300 席次中取得 175 席，亦有利執政黨政策推動。

進行企業改革，解決「南韓折扣」

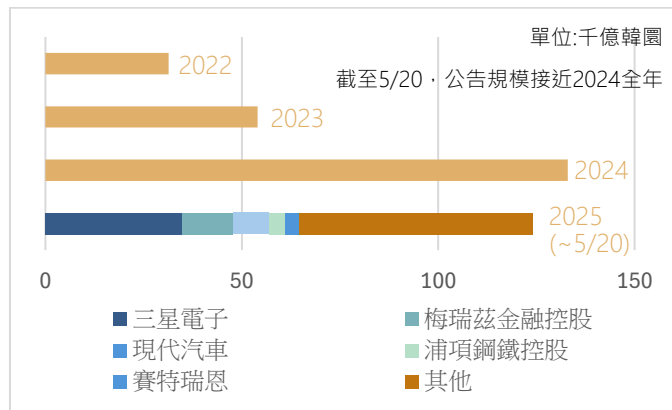
共同民主黨曾在 3 月推動商業法修正案於國會通過，然而遭當時代理總統行使否決權，如今有望重啟。李在明曾表示將在就職後 2~3 週內處理商業法修正案。該法案將董事忠實義務的對象從公司擴大至全體股東，並要求上市公司義務引進電子股東大會，旨在解決「南韓折扣」問題，並保障少數股東權益，提升外資信心。「南韓折扣」係指因企業治理結構不透明，尤其財閥常將家族成員利益置於其他股東之上，導致南韓企業相較其他國家同類型企業，普遍估值較低。此外，為提高股東回報，李在明在選舉期間也曾承諾將強制企業註銷庫藏股，而部分企業已經提前行動。

圖 1，日、臺、韓股價淨值比，南韓 10 年平均僅 1 倍



資料來源：Bloomberg · 2025/6/6

圖 2，韓國股市註銷庫藏股公告

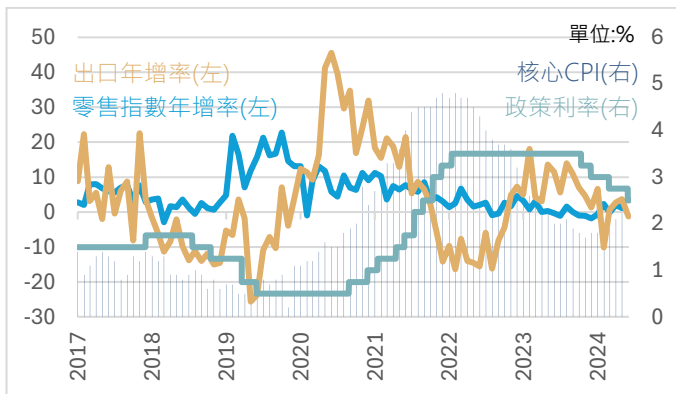


資料來源：南韓交易所、富邦投研部整理 · 2025/6/6

擴大財政政策刺激經濟

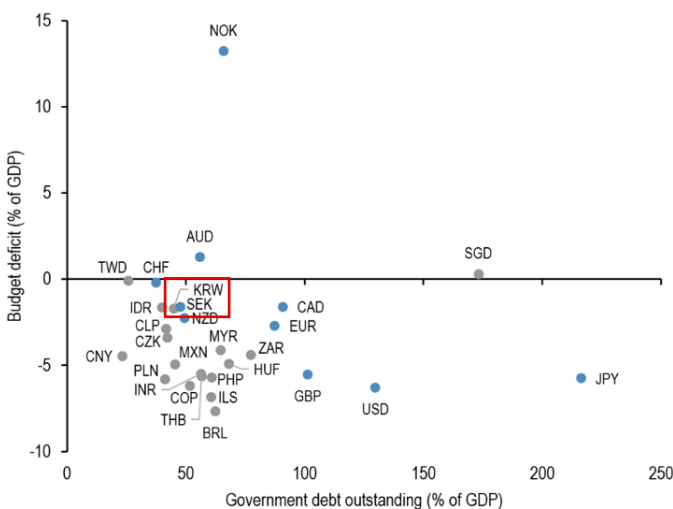
南韓央行為了壓制通膨，自 2021/8 啟動升息，後維持高利率，雖通膨如預期逐漸下滑，但經濟成長率在 2024 下半年急速放緩，反映民間消費疲弱、出口不振，戒嚴令亦使經濟情勢更加惡化，央行已在 2024/10 啟動降息循環，將搭配擴張性財政政策，加大刺激經濟力道。共同民主黨今年初表示，將編制 35 兆韓圓預算刺激經濟，國會已於 5/1 通過第 1 次補充預算案，金額約 13.8 兆韓圓，其中包括 3.3 兆災害應變資金、4.3 兆貿易和 AI 支援資金、5.1 兆民生支援資金。李在明認為南韓財政體質健康，應發行國債，擴大財政政策以刺激經濟，就職當天已成立工作小組，討論第 2 次補充預算案，預期至少達 20 兆韓圓，可能會向民眾發放消費券以及援助中小企業貸款，兩次補充預算合計占 GDP 約 1.3%，期望帶動 GDP 成長 1%。

圖 3 · 南韓央行啟動降息循環刺激經濟



資料來源：Bloomberg · 2025/6/3

圖 4 · 南韓財政體質穩健

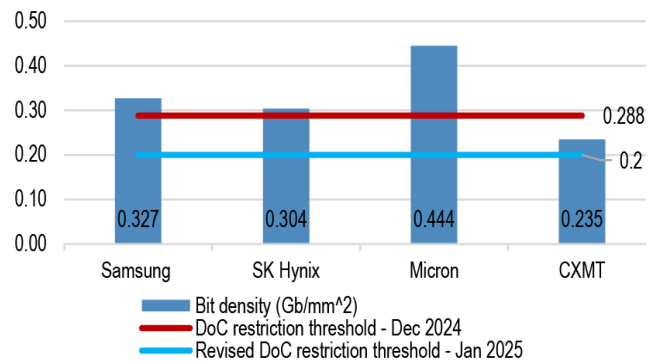


資料來源：J.P. Morgan · 2025/5/30

記憶體雙雄不同調，股價具想像空間

三星電子*占 KOSPI 權重約 15.6%，SK 海力士*約 7.3%，韓股的漲勢能否持續，與記憶體前景密切相關。美國商務部升級對中設備出口禁令，其中對最大位元密度限制由 0.288 降至 0.20Gb/mm²，幾乎所有長鑫存儲*的製程都在設備出口禁令範圍內，欲拖慢長鑫存儲追趕 DRAM 先進製程，在中國大力扶持下，雖已成功量產 DDR5，位元密度達 0.235 Gb/mm²，但仍不及其他龍頭廠，中短期對南韓雙雄影響有限。

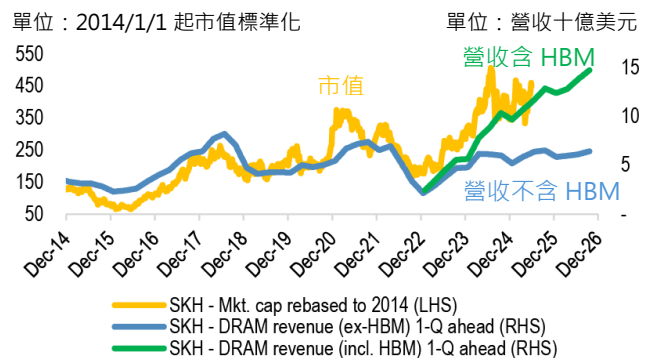
圖 5 · 各記憶體製造商的 DDR5 位元密度比較



資料來源：J.P. Morgan · 2025/6/3

受惠 AI 需求依然保持強勁以及邊緣 AI 逐漸在消費性電子產品普及，記憶體市場主要成長動能仍來自 HBM，因三星電子*在 HBM(高頻寬記憶體)領域落後海力士*，2025Q1 海力士*在全球 DRAM 市占率達 36.9%，超越三星電子*的 34.4%，首度成為全球最大 DRAM 供應商，全球 HBM 市占高達 7 成，近期為因應輝達和博通等客戶的強勁需求，將資本支出上修 30%至 29 兆韓圓。

圖 6 · 海力士*來自 HBM 營收高速成長

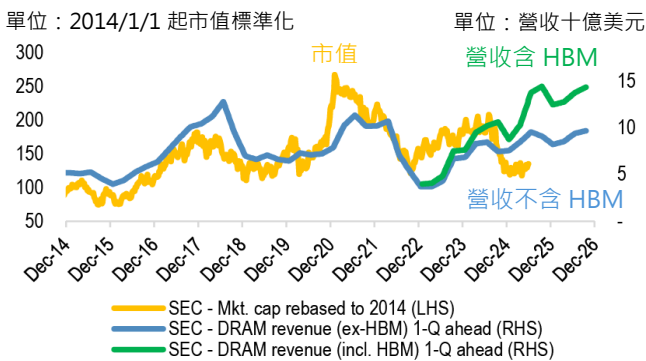


資料來源：J.P. Morgan · 2025/6/3

*：舉例說明，非單一標的推薦

半導體關稅尚未公佈，美國與各國談判仍無實質進展，而廠商提前拉貨、民眾提前消費，雖帶動 DRAM 止跌反彈，但恐預支下半年需求，為下半年增添更多不確定性。三星電子*因美國限制輝達 H20 晶片出口中國，加上 12 層 HBM3E 尚未通過輝達測試，HBM 營收成長動能受限，業績受消費性電子前景影響較大，目前股價已適度反映負面因素，輝達測試進度或是在 AI ASIC 業務發展等等，皆是三星電子*未來可以期待的利多。

圖 7，三星電子*營收動能成長有限，股價處近年低檔



資料來源：J.P. Morgan · 2025/6/3

*：舉例說明，非單一標的推薦

韓股落後補漲，估值仍便宜

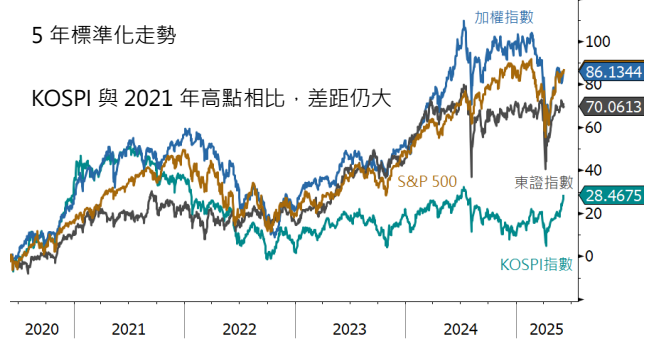
近 5 年來，多國股市屢創新高，然而 KOSPI 指數與 2021 高點相比，仍有一段差距，本益比亦低於長期平均，補漲空間仍大。在資金動能方面，外資自解嚴日以來的累計賣超已有所改善，尤其在大選後 6/4 買超 1.05 兆韓圓，創解嚴日以來最大買超。不過南韓散戶累計賣超情況仍未改善，反映散戶信心尚未回升，隨著新政策利多陸續實現，有望帶動外資、散戶回歸南韓股市。

圖 8，各國股市年初至今報酬率走勢



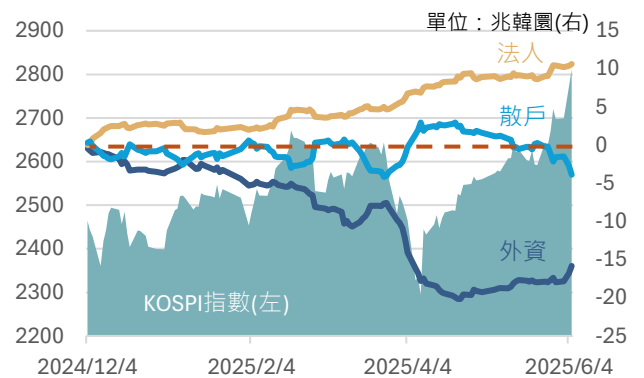
資料來源：Bloomberg · 2025/6/5

圖 9，各國股市 5 年報酬率走勢



資料來源：Bloomberg · 2025/6/5

圖 10，韓國股市去年解嚴日至今累計買賣超



資料來源：Bloomberg · 2025/6/5

表 1，MSCI 南韓本益比遠低於其他市場

	過去 12 個月 本益比	未來 12 個月 本益比
MSCI 韓國	11.1	8.8
MSCI 英國	13.3	12.9
MSCI 中國	13.3	11.3
東南亞國協市場	15.2	13.5
MSCI 日本	15.4	15.2
MSCI 墨西哥	16.7	12.3
MSCI 歐洲 (英國除外)	16.9	15.6
MSCI 臺灣	17.3	15.3
MSCI 加拿大	18.6	16.1
MSCI 澳洲	19.4	19.2
MSCI 美國	25.8	21.9
MSCI 印度	26.6	22.7

資料來源：Bloomberg · 2025/6/5

圖 11 · 外資機構對南韓下半年經濟成長率預估樂觀

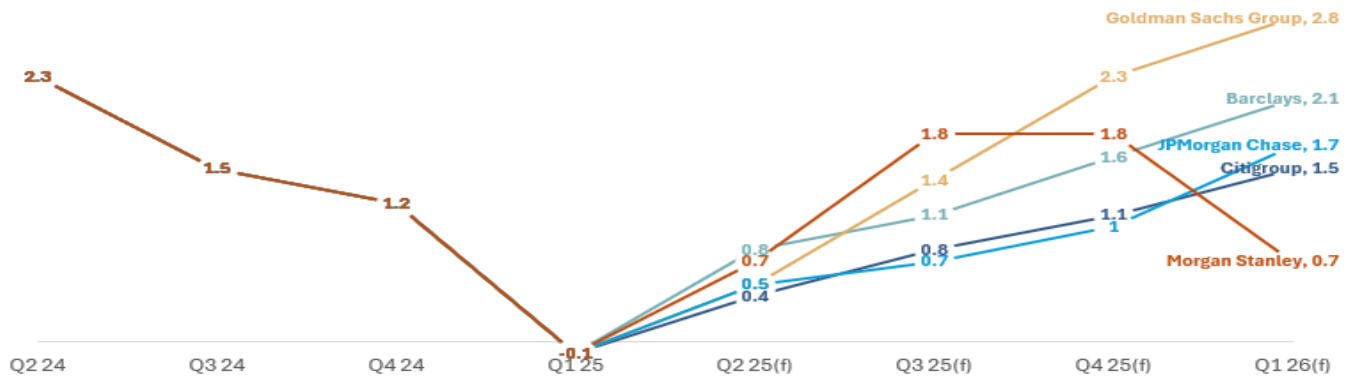
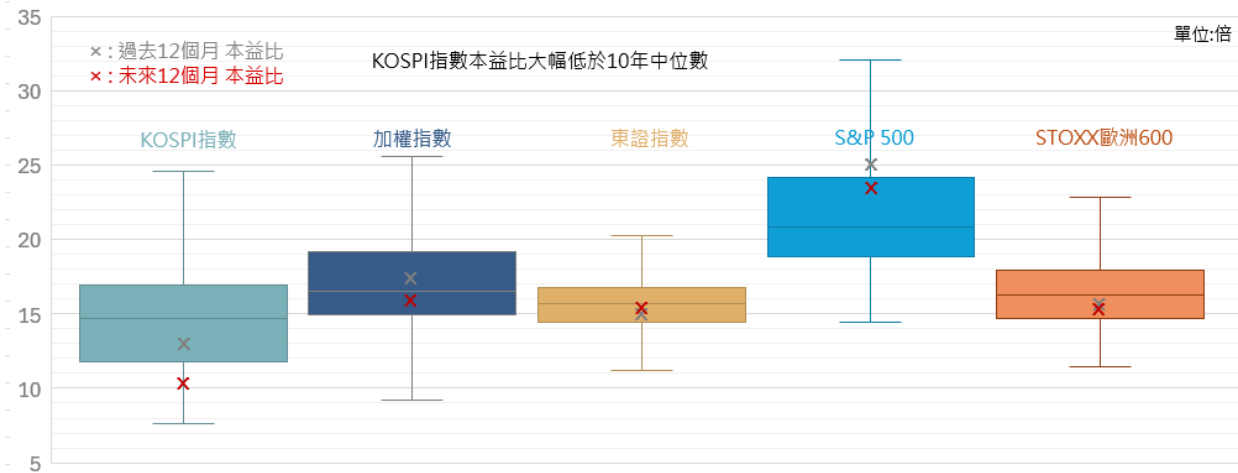


圖 12 · 近 10 年各國股市本益比位階比較



資料來源：Bloomberg · 2025/6/6

衛星配置建議可適度增持韓股

美國與各國展開關稅談判，關稅不確定性或在下半年逐漸明朗，屆時美國可能重啟降息，而 ECB 降息週期接近尾聲且 BoJ 還在升息週期，美歐、美日政策利率利差收斂的壓力增加。近期市場亦擔憂美國財政赤字擴大、899 條款資本稅，資金或持續降低美元資產配置，美元指數續處低檔機率偏高，而美元適度偏弱亦有助於美國製造回流，符合美國利益。綜合以上，建議衛星配置可增持新興市場，其中看好政策利多可望為南韓股市帶來估值重估行情。南韓近期股匯同漲，以美元計價的股市報酬率表現亮眼，但需留意南韓高度仰賴出口，股市天花板將取決於與美關稅談判進展、全球總體需求變化。

較難一枝獨秀。投資可關注包含主動型基金或被動型 ETF 等標的，也可選擇新興亞洲(不含中國)相關基金，多元布局南韓、台灣、印度等新興市場。

表 2 · 年初至今各國股市報酬加計匯率報酬比較

年初至今股市報酬率	美元計價	當地貨幣計價
KOSPI 指數	27.48%	17.22%
STOXX 歐洲 600	20.52%	8.07%
東證指數	9.74%	0%
加權指數	4.29%	-5.07%
S&P 500	1.21%	1.21%

資料來源：Bloomberg · 2025/6/5

本文係由台北富邦銀行提供，係根據市場公開資訊依據專業判斷所為，報告結果僅供讀者參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦，本文亦不為獲利之保證，讀者個人投資決策仍需自行判斷並承擔風險。本文內容台北富邦銀行不保證其正確性及完整性，並所載述之內容台北富邦銀行保有隨時予以更正或撤回之權利。任何人不得以因信賴該等資料做出投資決策為由，向台北富邦銀行主張任何權利或提出訴訟。另台北富邦銀行保留本文之一切著作權，禁止讀者以任何形式引用、抄襲、複製及轉寄第三人。