中航证券
AVIC SECURITIES

2026 年 11 月 14 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

科网泡沫后美股复盘（上）——从反弹屡败到最终筑底

报告摘要

核心观点：

- 本文以 2000 年 3 月美股见顶至 2003 年 3 月为观察区间，复盘科网泡沫破裂后的下跌与筑底过程，重点分析前几轮反弹为何未能扭转跌势，以及 2002 年 10 月形成底部时具备了哪些条件。

- 泡沫初破（2000 年 3 月至 5 月）。货币政策持续收紧，部分互联网企业的现金耗尽风险受到关注，微软反垄断案带来监管扰动，科技股估值回落。

- 第一阶段（2000 年 5 月至 2001 年 4 月）。经济数据走弱，加息周期接近尾声的预期升温，美股一度反弹，但随着经济走弱、科技龙头盈利预期下修，标普 500 跌破 2000 年 5 月低点。2001 年 1 月美联储转向降息叠加小布什呼吁减税，但经济与科技企业业绩压力仍未缓解，美股继续下探。

- 第二阶段（2001 年 4 月至 2001 年 9 月）。科技企业业绩好于分析师大幅下调后的预期，叠加超预期降息，美股再次大幅反弹。但经济和企业盈利持续承压的方向不变，标普 500 跌破 2001 年 4 月低点。

- 第三阶段（2001 年 9 月至 2002 年 10 月）。恐袭的初期冲击逐步消退，货币与财政宽松支撑复苏预期，标普 500 一度反弹。但经济回暖势头减弱，盈利预警和财务丑闻相继冲击市场信心，标普 500 最终跌破 2001 年 9 月低点。

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 分析师
SAC 执业证书：S0640526040001
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 分析师
SAC 执业证书：S0640525100001
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 分析师
SAC 执业证书：S0640526060001
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《积极迹象出现，市场情绪回升，修复行情或将启动》

中航策略周报：《资金再平衡趋势或持续》

中航策略周报：《市场情绪低点已现，关注资金承接力度》

中航策略周报：《第二轮去杠杆行情或已临近尾声》

中航策略周报：《美国中期选举下大类资产表现》

中航策略周报：《温和修复行情可期》

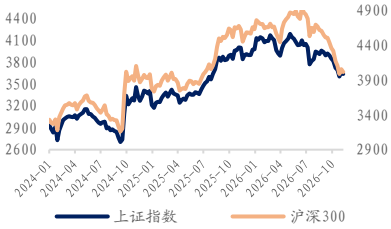
联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- 2002 年 10 月，科技龙头业绩陆续好于预期，部分企业上调全年收入展望，带动美股自低位反弹。此后，企业盈利持续修复，美股最终完成筑底。

- 整体来看，科网泡沫破裂后，美股先经历杀估值，随后盈利预期下修引发“戴维斯双杀”，财务造假曝光又削弱了投资者对上市公司财报的信任。其间，降息、复苏预期升温，以及部分企业单季业绩好于市场大幅下调后的预期，都曾推动阶段性反弹，但企业盈利持续承压，标普 500 屡次跌破前低。美股最终筑底的关键，是企业盈利转入上行周期。此前对科网行情见顶过程的复盘显示，美联储于 1999 年 6 月开启加息周期后，标普 500 成分股的营收和每股收益增速仍继续上行，直至两项增速在 2000 年第一季度回落，标普 500 于 2000 年 3 月见顶。从见顶到筑底，两次复盘指向同一结论：企业盈利周期是主导股市中长期趋势的关键。

- 从行业表现看，半导体及设备、科技硬件与设备在三轮反弹中均位列涨幅前两位，在各轮反弹后的下跌中也均位列跌幅前两位。前两轮下跌中，必需消费和公用事业仍能逆势上涨，体现出防御属性；但后两轮下跌中，跌势扩散至全部样本行业，防御属性行业也跟跌。相对收益来看，必需消费在四轮下跌中均跑赢标普 500。

市场走势：



投资建议：

- 往后看，美伊局势再度焦灼，叠加美国中期选举后数据中心建设进度、英伟达人事变动等因素引发市场对 AI 产业后续景气度的担忧，短期 A 股资金情绪或偏谨慎，建议以红利板块配置为主。后续关注中东局势、AI 产业动态及 APEC 会议进展。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，科创 50（2.11%），表现较强；上证指数（-0.41%）、深证成指（-1.85%）、沪深 300（-0.94%）、创业板指（-1.59%）、中证 500（-2.00%）、中证 1000（-2.28%），表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 0.02%；周期风格表现较弱，下跌 2.57%。分行业来看，申万一级行业中通信、银行、电子表现较强，分别上涨 3.06%、2.11%、1.87%；电力设备、有色金属、美容护理表现较弱，分别下跌 5.45%、4.77%、3.96%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 18737.73 亿元，较上周增加 2744.73 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 20.07 倍，较上周下跌 0.65%。

正文：

本文以 2000 年 3 月美股见顶至 2002 年 10 月触底为观察区间，，复盘科网泡沫破裂后的下跌与筑底过程，重点分析前几轮反弹为何未能扭转跌势，以及 2002 年 10 月形成底部时具备了哪些条件。

泡沫初破（2000 年 3 月至 5 月）。货币政策持续收紧，部分互联网企业的现金耗尽风险受到关注，微软反垄断案带来监管扰动，科技股估值回落。1999 年 6 月至 2000 年 5 月，美联储连续六次加息。泡沫破裂前，一批美国互联网初创企业获得了大量外部投资，但部分企业尚未盈利，有的甚至还没有销售收入。2000 年 3 月，《巴伦周刊》警示，按当时的现金消耗速度，部分互联网企业可能在一年内耗尽现金储备，持续经营面临压力。4 月，微软被裁定违反反垄断法，科技板块的监管压力进一步显现。

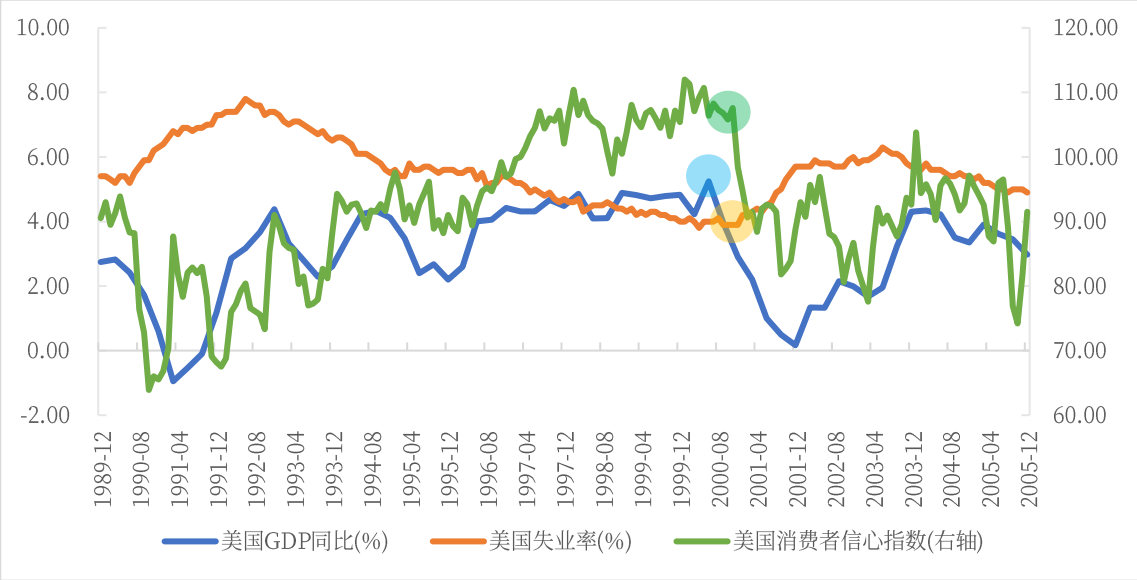
第一阶段（2000 年 5 月至 2001 年 4 月）。经济数据走弱，加息周期接近尾声的预期升温，美股一度反弹，但随着经济走弱、科技龙头盈利预期下修，标普 500 跌破 2000 年 5 月低点。2001 年 1 月美联储转向降息叠加小布什呼吁减税，但经济与科技企业业绩压力仍未缓解，美股继续下探。

2000 年 5 月，美国部分经济数据偏弱，市场对美联储继续加息的担忧缓解，美股随之反弹。2000 年 6 月，法院判决将微软拆分为两家公司，科技板块仍面临监管扰动。2000 年 9 月，英特尔下调收入预期，苹果发布盈利预警，科技龙头的盈利前景开始承压。从随后公布的数据看，美国 GDP 同比增速自 2000 年第三季度起持续回落，标普 500 信息技术板块季度 EPS 同比增速在 2000 年下半年明显回落，随后转负。2000 年第四季度，标普 500 跌破 2000 年 5 月低点。

经济走弱逐步反映在居民信心和就业上。美国消费者信心指数于 2000 年 12 月回落，失业率自 2001 年 1 月开始走高。2001 年 1 月，美联储在两次例行议息会议之间通过电话会议

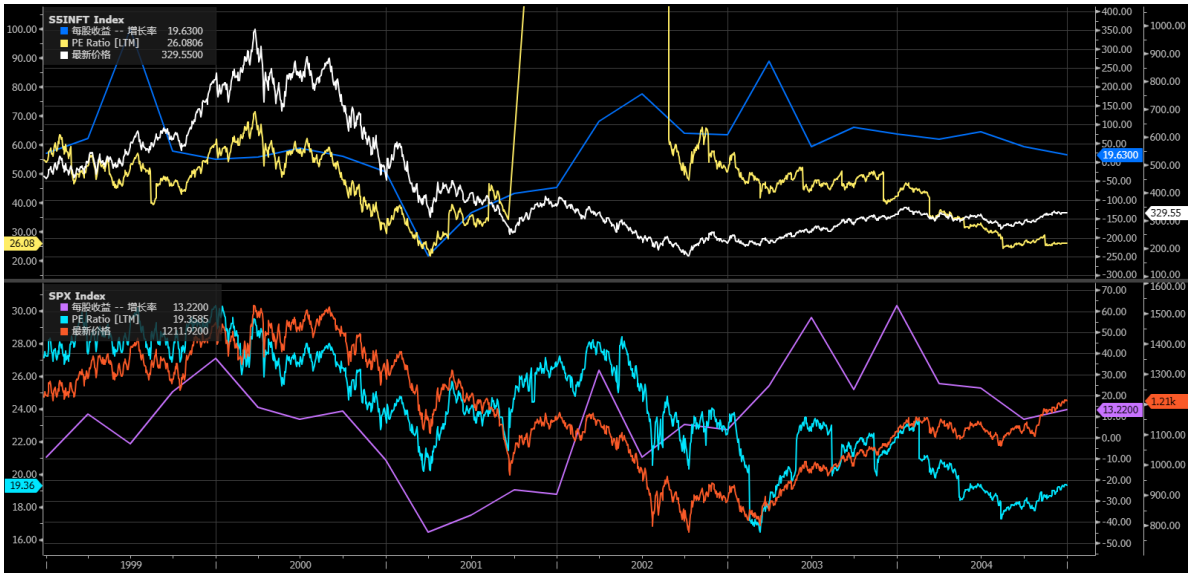
超预期降息 50 个基点，候任总统小布什也公开呼吁加快推进减税。但经济增速仍在放缓，科技行业盈利压力仍未缓解。2000 年 12 月至 2001 年 3 月，朗讯、思科、ADC 等企业相继缩减资本开支，标普 500 继续下探至 2001 年 4 月。美国国家经济研究局（NBER）将 2001 年 3 月至 11 月划为衰退期。

图1 美国宏观经济拐点出现



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 美股即美股科技股表现



资料来源：Bloomberg，中航证券研究所整理（注：S5INFT Index 为标普 500 信息技术板块，SPX Index 为标普 500 指数）

第二阶段（2001 年 4 月至 2001 年 9 月）。科技企业业绩好于分析师大幅下调后的预

期，叠加超预期降息，美股再次大幅反弹。但经济和企业盈利持续承压的方向不变，标普500跌破2001年4月低点。2001年第一季度，科技企业盈利仍弱，但已公布的业绩总体好于分析师大幅下调后的预期，戴尔也维持了此前已下调的盈利指引。2001年4月，美联储通过临时电话会议超预期降息50个基点，提振了市场对经济改善的预期。到了2001年5月，戴尔压缩经营规模，思科继续消化库存。随着美国GDP同比增速持续回落，科技企业的经营压力仍未缓解，美股再度下行。2001年9月，恐怖袭击进一步加剧跌势，标普500跌破2001年4月低点。

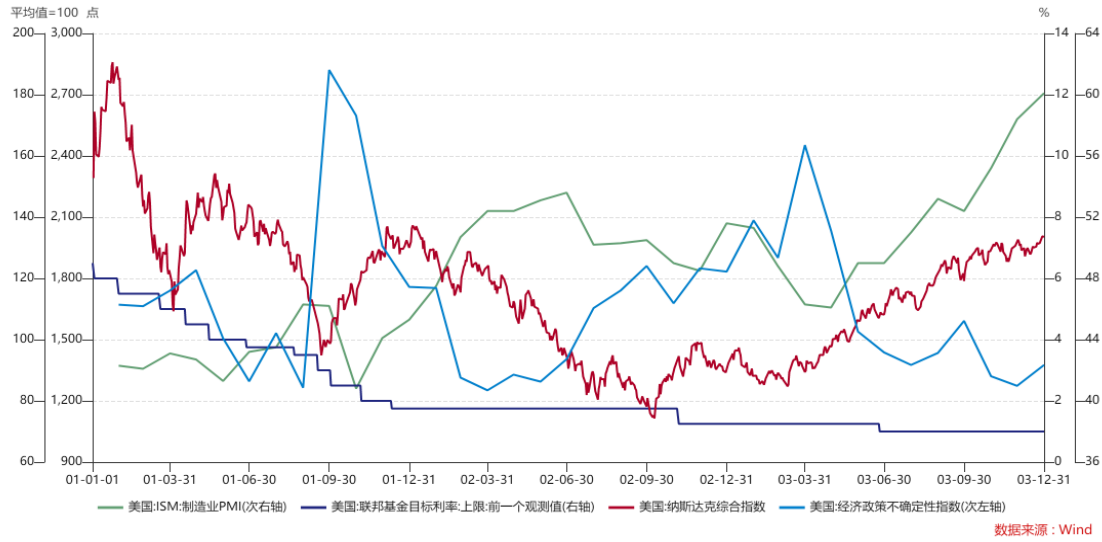
第三阶段（2001年9月至2002年10月）。恐袭的初期冲击逐步消退，货币与财政宽松支撑复苏预期，标普500一度反弹。但经济回暖势头减弱，盈利预警和财务丑闻相继冲击市场信心，标普500最终跌破2001年9月低点。

国际清算银行（BIS）回顾指出，2001年9月恐袭的初期冲击消退后，尽管宏观数据仍偏弱，多国央行迅速放松货币政策，美国也加大财政刺激，投资者重新预期经济将在2002年复苏。标普500随之反弹。此后，ISM制造业PMI于2002年2月重回扩张区间，GDP增速也在2002年第一季度边际回升。

企业财务风险从反弹期间便开始暴露。2001年10月，安然披露巨额亏损，财务造假危机逐步显现。2002年1月，环球电讯申请破产。此后，2002年3月Adelphia表外债务曝光，2002年4月施乐受到会计欺诈指控，世通又于2002年6月披露财务造假，并于2002年7月申请破产。接连发生的事件加深了投资者对上市公司财报可信度的疑虑。盈利前景也在转弱，IBM于2002年4月预警第一季度收入及每股收益将同比下降，英特尔于2002年6月下调收入及毛利率指引，削弱了市场对科技企业盈利回升的信心。

经济回暖也未能持续。ISM制造业PMI于2002年6月升至53.6，随后在2002年7月至9月回落至荣枯线附近。2002年8月，美联储重新强调经济下行风险，同期经济政策不确定性指数走高。随着市场对复苏持续性、企业盈利前景和财报可信度的担忧加深，标普500在多次反弹后震荡下行，于2002年10月创下本轮下跌新低。

图3 2001—2003 年美国宏观指标与纳指走势



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2002 年 10 月，科技龙头业绩陆续好于预期，部分企业上调全年收入展望，带动美股自低位反弹。此后，企业盈利持续修复，美股最终完成筑底。美联储《2002 年度报告》指出，10 月初，标普 500 预期盈利收益率与 10 年期实际美债收益率之差扩大至 1990 年代中期以来高位，股票相对债券的配置吸引力有所提升。产业层面，龙头企业业绩好于预期，提振市场情绪。10 月 9 日盘后，雅虎公布超预期季度业绩并上调全年收入展望，次日纳指收涨 4.4%；此后 10 月 16 至 17 日，IBM 公布持续经营业务每股收益好于市场预期，微软宣布季度业绩超出自身预期、营收创历史新高，进一步缓解科技盈利担忧，支撑 10 月美股反弹延续。

整体来看，科网泡沫破裂后，美股先经历杀估值，随后盈利预期下修引发“戴维斯双杀”，财务造假曝光又削弱了投资者对上市公司财报的信任。其间，降息、复苏预期升温，以及部分企业单季业绩好于市场大幅下调后的预期，都曾推动阶段性反弹，但企业盈利持续承压，标普 500 屡次跌破前低。美股最终筑底的关键，是企业盈利转入上行周期。此前对科网行情见顶过程的复盘显示，美联储于 1999 年 6 月开启加息周期后，标普 500 成分股的营收和每股收益增速仍继续上行，直至两项增速在 2000 年第一季度回落，标普 500 于 2000 年 3 月见顶。从见顶到筑底，两次复盘指向同一结论：企业盈利周期是主导股市中长期趋势的关键。

从行业表现看，半导体及设备、科技硬件与设备在三轮反弹中均位列涨幅前两位，在各轮反弹后的下跌中也均位列跌幅前两位。前两轮下跌中，必需消费和公用事业仍能逆势上涨，体现出防御属性；但后两轮下跌中，跌势扩散至全部样本行业，防御属性行业也跟跌。相对收益来看，必需消费在四轮下跌中均跑赢标普 500。

表 1 美股科网泡沫破裂后标普 500 各主要上涨下跌区间，各主要行业指数表现

下跌		上涨		下跌		上涨		下跌		上涨		下跌	
2000.03.10—2000.05.23		2000.05.23—2000.07.17		2000.7.17—2001.4.4		2001.4.4—2001.5.22		2001.5.22—2001.9.21		2001.9.21—2002.1.4		2002.1.4—2002.10.9	
指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅
必需消费	24.97%	半导体及设备	33.56%	公用事业	14.83%	半导体及设备	45.62%	必需消费	-4.02%	半导体及设备	69.69%	必需消费	-4.30%
金融	22.03%	科技硬件与设备	31.57%	必需消费	11.05%	科技硬件与设备	41.78%	医疗保健	-10.32%	科技硬件与设备	56.26%	能源	-19.29%
医疗保健	17.85%	信息技术	27.97%	原材料	1.80%	信息技术	41.16%	电信服务	-12.18%	信息技术	52.27%	医疗保健	-21.66%
公用事业	16.40%	软件与服务	17.83%	能源	0.60%	软件与服务	39.68%	能源	-23.68%	软件与服务	44.15%	原材料	-25.86%
能源	11.99%	标普500	9.94%	金融	-1.10%	工业	25.59%	金融	-24.47%	可选消费	31.74%	金融	-30.72%
原材料	11.40%	电信服务	7.77%	医疗保健	-6.70%	可选消费	22.05%	公用事业	-24.62%	工业	30.80%	可选消费	-31.38%
工业	9.98%	医疗保健	5.97%	工业	-10.65%	原材料	19.27%	原材料	-25.99%	原材料	26.39%	标普500	-33.75%
可选消费	6.08%	工业	4.85%	可选消费	-18.21%	标普500	18.68%	标普500	-26.24%	金融	22.19%	工业	-37.10%
标普500	-1.52%	可选消费	3.82%	标普500	-26.96%	金融	15.76%	可选消费	-32.93%	标普500	21.40%	软件与服务	-45.27%
半导体及设备	-18.10%	金融	3.59%	电信服务	-33.42%	能源	14.78%	工业	-33.55%	能源	10.45%	公用事业	-47.02%
电信服务	-19.17%	公用事业	2.44%	软件与服务	-48.94%	电信服务	9.08%	软件与服务	-35.58%	医疗保健	7.69%	电信服务	-52.45%
科技硬件与设备	-21.11%	必需消费	0.51%	信息技术	-64.64%	医疗保健	8.30%	半导体及设备	-42.61%	必需消费	5.74%	信息技术	-55.05%
信息技术	-23.62%	能源	-6.36%	科技硬件与设备	-69.03%	公用事业	6.80%	信息技术	-43.01%	电信服务	-1.92%	科技硬件与设备	-59.57%
软件与服务	-29.86%	原材料	-10.80%	半导体及设备	-69.33%	必需消费	1.02%	科技硬件与设备	-46.06%	公用事业	-7.29%	半导体及设备	-63.48%

资料来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

投资建议：

往后看，美伊局势再度焦灼，叠加美国中期选举后数据中心建设进度、英伟达人事变动等因素引发市场对 AI 产业后续景气度的担忧，短期 A 股资金情绪或偏谨慎，建议以红利板块配置为主。后续关注中东局势、AI 产业动态及 APEC 会议进展。

风险提示：

1.国内政策推行不及预期；

2.地缘政治事件超预期；

3.海外流动性超预期收紧。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹，18611188969，chenyd@avicsec.com，S0640125020003
李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
李若熙，17611619787，lirx@avicsec.com，S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者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口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　真：010-59562637