下载日志已记录，仅供内部参考

1995-2002 年，全球资产如何分化？

专题报告

互联网周期系列之二

在互联网周期系列之一《1999–2001 年美股风格如何切换？》中，我们重点复盘了互联网周期见顶前后美股内部行业轮动。但从更长周期看，互联网浪潮并不仅体现为美国科技股的涨跌，其背后还伴随着金融条件、资本流动及产业链变化。本文进一步将视角拓展至完整互联网周期，考察全球主要资产的表现及其背后的驱动因素。

一、互联网周期中全球资产如何表现？

- **互联网产业与资本市场重估以美国为核心，全球股市大致经历“分化期、调整期、繁荣期、非理性繁荣、价值重估、震荡探底”六个阶段，其背后是宏观基本面、金融条件与科技产业周期主导力量的不断切换。**

阶段一：分化期（1995.01–1997.07）。区域分化已在亚洲金融危机全面爆发前形成，该时期美欧主要股指累计上涨 75%以上；亚太明显分化，恒生指数上涨 86%，中国台湾上涨 26%，而日经 225 基本持平、韩国综指下跌 24%。

阶段二：调整期（1997.07–1998.10）。亚洲金融危机爆发并逐步向全球传导。欧美整体表现相对坚韧，标普 500 和德国 DAX 仍分别小幅上涨 6%和 1%；亚太市场则普遍大幅调整，韩国综指跌幅超过 60%。全球市场虽共同受到冲击，但影响程度存在明显差异，区域分化进一步加剧。

阶段三：繁荣期（1998.10–1999.10）。美国货币政策转向宽松、全球经济和风险偏好修复，主要市场共振上涨。其中，受危机冲击较深的韩国反弹显著，累计上涨 175%；纳斯达克上涨 93%，科技资产开始明显跑赢。

阶段四：非理性繁荣（1999.10–2000.03）。即使美联储重新加息，科技景气与市场情绪仍推动资金向科技资产集中，美国科技资产的资金虹吸效应进一步增强，纳指在前期大涨基础上再涨 85%，显著领先其他市场。

阶段五：价值重估（2000.03–2001.09）。科技周期反转，纳指和台湾加权指数跌幅最大，下跌 72%和 62%，其他主要市场跌幅普遍接近 50%。

阶段六：震荡探底（2001.09–2002.10）。政策宽松未能立即扭转调整，但随着基本面企稳及全球风险偏好向非美区域分散，市场修复开始分化，韩国和中国台湾率先上涨 33%和 9%，而美欧主要股指仍延续调整。

二、共同冲击下，为何全球市场表现明显分化？

- **科技共振前：区域分化主导，亚洲金融危机进一步放大市场差异。**

1995–1998 年，区域差异主要由各经济体自身脆弱性与外部冲击主导。

相关报告

1、《住房公积金还能释放多少空间？》2026-08-24
2、《产业研究专题系列报告之六：平台篇—地方投资平台科技产业布局专题研究》2026-08-23
3、《殷鉴之远》2026-08-17

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
宋渊萍 研究助理
songyuanping@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

危机前亚洲内部已明显分化：中国香港受益于金融地产与本地资产重估大幅上涨，日本受资产负债表修复拖累，韩国则面临出口放缓、高杠杆和短期外债累积等问题。

危机后，既有脆弱性集中暴露并向全球传导：1997 年后，亚洲金融危机通过汇率、资本流动和金融条件向实体经济和股市传导；俄罗斯违约及 LTCM 事件进一步将冲击向欧美扩散，但亚太市场调整更为显著。

- **科技共振后：科技为共同主线，资金由美国科技资产转向区域再平衡。1998 年以后，随着金融冲击逐步消退，科技周期成为全球市场的共同主线，但后周期全球风险偏好的区域再平衡进一步推动市场重新分化。**

繁荣阶段全球股市共振上行，但后期资金进一步向美国科技资产集中。随着纳指持续跑赢，科技资产超额收益不断强化资金流入和估值扩张，**形成明显的资金虹吸效应，全球行情逐步由普遍上涨转向美国科技资产领涨。**

2000 年周期反转后，美股大幅回撤并带动全球市场进入价值重估，全球风险偏好普遍下降。随着美国科技资产持续调整、前期高度集中的配置偏好逐步松动，筑底阶段资金开始向非美区域重新分散；叠加各经济体基本面和企业盈利修复节奏不同，部分亚太市场率先企稳。其中，韩国在危机后经济修复与科技景气共同推动下表现最强，中国台湾亦率先转为上涨，而美欧和日本调整持续时间更长。

三、产业扩散如何影响后周期资产表现？

- **互联网资本市场周期与实体需求扩散并不同步，2000 年美股科技资产见顶并不意味着全球互联网需求同步见顶。**

美国较早进入 PC 和互联网普及阶段，而韩国、日本及部分欧洲经济体在 2000 年后仍处于 PC、宽带和互联网用户快速扩散期，全球数字化需求继续增长，并呈现明显的国别错位。**因此，2000 年的周期反转更多体现为资产价格与资本化预期的集中调整，而非全球互联网需求同步见顶。**

- **供给与盈利端的国别分化进一步影响后周期市场修复。**

互联网扩张已形成全球化的信息通信技术（ICT）生产和贸易体系，韩国、芬兰等经济体 ICT 净出口特征较强；**2000 年后美国、日本 ICT 企业收入和盈利明显承压，而韩国等市场仍保持较强的产业和盈利韧性，成为部分市场率先筑底的基本面支撑。**值得注意的是，产业基本面更多为市场修复提供基础，而非唯一驱动，估值出清、本国经济周期及全球资产偏好仍是影响后周期修复节奏的重要因素。

- **风险提示：全球经济产业政策超预期，地缘风险超预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 互联网周期中全球资产表现如何？ 6
二、 共同冲击下，为何全球市场表现明显分化？ 10
1、 1995-1998 年：欧美持续上行，亚太普遍弱势 10
2、 1998-2002 年：亚太开始分化，科技为更重要变量 17
三、 产业扩散如何影响后周期资产表现？ 21
1、 需求端：互联网普及存在明显的国别错位 21
2、 供给端：科技产业分工与企业盈利进一步分化 24

图表目录

图 1：互联网周期全球主要股指表现 7
图 2：美国联邦目标基金利率与 10 年国债收益率（%） 8
图 3：美元指数走势 8
图 4：美国及全球实际 GDP 增速表现（%） 9
图 5：美国互联网用户人数占总人口比重及增长（%） 9
图 6：按地区划分的互联网渗透率（%） 9
图 7：互联网周期全球主要股指表现（1995 至 1998 年） 10
图 8：主要东亚经济体出口收入（十亿美元） 11
图 9：主要东亚经济体出口增速量价拆分（%） 11
图 10：主要东亚经济体实际 GDP 增速（%） 11
图 11：亚洲经济体经常账户余额占 GDP 比重（%） 11
图 12：分化期主要股指累计收益表现 12
图 13：恒生分板块市值比重 12
图 14：中国香港私人住宅售价指数 12
图 15：日本企业现金流与有息负债变化（万亿日元） 13
图 16：日本央行政策利率与汇率走势 13
图 17：韩国制造业及 30 大财阀债务权益比 13
图 18：韩国短期外债总额及占外汇储备比重 13
图 19：调整期主要股指累计收益表现 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：亚洲金融危机的传导机制 15
图 21：主要亚洲经济体汇率走势 15
图 22：主要亚洲经济体净私人资本流动（十亿美元） 15
图 23：俄罗斯净私人资本流动（十亿美元） 16
图 24：俄罗斯汇率及经常账户余额情况 16
图 25：LTCM 净资本与杠杆率变化 16
图 26：美国国债流动性利差 Off-the-run − On-the-run 16
图 27：互联网周期全球主要股指表现（1998 底至 2002 年） 17
图 28：繁荣期主要股指累计收益表现 18
图 29：非理性繁荣期主要股指累计收益表现 18
图 30：价值重估期主要股指累计收益表现 19
图 31：震荡探底期主要股指累计收益表现 19
图 32：主要市场科技板块市值占本市场总市值比（%） 19
图 33：科技板块市值占主要市场科技总市值比（%） 19
图 34：韩国综指及韩国电子指数走势 20
图 35：韩国与美国科技股指相对走势 20
图 36：2001 年前后主要经济体互联网普及率及接入条件 21
图 37：欧美主要经济体 PC 渗透率及变动（%） 22
图 38：亚洲主要经济体 PC 渗透率及变动（%） 22
图 39：欧美主要经济体固定宽带订阅率及变动（%） 23
图 40：亚洲主要经济体固定宽带订阅率及变动（%） 23
图 41：欧美主要经济体互联网渗透率及变动（%） 23
图 42：亚洲主要经济体互联网渗透率及变动（%） 23
图 43：主要经济体 ICT 增加值占总商业部门增加值比重（%） 24
图 44：主要经济体 ICT 产品出口情况 25
图 45：欧美主要经济体上市公司净利率（%） 25
图 46：亚洲主要经济体上市公司净利率（%） 25
图 47：TOP250 主要经济体公司营收表现（十亿美元） 26
图 48：TOP250 主要经济体公司净利表现（十亿美元） 26

表 1：互联网周期各指数收益表现 7
表 2：互联网周期金融条件变动趋势及总结 8

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：主要经济体互联网产业周期与后周期市场表现对比 26

下载日志已记录，仅供内部参考

一、互联网周期中全球资产表现如何？

在互联网周期系列之一《1999–2001 年美股风格如何切换？》中，我们重点复盘了互联网周期见顶前后美股内部的行业轮动。但从更长周期来看，互联网浪潮并不仅体现为美国科技股的涨跌，其背后还伴随着金融条件变化、跨境资本流动及产业周期演进。因此，本文进一步将视角拓展至完整互联网周期，考察全球主要资产的表现及其背后的驱动因素。

结合互联网周期中全球主要资产的表现，我们将其划分为“分化期、调整期、繁荣期、非理性繁荣、价值重估、震荡探底”六个阶段。

阶段一：分化期（1995 年 1 月至 1997 年 7 月）。互联网及信息技术快速发展推动美国股市率先进入持续上行阶段，标普 500 和纳指分别累计上涨约 97%和 94%。欧洲股市亦同步走强，而亚太市场相对落后，区域内部呈现明显分化。

阶段二：调整期（1997 年 7 月至 1998 年 10 月）。亚洲金融危机自泰国爆发并向东亚其他经济体扩散，叠加 1998 年俄罗斯违约及 LTCM 危机，全球风险偏好和金融条件明显收紧。欧美股市进入震荡调整，而受到金融危机直接冲击的亚太市场跌幅更为明显。

阶段三：繁荣期（1998 年 10 月至 1999 年 10 月）。随着危机逐步缓解，美联储连续降息、全球流动性条件改善，风险偏好快速修复。叠加互联网及信息技术产业景气上行，科技资产重新进入快速上涨阶段。1999 年全球主要市场普遍上行，互联网行情由此前以欧美市场为主，逐渐演变为全球科技资产的共振上涨。

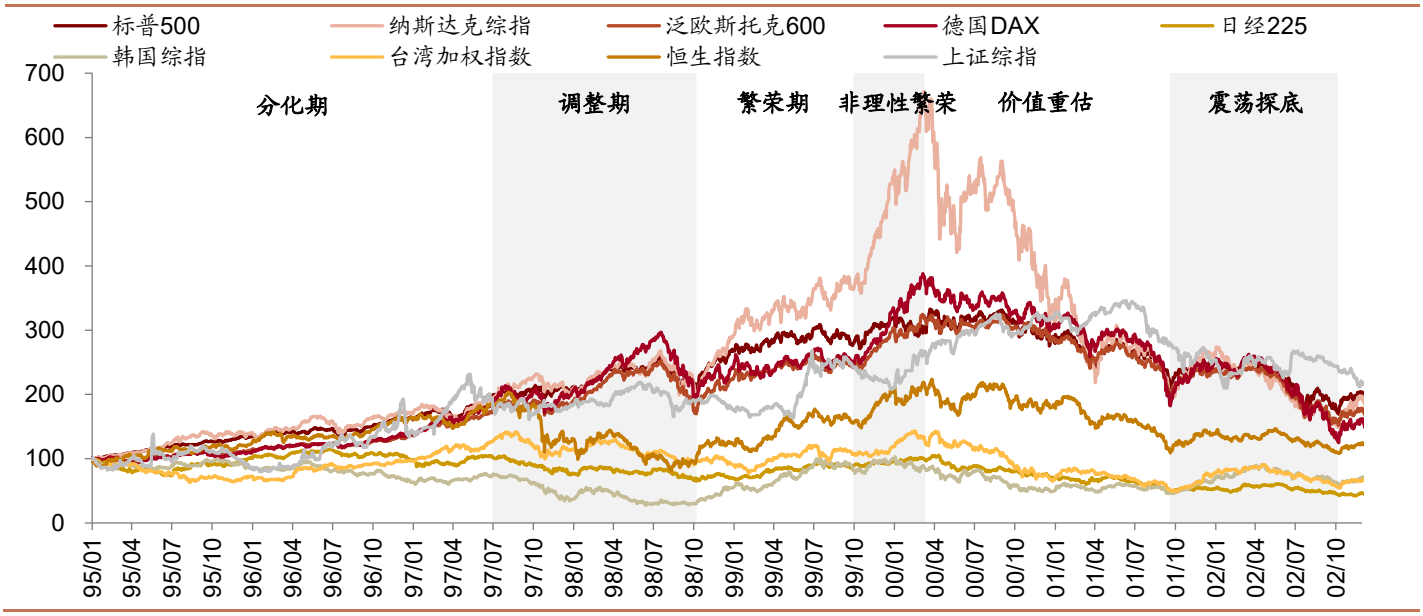
阶段四：非理性繁荣（1999 年 10 月至 2000 年 3 月）。互联网叙事进一步强化，科技资产持续跑赢形成明显的资金虹吸效应，推动资金加速向美国科技股集中。纳指自 1999 年四季度开始陡峭上涨，并于 2000 年 3 月达到周期高点，互联网繁荣转向以估值扩张和情绪强化为主导的最后阶段。

阶段五：价值重估（2000 年 3 月至 2001 年 9 月）。市场开始重新评估此前建立在持续高增长基础上的估值水平，科技资产进入盈利与估值的双重调整。纳斯达克快速回落，全球主要股市亦逐步进入下行阶段。

阶段六：震荡探底（2001 年 9 月至 2002 年 10 月）。尽管货币政策持续宽松、流动性环境明显改善，但企业盈利仍处于调整过程中，叠加安然、世通等会计与信用风险事件冲击市场信心，全球主要股指继续震荡探底。与此同时，随着前期集中于美国科技资产的配置偏好逐步松动，资金开始向非美区域分散，叠加各经济体基本面和产业周期分化，韩国、中国台湾等市场率先修复，而美欧主要股指仍延续调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：互联网周期全球主要股指表现



资料来源：iFinD，招商证券，以 1995 年 1 月为基期

表 1：互联网周期各指数收益表现

	美国		欧洲		亚太			
	标普500	纳斯达克综指	泛欧斯托克600	德国DAX	日经225	韩国综指	台湾加权指数	恒生指数
分年度收益率								
1995	34.1%	39.9%	13.3%	7.3%	0.7%	-14.1%	-27.4%	23.0%
1996	20.3%	22.7%	20.9%	27.8%	-2.6%	-26.2%	34.0%	33.5%
1997	31.0%	21.6%	37.6%	47.1%	-21.2%	-42.2%	18.1%	-20.3%
1998	26.7%	39.6%	18.5%	17.7%	-9.3%	49.5%	-21.6%	-6.3%
1999	19.5%	85.6%	35.9%	39.1%	36.8%	82.8%	31.6%	68.8%
2000	-10.1%	-39.3%	-5.2%	-7.5%	-27.2%	-50.9%	-43.9%	-11.0%
2001	-13.0%	-21.1%	-17.1%	-19.8%	-23.5%	37.5%	17.1%	-24.5%
2002	-23.4%	-31.5%	-31.8%	-43.9%	-18.6%	-9.5%	-19.8%	-18.2%
分阶段收益率								
一 分化期 (1995.01-1997.07)	96.8%	93.6%	75.8%	85.4%	2.4%	-24.3%	26.3%	85.5%
二 调整期 (1997.07-1998.10)	6.1%	-2.5%	-3.4%	1.1%	-35.5%	-60.7%	-22.5%	-47.8%
三 繁荣期 (1998.10-1999.10)	33.7%	92.9%	42.2%	31.5%	36.0%	175.0%	10.4%	60.4%
四 非理性繁荣 (1999.10-2000.03)	8.8%	84.5%	33.4%	55.6%	11.5%	6.2%	22.5%	40.0%
五 价值重估 (2000.03-2001.09)	-30.8%	-71.8%	-41.4%	-52.5%	-51.6%	-47.0%	-61.9%	-49.9%
六 震荡探底 (2001.09-2002.10)	-18.7%	-21.3%	-17.9%	-29.6%	-9.1%	32.8%	9.2%	0.0%

资料来源：iFinD，招商证券

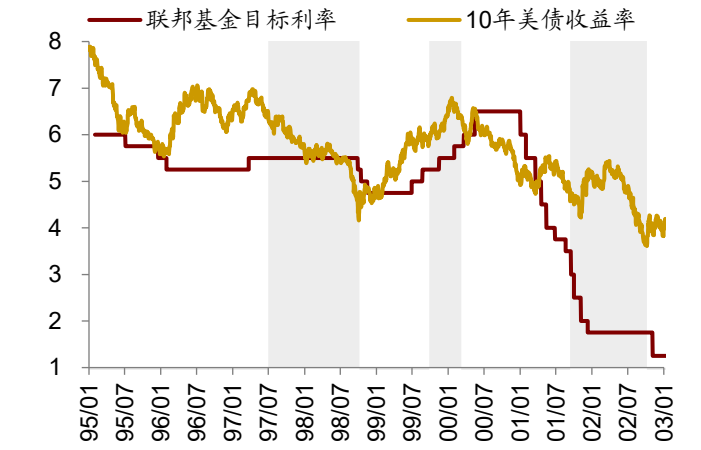
美国货币政策与美元周期既对美股形成支撑，亦是影响全球市场的重要因素。金融条件方面，1995 年美联储转向降息，长端利率从高位回落，美国流动性环境改善；与此同时，1995–1997 年美元持续走强，美元资产吸引力上升，并对部分亚洲经济体的出口竞争力和外币融资环境形成压力，加剧其外部失衡。1998 年亚洲金融动荡向俄罗斯及欧美市场扩散后，美联储连续降息，全球流动性与风险偏好迅速修复，推动全球股市重新上行。

1999 年后，重新进入加息周期，但在盈利预期与市场情绪推动下，资金进一步

下载日志已记录，仅供内部参考

向美国科技资产集中，纳指加速上涨，而全球其他主要股指涨幅相对有限，科技资产的资金虹吸效应明显增强。2000 年周期见顶后，长端美债收益率率先回落，美联储则于 2001 年初开启快速降息，以应对经济增长和企业盈利持续走弱，但政策宽松未能立即扭转股市调整。

图 2：美国联邦目标基金利率与 10 年国债收益率（%）



资料来源：iFinD，招商证券

图 3：美元指数走势



资料来源：iFinD，招商证券

表 2：互联网周期金融条件变动趋势及总结

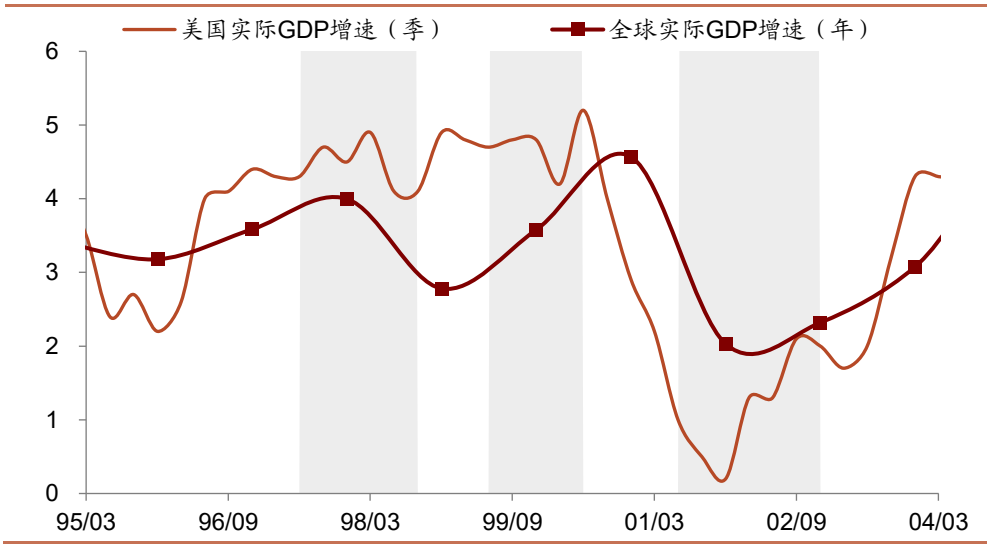
阶段	政策利率	10年美债	美元指数	金融条件判断
一、分化期 1995.01–1997.07	95-96降息三次(6%→5.25%)，97/3加息一次(5.25%→5.5%)	波动下行	明显升值	美国金融条件总体改善，强美元逐步加大外围经济体压力
二、调整期 1997.07–1998.10	前期维持5.5%，98/9开始降息	快速下行	高位震荡升势放缓后期走弱	美国长端利率在避险需求下回落，亚洲则因资本外流和汇率压力出现明显金融收紧
三、繁荣期 1998.10–1999.10	98/9-98/11降息三次(5.5%→4.75%)，99/7起重新加息	明显上行	重新升值后期回调	危机后流动性与风险偏好修复，随后经济走强推动利率回升，但股市继续扩张
四、非理性繁荣 1999.10–2000.03	持续加息99/6-00/5加息六次(5%→6.5%)	整体上行高位震荡	震荡上行	货币条件逐步收紧，但尚未逆转科技股的盈利预期与市场情绪
五、价值重估 2000.03–2001.09	00/5最后一次加息后，2001年快速降息11次(6.5%→1.75%)，2002进一步降至1.25%	整体下行	高位震荡	政策由主动收紧转向应对增长下行，但宽松未能阻止盈利下修与股市调整
六、震荡筑底 2001.09–2002.10		震荡下行	美元转弱	金融环境进一步宽松，但经济与企业盈利修复存在滞后，股市逐步完成筑底

资料来源：iFinD，招商证券

经济基本面整体经历“扩张、扰动、再修复、衰退、企稳”的过程。经济环境方面，互联网繁荣期总体处于全球经济扩张阶段，其中美国经济表现尤其强劲；1997–1998 年亚洲金融危机一度拖累全球增长，但美国仍保持较强韧性，随着金融风险缓解，全球经济随后重新改善。2000 年后，科技投资回落叠加美国经济衰退，全球增长明显放缓，直至 2002–2003 年在政策宽松和需求修复下逐步企稳。

下载日志已记录，仅供内部参考

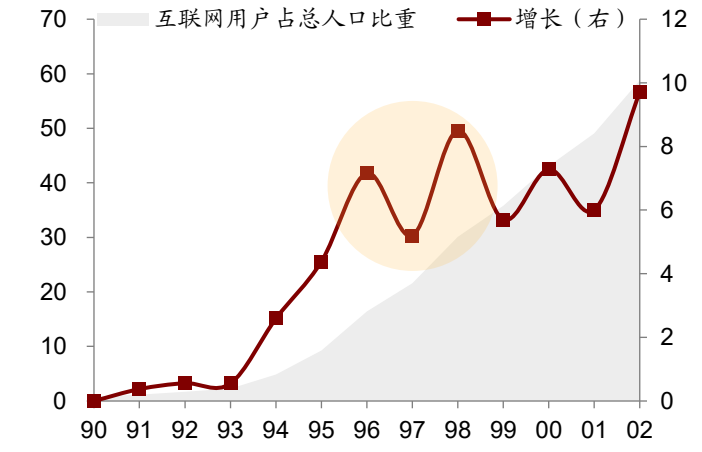
图 4：美国及全球实际 GDP 增速表现（%）



资料来源：iFinD，招商证券

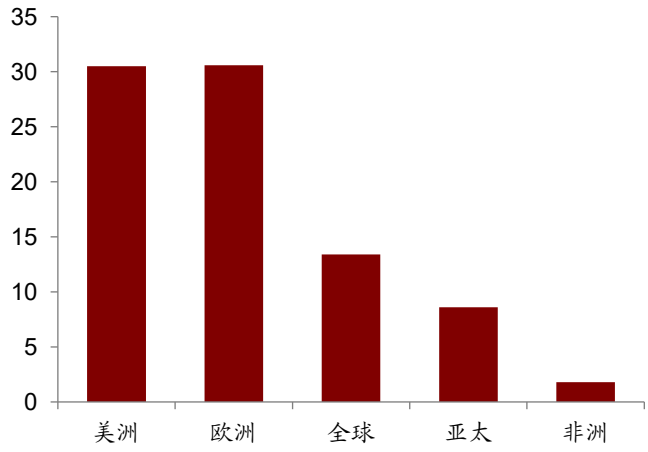
互联网快速普及为科技资产上涨提供了产业基础。产业趋势方面，美国互联网渗透率自 1993 年前后开始快速上行，1990 年代中后期用户份额增长长期维持高位。区域来看，互联网普及明显集中于欧美等发达经济体，截至 2004 年欧美互联网渗透率仍显著高于全球平均水平，互联网产业扩张也因此首先在美国和欧洲形成较强的需求与资本市场映射。

图 5：美国互联网用户人数占总人口比重及增长（%）



资料来源：FRED，招商证券

图 6：按地区划分的互联网渗透率（%）



资料来源：ITU，招商证券，数据为 2004 年

整体来看，互联网周期以美国为核心，全球资产表现由产业周期与金融条件共同驱动。互联网繁荣推动科技行情从美国向全球扩散，而美国货币政策、美元周期及跨境资本流动则放大了不同经济体之间的阶段性差异，最终形成“区域分化、全球共振、价值重估、重新分化”的资产演变路径。

下载日志已记录，仅供内部参考

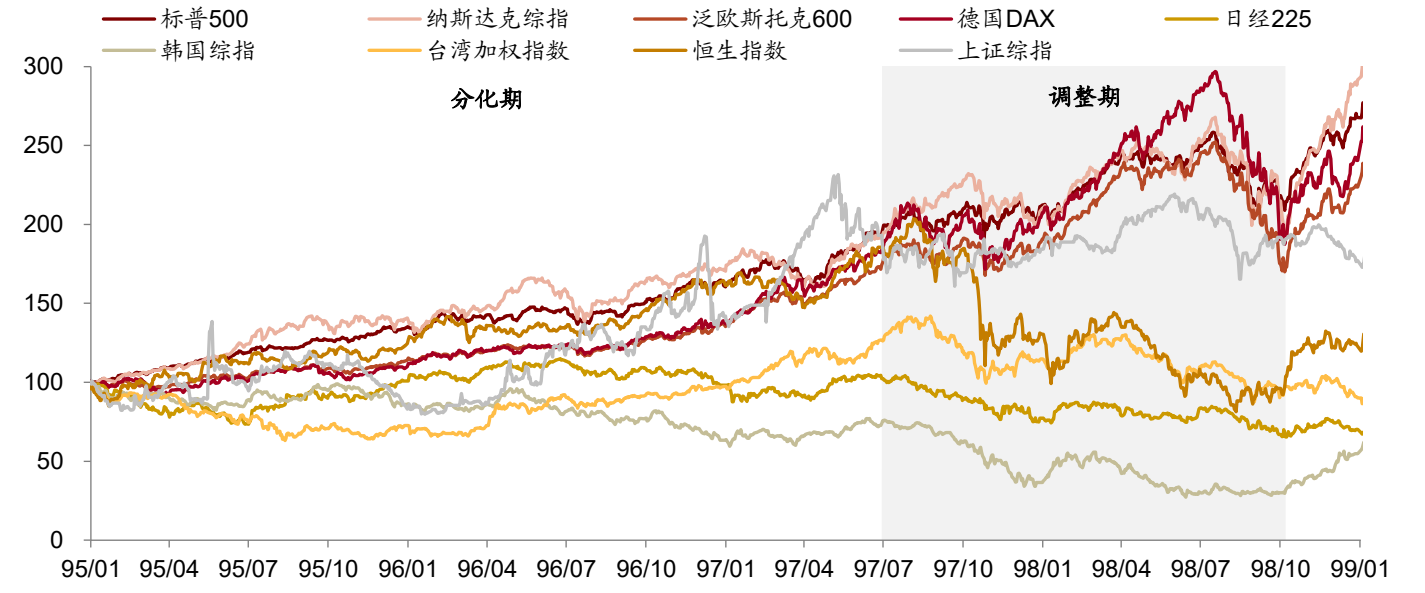
二、共同冲击下，为何全球市场表现明显分化？

不同阶段主导区域资产分化的因素并不相同。1995–1998 年，美元走强、亚洲金融危机等宏观与金融冲击主导区域差异，欧美持续上行而亚太整体承压；1998 年后，随着金融条件修复，区域差异逐步由宏观冲击转向产业暴露，科技产业参与度成为影响各市场相对表现的更重要变量。

1、1995–1998 年：欧美持续上行，亚太普遍弱势

1995–1998 年，欧美主要股指总体处于上行周期，而亚太市场整体表现明显偏弱。一方面，互联网产业及相关资本市场主要集中于美国，亚太主要股指对这一轮科网估值扩张的直接暴露相对有限；**另一方面，**1997–1998 年亚洲金融危机进一步冲击亚太地区的汇率、资本流动和实体经济，放大了区域市场与欧美市场之间的表现差异。

图 7：互联网周期全球主要股指表现（1995 至 1998 年）



资料来源：iFinD，招商证券，以 1995 年 1 月为基期

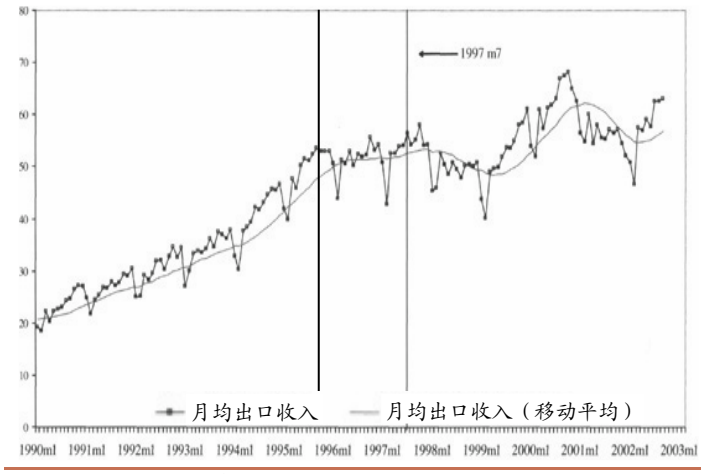
在全球科技行情进入共振上行之前，亚洲经济体呈现出一定的内部脆弱性。尽管不同经济体的产业结构和金融条件存在差异，但外贸依赖较高、对外部需求和资本流动较为敏感，是该时期的共同特征。

东亚经济高度依赖外部贸易，危机前出口环境已边际转弱。主要亚太经济体贸易开放度较高，经济增长与企业盈利对全球贸易较为敏感。1995 年后，东亚出口价格增速持续回落，但出口量在危机前仍保持增长，表明外贸压力最初主要来自价格端；亚洲金融危机爆发后，融资条件恶化、区域内需收缩和贸易传导

下载日志已记录，仅供内部参考

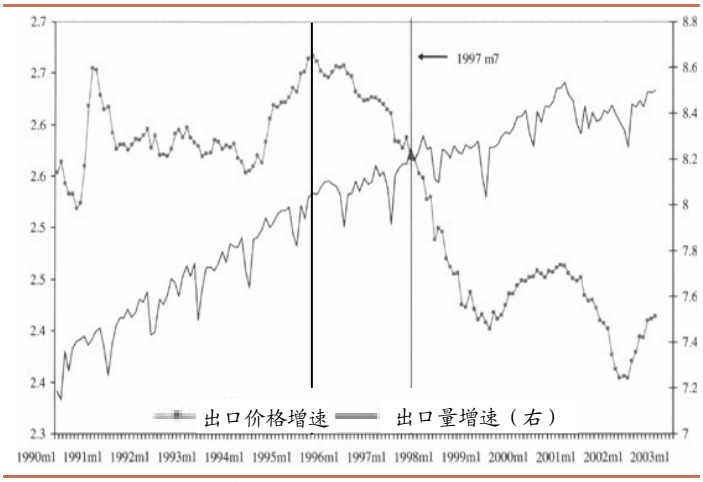
进一步压低出口，外部压力逐渐由价格端向数量端扩散。

图 8：主要东亚经济体出口收入（十亿美元）



资料来源：IMF，招商证券，含中国香港、印尼、马来西亚、韩国、新加坡及泰国

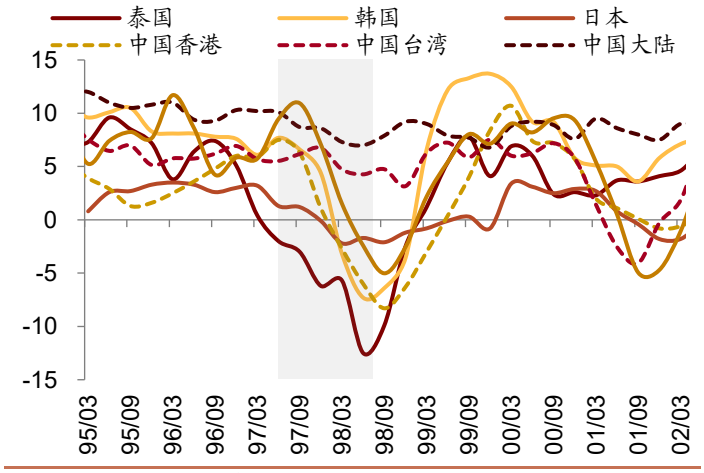
图 9：主要东亚经济体出口增速量价拆分（%）



资料来源：IMF，招商证券，含中国香港、印尼、马来西亚、韩国、新加坡及泰国

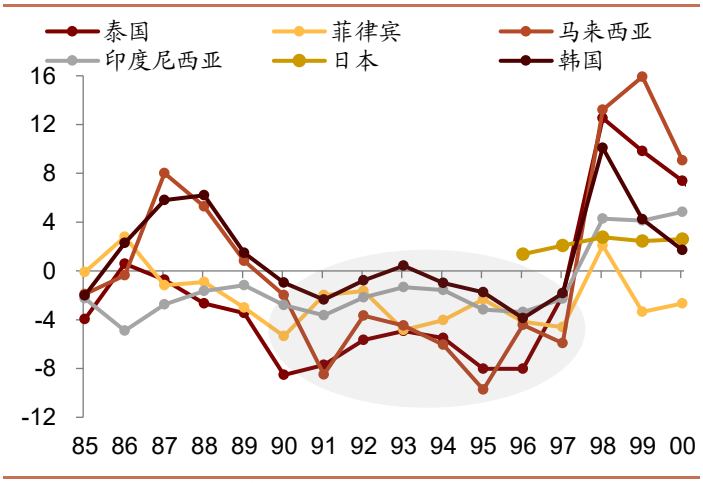
与此同时，部分东亚经济体的外部失衡已经积累，但危机前实体经济总体仍具韧性。1990–1997 年，部分东亚经济体经常账户长期处于逆差，对外部融资和资本流入的依赖较高；但同期多数经济体仍保持较快增长，金融脆弱性尚未普遍传导至实体经济。亚洲金融危机爆发后，资本流动逆转、金融条件收紧和内需走弱逐步向实体经济传导，泰国、韩国、中国香港及部分东南亚经济体在 1998 年明显放缓甚至收缩，而中国大陆和中国台湾受到的冲击相对有限。

图 10：主要东亚经济体实际 GDP 增速（%）



资料来源：iFinD，招商证券

图 11：亚洲经济体经常账户余额占 GDP 比重（%）



资料来源：iFinD，招商证券

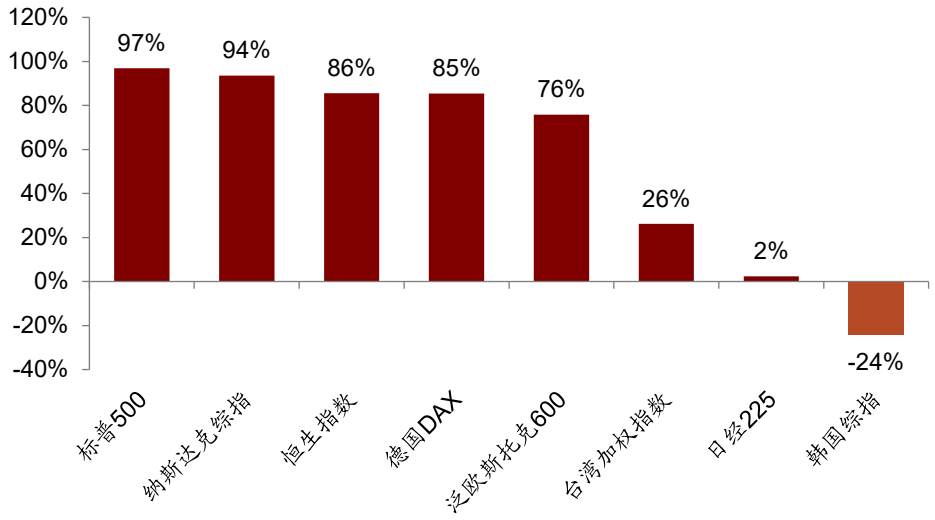
（1）分化期：欧美科技重估与亚洲脆弱性积累

亚洲金融危机爆发前，全球股市的区域分化已经较为明显。分化期内，欧美股市受益于互联网渗透加速、经济扩张以及相对宽松的金融环境，整体延续上涨，其中标普 500 及纳指累计上涨超过 90%，DAX 和泛欧斯托克 600 亦上行 80%

下载日志已记录，仅供内部参考

左右。亚洲市场则明显分化，恒生指数同期大幅上行，而日本、韩国明显偏弱，中国台湾涨幅亦相对有限。这也表明了，**亚洲市场的分化在危机前已经形成，其背后除科技产业暴露差异外，还受到各经济体自身增长、金融体系及外部环境的影响。**

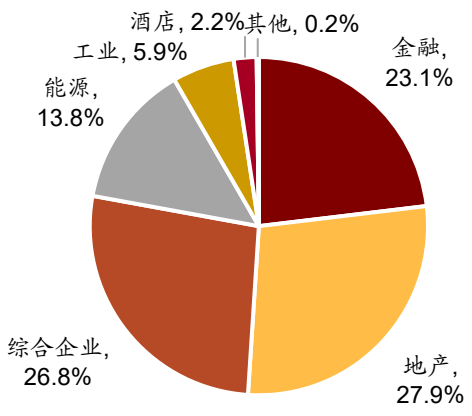
图 12：分化期主要股指累计收益表现



资料来源：iFinD，招商证券，累计收益为 1995 年 1 月至 1997 年 7 月

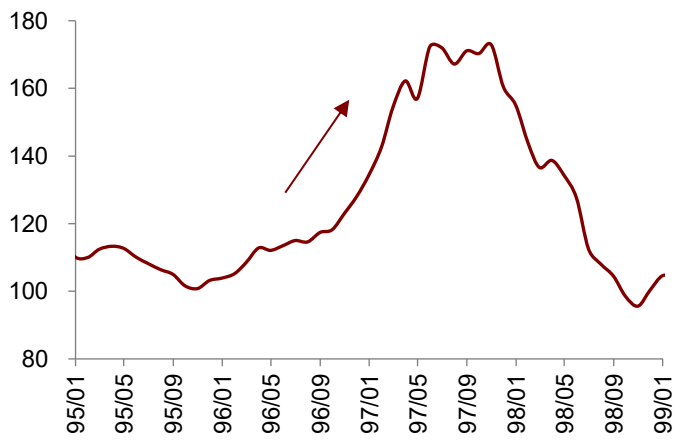
中国香港是该阶段亚洲市场最突出的例外，其上涨更多体现为金融地产主导的本地资产重估。1995 年至 1997 年 7 月，恒生指数累计上涨 86%，与欧美主要股指表现接近，但行情并非主要由互联网产业驱动。当时港股市值高度集中于金融、地产及综合企业；与此同时，中国经济改善及香港与内地经济联系深化支撑增长预期，而香港联系汇率制度下利率随美国宽松而回落，进一步推动房地产市场和内需修复。住宅价格持续上涨，并通过地产、银行等权重板块向股市传导。

图 13：恒生分板块市值比重



资料来源：SFC HK，招商证券，数据为 1996 年 3 月

图 14：中国香港私人住宅售价指数

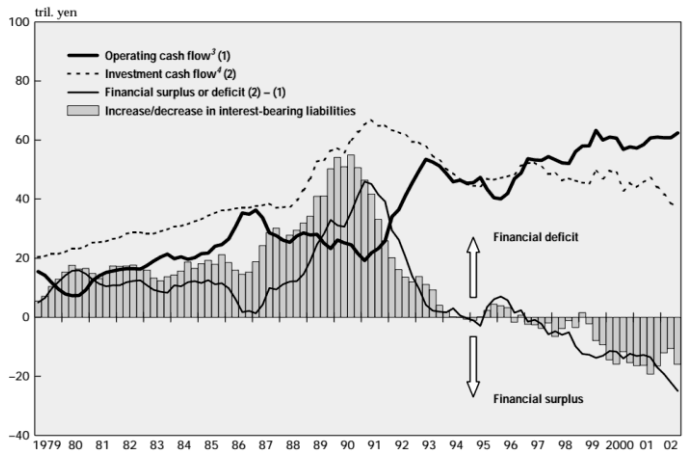


资料来源：iFinD，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

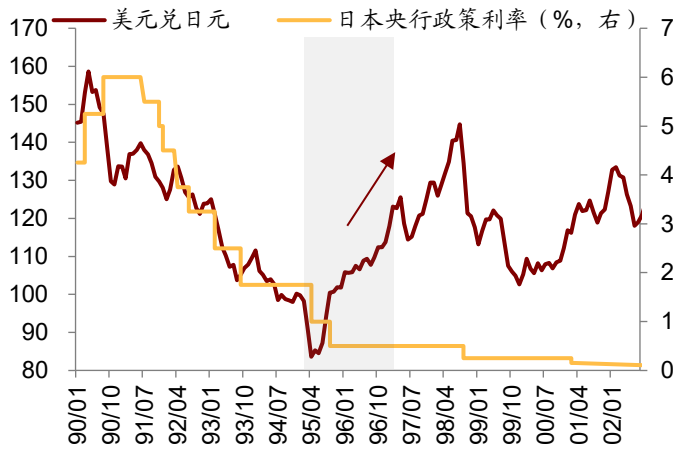
日本股市的弱势主要受到泡沫破裂后的资产负债表修复拖累，并通过日元贬值进一步影响区域竞争格局。1990 年代初资产价格大幅调整后，日本企业持续压缩投资、偿还债务，企业去杠杆与银行体系不良贷款处置共同制约信用扩张和国内投资；尽管货币政策持续宽松，日本股市仍未能同步受益于全球科技行情。与此同时，日元在 1995 年上半年快速升值后转向贬值，而多个东亚经济体货币与美元保持较强联系，使其相对日元升值，削弱了韩国、泰国、印度尼西亚等经济体相对日本的出口竞争力，并进一步加大区域外贸压力。

图 15：日本企业现金流与有息负债变化（万亿日元）



资料来源：BoJ，招商证券

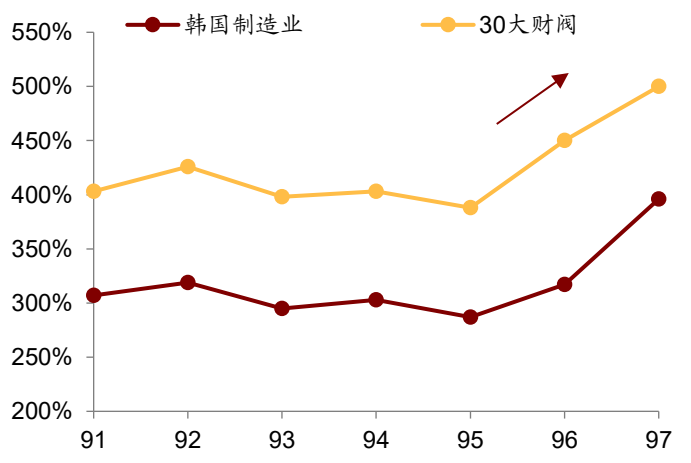
图 16：日本央行政策利率与汇率走势



资料来源：iFinD，招商证券

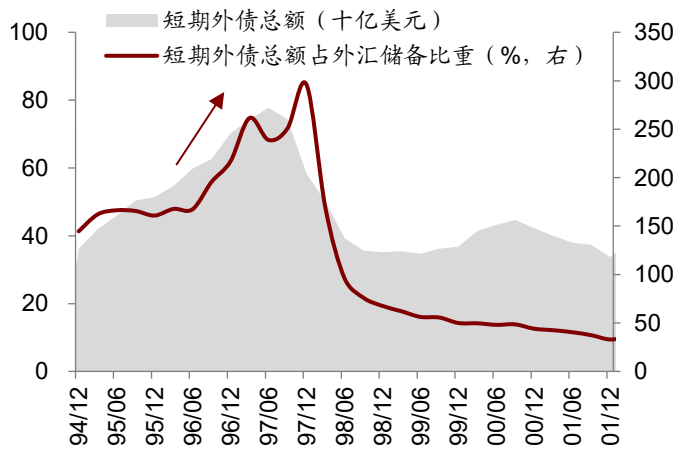
韩国的弱势更多来自出口放缓与国内高杠杆的叠加。1996 年前后韩国出口增速明显回落，企业盈利开始承压；与此同时，企业部门尤其大型财阀杠杆率长期处于高位，制造业及 30 大财阀的债务权益比持续偏高，而短期外债规模及其占 GDP 比重快速上升，使企业和金融体系对外部融资条件变化高度敏感。因此，在亚洲金融危机正式爆发前，韩国已经同时面临盈利走弱、高杠杆与短期外债累积的压力，股市表现明显偏弱。

图 17：韩国制造业及 30 大财阀债务权益比



资料来源：IMF，招商证券

图 18：韩国短期外债总额及占外汇储备比重



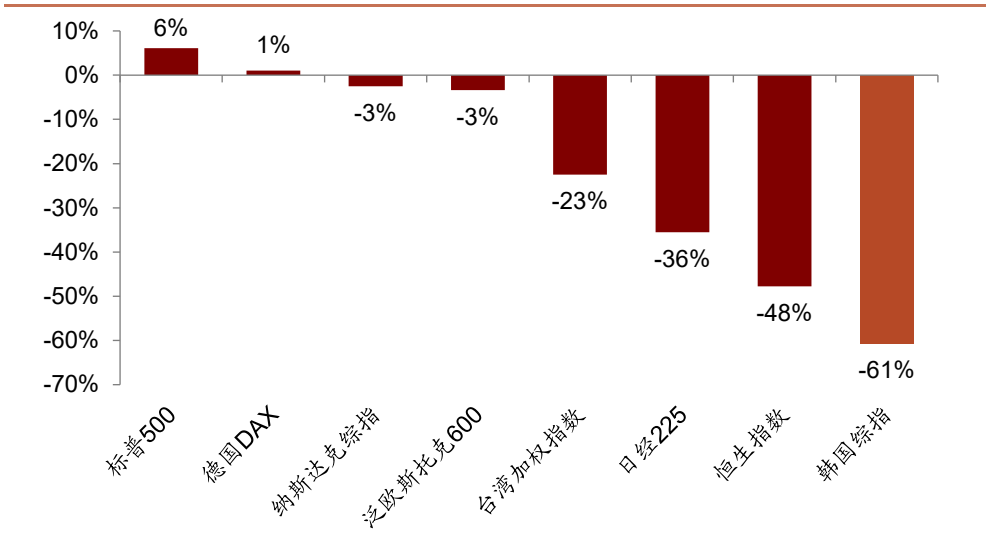
资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）调整期：亚洲金融危机放大区域分化并进一步外溢

进入 1997 年 7 月至 1998 年 10 月的调整期后，全球股市的区域分化进一步加剧。欧美市场整体表现相对稳健，标普 500 仍累计上涨约 6%，德国 DAX 基本持平，纳斯达克和泛欧斯托克 600 仅小幅回落；而亚太股市普遍大幅下跌，韩国及中国香港跌幅尤为明显。亚洲金融危机是这一阶段区域分化的主要来源，后期俄罗斯违约和 LTCM 危机进一步将压力向欧美市场传导。

图 19：调整期主要股指累计收益表现



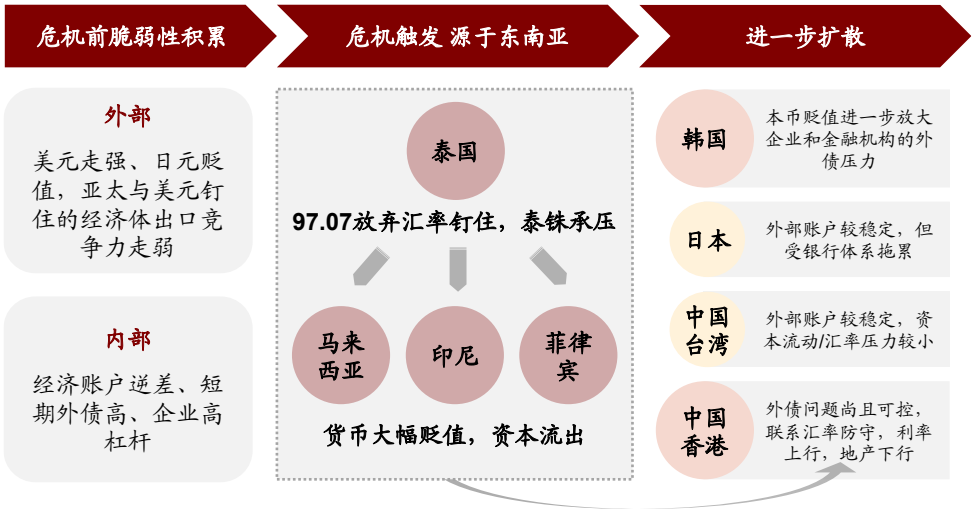
资料来源：iFinD，招商证券，累计收益为 1997 年 7 月至 1998 年 10 月

亚洲金融危机是外部环境恶化与区域内部脆弱性积累后的集中暴露。1995 年后美元走强、日元贬值及出口环境转弱，使部分东亚经济体外部压力持续上升。1997 年 7 月，泰国在资本外流、外汇储备下降及汇率投机压力下放弃泰铢钉住，货币贬值与资本流出相互强化，并通过外币负债、信用收缩和风险重估迅速向其他亚洲经济体扩散，危机由汇率冲击进一步传导至金融体系、实体经济和股票市场。

韩国和中国香港分别体现了“外债脆弱性”与“联系汇率约束”下的两种典型传导机制。韩国企业高杠杆、银行体系对短期外币融资依赖较高，海外融资骤然收缩后，外汇流动性迅速恶化，本币贬值进一步放大企业和金融机构的外债压力，推动股市深度调整。**中国香港**外债问题尚且可控，但在区域货币普遍贬值背景下，为维持联系汇率需要承受更紧的本地金融条件，利率上升叠加前期房地产价格高位，使地产和金融板块受到明显冲击，形成“汇率防守、利率上升、地产调整、股市下跌”的传导链条。**相比之下，中国台湾**凭借较稳健的外部账户、充足的外汇储备和较低的外债压力，受到的资本流动和汇率冲击相对有限；**日本**外部账户亦较为稳定，但其自身银行体系问题与亚洲需求下滑仍使股市受到明显拖累。

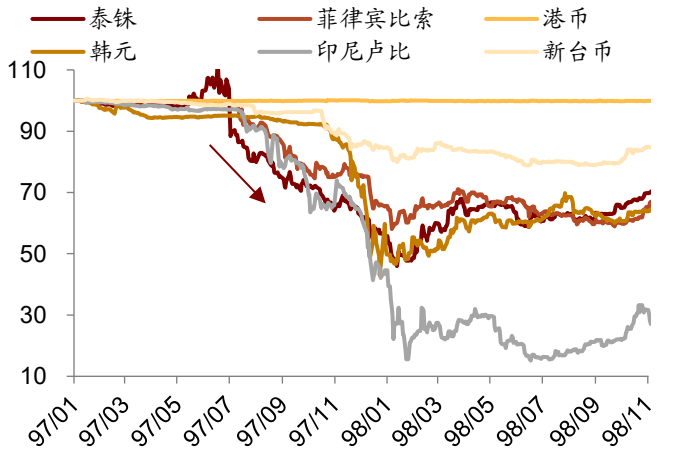
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：亚洲金融危机的传导机制



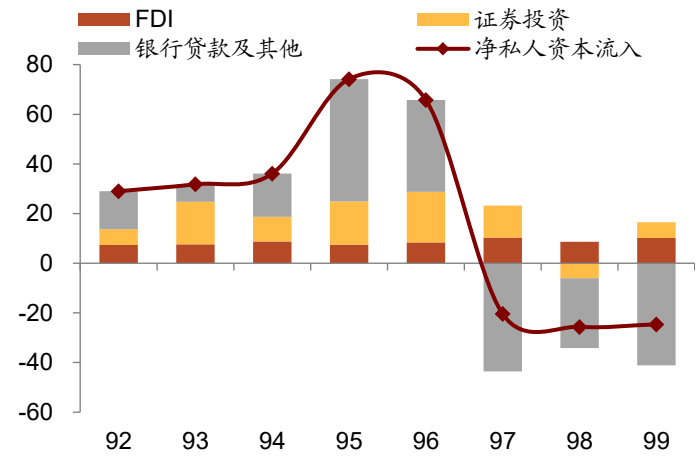
资料来源：IMF，招商证券

图 21：主要亚洲经济体汇率走势



资料来源：iFinD，招商证券，以 1997 年 1 月为基期，向下为贬值

图 22：主要亚洲经济体净私人资本流动（十亿美元）



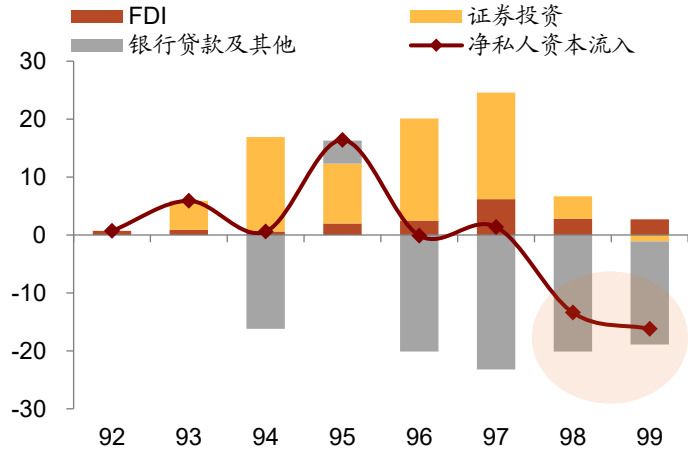
资料来源：IMF，招商证券，含印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国等受到危机冲击最严重的经济体

亚洲金融危机进一步加剧了俄罗斯自身积累的财政与外部融资压力。危机前俄罗斯财政基础较为薄弱，政府高度依赖短期国债滚动融资；亚洲危机爆发后，新兴市场风险偏好下降、跨境资本撤离，叠加油价和其他大宗商品价格下跌削弱出口及财政收入，俄罗斯私人资本由净流入转为大规模净流出，卢布汇率和政府债务融资压力持续上升。

1998 年 8 月，俄罗斯财政和外部融资压力最终演化为主权债务与汇率危机。8 月 17 日，俄罗斯政府扩大卢布汇率浮动区间、宣布重组部分卢布计价政府债务，并对部分私人外债支付实施 90 天暂停；9 月初卢布进一步转向浮动。俄罗斯危机使此前主要集中于亚洲和新兴市场的风险进一步向全球金融市场扩散，投资者避险情绪快速升温、信用利差扩大和市场流动性收紧，并在随后长期资本管理公司（LTCM）危机中进一步放大，成为 1998 年全球金融市场调整的重要转折点。

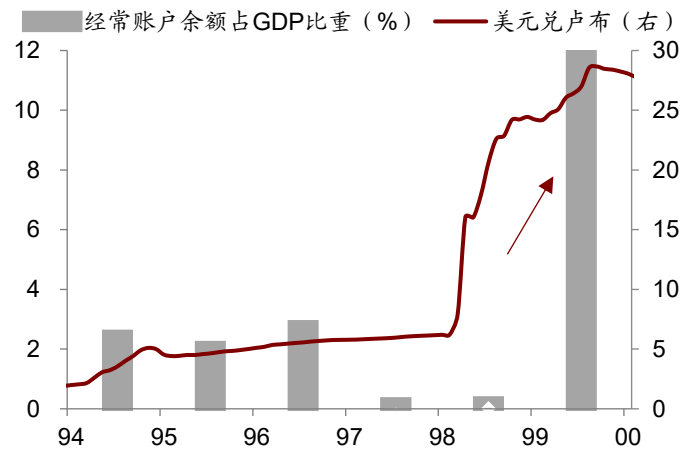
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：俄罗斯净私人资本流动（十亿美元）



资料来源：IMF，招商证券

图 24：俄罗斯汇率及经常账户余额情况

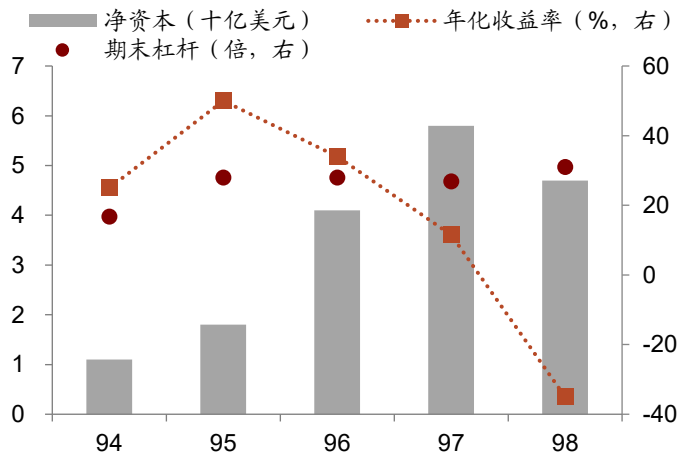


资料来源：iFinD，招商证券

LTCM 危机进一步放大了俄罗斯违约后的全球流动性冲击。长期资本管理公司（LTCM）是一家主要依靠高杠杆进行相对价值套利的大型对冲基金，其核心策略是押注不同资产之间的价差最终收敛。1998 年俄罗斯危机后，市场避险和流动性偏好急升，最新发行（on-the-run）美债受到追捧，而非最新发行（off-the-run）美债流动性相对较弱，二者收益率利差明显扩大，导致其亏损严重。1998 年 3–7 月 LTCM 年化收益率降至-35%，杠杆升至 31 倍，随后资本继续缩水并被迫去杠杆，进一步加剧市场流动性压力。同年 9 月，在纽约联储协调下，14 家金融机构参与 LTCM 资本重组；随后美联储于 9 月至 11 月连续三次降息，市场流动性与金融条件逐步趋稳。

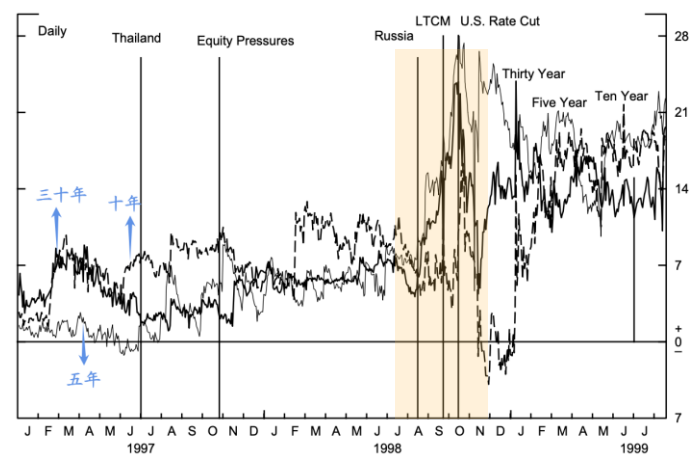
俄罗斯危机与 LTCM 冲击也直接对应了 1998 年三季度欧美股市的阶段性调整，而随着政策宽松和流动性压力缓解，主要股指于 10 月前后逐步企稳并重新上行。

图 25：LTCM 净资本与杠杆率变化



资料来源：纽约联储，招商证券

图 26：美国国债流动性利差 Off-the-run − On-the-run



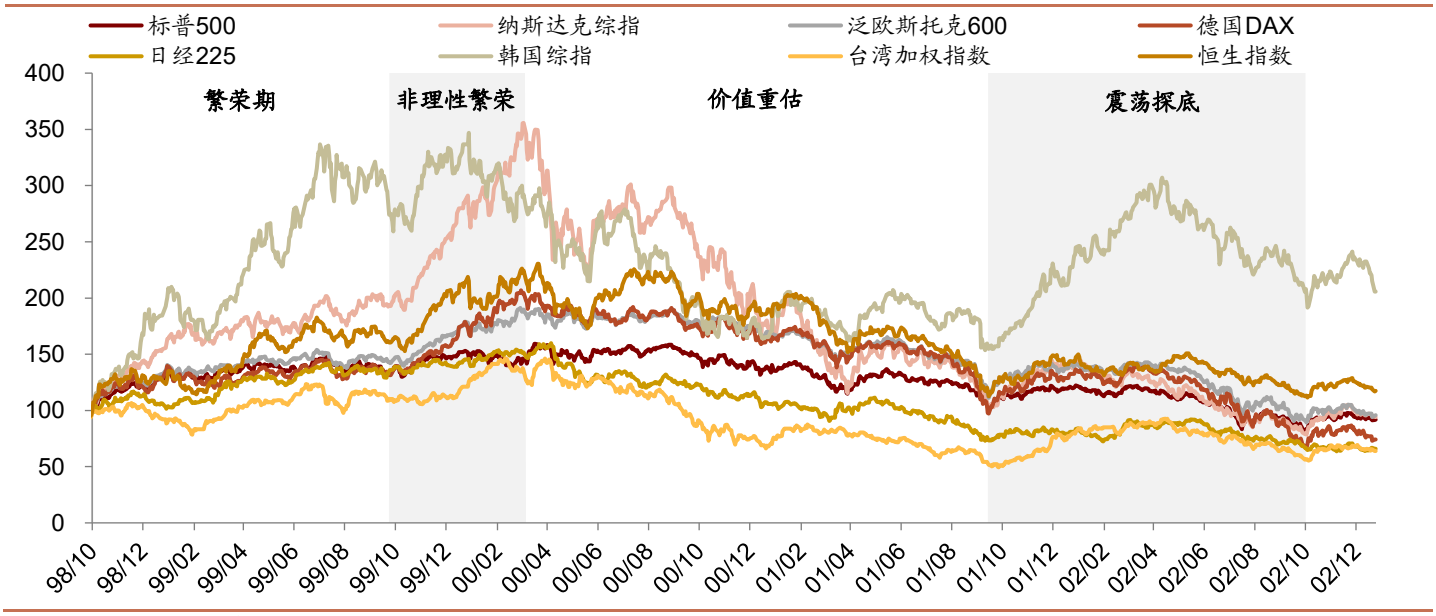
资料来源：BIS，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2、1998–2002 年：亚太开始分化，科技为更重要变量

1998 年 10 月以后，全球主要股指走势重新趋于同步，互联网行情由美国逐步扩散至其他市场，科技产业暴露成为影响各市场相对表现的更重要变量。两个繁荣期内，全球主要股指普遍上涨，其中纳斯达克和韩国综指表现尤为突出；2000 年周期见顶后，各市场则同步进入较长时间的调整与修复。这一阶段各市场表现差异更多体现为科技产业周期与本国基本面的共同作用；进入震荡探底期后，韩国等部分市场率先企稳回升。

图 27：互联网周期全球主要股指表现（1998 底至 2002 年）



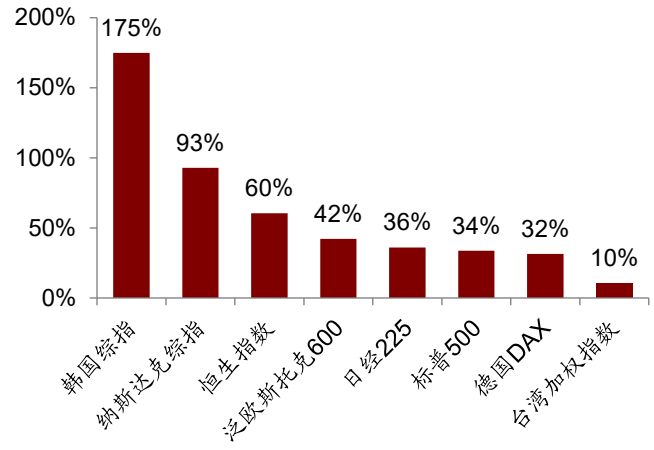
资料来源：iFinD，招商证券，以 1998 年 10 月为基期

两个繁荣阶段虽然均表现为全球股市上涨，但行情驱动力和领涨市场出现明显变化。阶段三（1998 年 10 月–1999 年 10 月）仍带有较强的危机后修复特征。随着亚洲金融危机及俄罗斯危机影响逐步消退，全球流动性和风险偏好改善，叠加互联网、半导体产业景气上行，全球主要市场重新进入共振上涨。除韩国和纳斯达克外，多数主要股指涨幅相对接近；其中，前期受危机冲击较深的韩国表现最为突出，韩国综指累计上涨 175%，体现出较强的危机后修复特征；纳斯达克则上涨 93%，显著领先标普 500，反映科技资产开始获得更明显的超额收益。**整体而言，该阶段全球上涨仍以普遍性的风险偏好修复为基础，但韩国的危机后反弹与美国科技资产的加速上涨已开始成为两个突出的结构性方向。**

进入非理性繁荣时期后，行情则进一步向科技资产及估值扩张集中。阶段四（1999 年 10 月至 2000 年 3 月），在前期已经大幅上涨的基础上，纳斯达克仍累计上涨 84%，显著领先标普 500 的 9%，科技资产上涨斜率进一步抬升；相比之下，前期领涨的韩国综指仅上涨 6%，危机后修复对市场的推动明显减弱。德国、中国香港、欧洲及中国台湾仍延续上涨，但市场间涨幅差异进一步扩大。**该阶段全球市场虽仍整体向上，但已由阶段三的“普遍修复+科技景气”逐渐转向以美国科技资产为核心的集中上涨；尤其在前期涨幅已经较大的情况下，纳斯达克仍进一步加速，反映行情驱动力向估值扩张和市场情绪强化倾斜。**

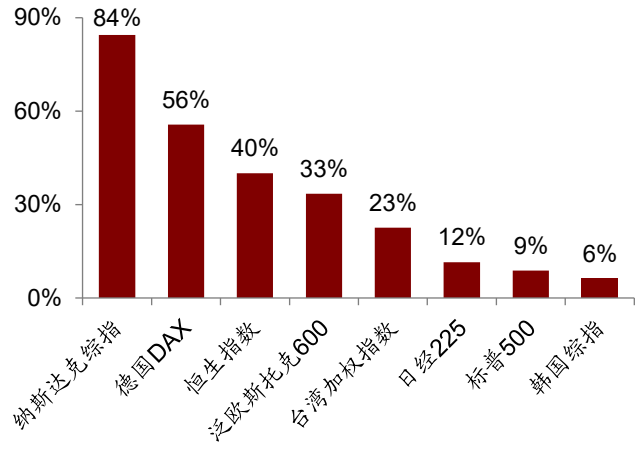
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：繁荣期主要股指累计收益表现



资料来源：iFinD，招商证券，累计收益为 1998 年 10 月至 1999 年 10 月

图 29：非理性繁荣期主要股指累计收益表现



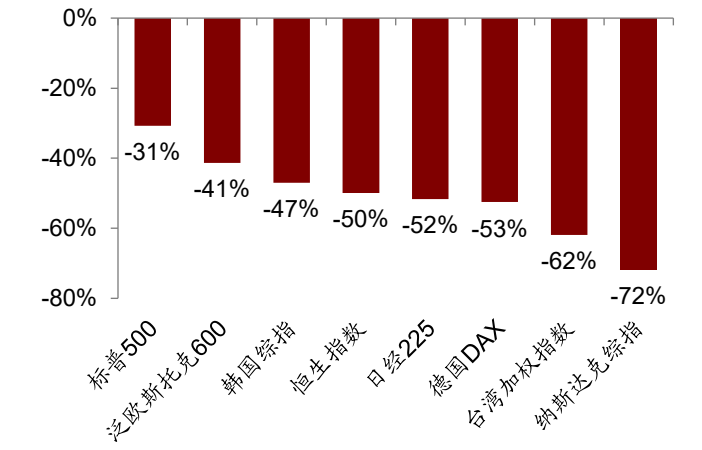
资料来源：iFinD，招商证券，累计收益为 1999 年 10 月至 2000 年 3 月

2000 年 3 月周期见顶后，科技暴露由上涨驱动力转化为调整压力，全球股市进入共振下行阶段。价值重估时期内，主要市场均出现明显回落，其中纳斯达克下跌 72%，台湾加权指数下跌 62%，德国 DAX、日经 225 和恒生指数跌幅均达到 50%左右；相比之下，标普 500 跌幅相对较小。**前期科技资产估值扩张越明显、科技行业暴露越高的市场，通常面临更大的盈利和估值双重调整压力。**

进入震荡探底阶段后，各市场的修复节奏进一步分化。随着美国科技资产持续调整，美股此前积累的相对收益优势明显削弱，此前高度集中于美国科技资产的全球风险偏好开始向其他区域扩散，非美市场的相对配置价值上升。与此同时，各经济体产业基本面和企业盈利的修复节奏出现差异，前期全球同步下跌的格局逐渐被打破，部分亚洲市场率先企稳回升。该时期韩国综指上涨 33%，中国台湾亦小幅上涨，而美国和欧洲主要市场仍继续下跌，其中纳斯达克、标普 500 和 DAX 分别下跌 21%、19%和 30%。这表明，在科技初步出清后，**全球风险偏好的区域再平衡与国别基本面差异开始共同影响市场表现，产业基本面、企业盈利及各经济体自身周期的重要性进一步上升；韩国是其中修复较为突出的市场。**

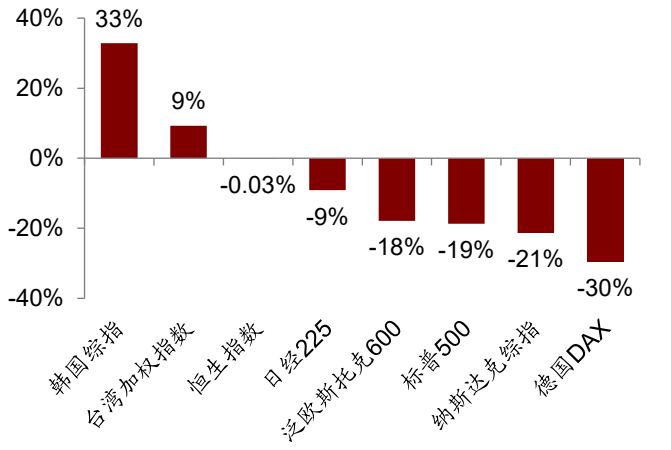
下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：价值重估期主要股指累计收益表现



资料来源：iFinD，招商证券，累计收益为 2000 年 3 月至 2001 年 9 月

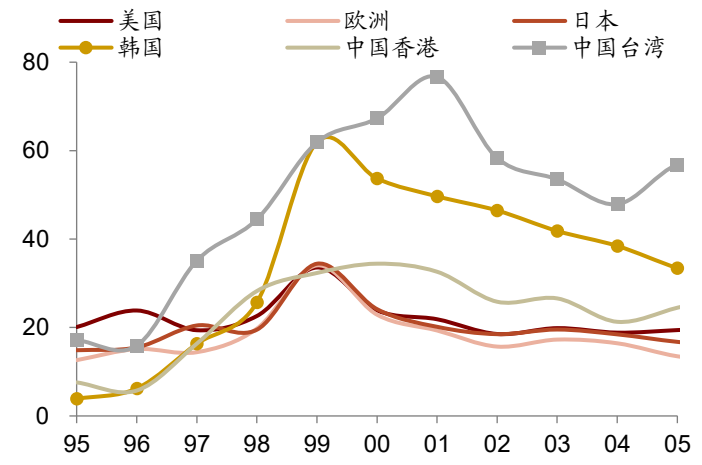
图 31：震荡探底期主要股指累计收益表现



资料来源：iFinD，招商证券，累计收益为 2001 年 9 月至 2002 年 10 月

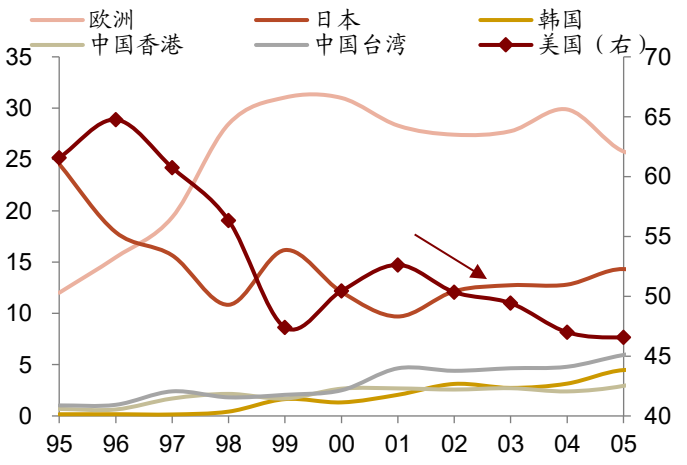
科技资产的本国权重与全球分布共同影响各市场对科技周期的暴露。从本国市场结构来看，1998 年以后各市场信息与通信技术（ICT）板块权重明显分化，其中韩国和中国台湾 ICT 市值占本国股市比重快速上升，对全球科技周期的敏感度也相对更高。**从主要市场科技资产的分布来看，**美国仍占据主导地位，不过其 ICT 市值份额由 1990 年代中期的 60%以上逐步回落至 2000 年前后的 50%左右；与此同时，中国台湾及韩国等非美市场的科技资产份额有所提升，科技资产的区域分布趋于分散。

图 32：主要市场科技板块市值占本市场总市值比（%）



资料来源：Capital IQ，招商证券，本市场 ICT 市值 / 本市场总市值

图 33：科技板块市值占主要市场科技总市值比（%）



资料来源：Capital IQ，招商证券，本市场 ICT 市值 / 主要市场 ICT 总市值

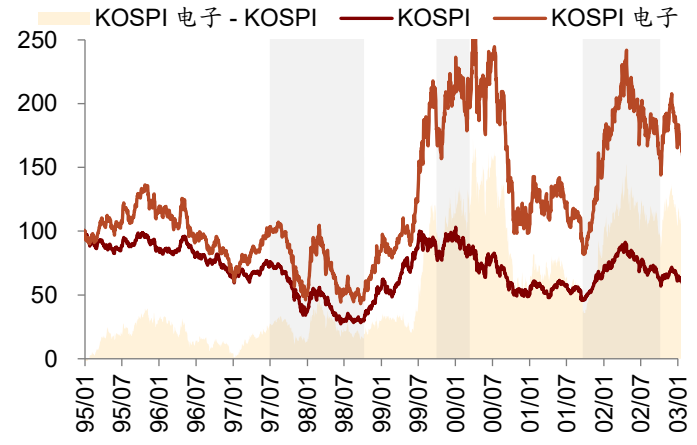
韩国的特殊性更多来自科技周期与亚洲金融危机后修复的叠加。1997–1998 年韩国经历了较深的金融与经济调整，随着外部流动性恢复、金融条件改善和经济活动反弹，整体市场首先受益于危机后的低基数修复；与此同时，电子板块相对韩国综指明显走强，进一步放大了市场上涨。因此，**阶段三韩国综指上涨 175%，既反映危机后的整体市场修复，也受到科技板块走强的驱动。**进入非理性繁荣阶段后，随着前期修复效应减弱，韩国综指涨幅明显收窄，但电子板块

下载日志已记录，仅供内部参考

仍维持相对强势，**阶段四韩国市场逐渐由整体修复转向科技板块相对占优。**

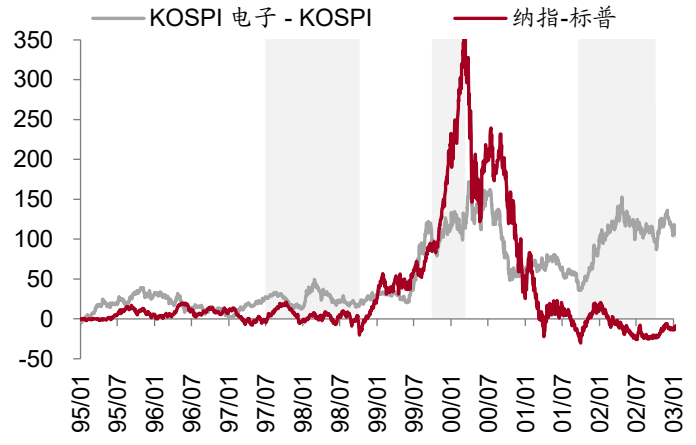
科技板块较强的修复能力叠加全球风险偏好的区域再平衡，成为韩国后周期表现优于美欧的重要支撑。2000 年周期反转后，韩国科技板块与整体市场同步调整，前期科技超额收益有所收敛，但并未发生美国市场中科技资产由显著跑赢转为跑输大盘的情况。随着美欧市场持续调整、此前集中于美国科技资产的风险偏好逐步松动，部分非欧美市场重新获得配置关注，而韩国较强的经济与企业盈利修复进一步强化了这一趋势。进入后期震荡筑底阶段后，韩国市场修复明显快于美欧，KOSPI 累计上涨 33%，电子板块反弹幅度更大，成为支撑整体市场修复的重要力量。**整体来看，韩国科技资产不仅放大了繁荣阶段的上涨弹性，在修复阶段同样表现出较强韧性，并在全球风险偏好重新分散的过程中体现出更强的相对吸引力，成为后周期率先修复的主要市场之一。**

图 34：韩国综指及韩国电子指数走势



资料来源：Refinitiv，招商证券

图 35：韩国与美国科技股指相对走势



资料来源：Refinitiv，iFinD，招商证券

中国台湾亦呈现较强的科技周期敏感性。1997 年以后，科技板块市值占比快速上升并长期高于其他主要市场，使整体股指对科技周期变化表现出较高敏感度。此外，与韩国相比，中国台湾受亚洲金融危机冲击相对较轻，因而市场表现受到危机后修复因素的影响较小，更多体现科技周期本身的变化。2000 年周期反转后，台湾加权指数在价值重估阶段下跌 62%，调整幅度仅次于纳斯达克；**进入震荡筑底阶段后，随着科技产业基本面逐步企稳以及全球风险偏好向非美市场重新分散，台湾加权指数转为上涨 9%，同样成为少数实现正收益的主要市场之一。**

其他主要市场的表现亦存在一定差异。日本在 2000 年全球科技周期见顶前后经济再度走弱，市场对经济前景的担忧升温，叠加科技资产调整，进一步加剧全球市场的避险情绪；**中国香港**仍以金融、地产等传统行业为主，但也在周期反转后随全球市场进入调整。**欧洲**科技板块市值占比相对较低，但德国等市场在非理性繁荣阶段仍出现较大涨幅，反映全球科技估值扩张和风险偏好上升亦向其他市场扩散；科技周期反转后，欧洲主要股指也随之进入较长时间的调整。

整体来看，1998 年以后科技周期成为影响全球市场表现的重要共同变量，但不同市场的上涨弹性与后续修复节奏，仍受到科技资产权重、自身经济周期及产业结构等因素的共同影响；2000 年后全球风险偏好的区域再平衡，则进一步放

下载日志已记录，仅供内部参考

大了市场修复节奏的分化。

三、产业扩散如何影响后周期资产表现？

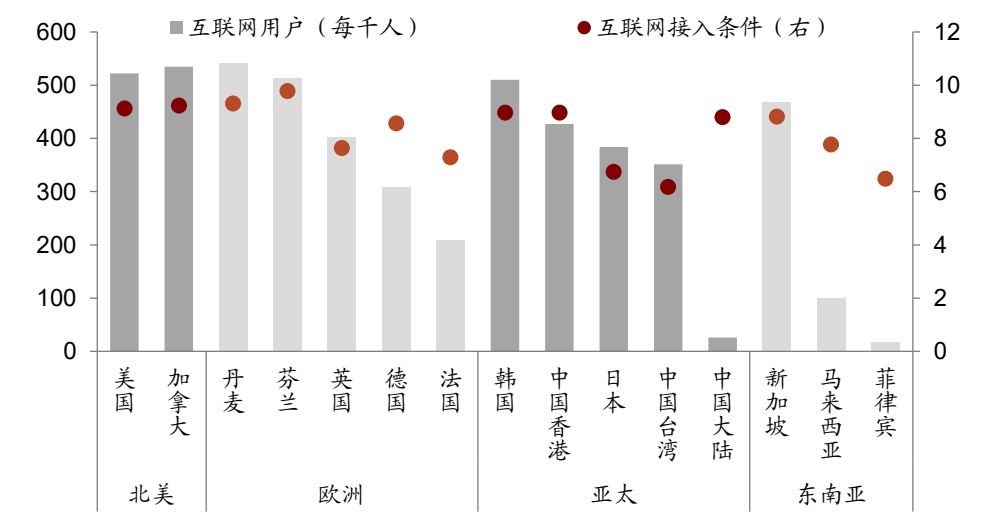
互联网泡沫的资本市场周期与产业扩散周期并不同步。美国是互联网产业和资本市场重估的核心，2000 年前后个人电脑（PC）和互联网普及已处于较高水平；相比之下，韩国、中国台湾、日本及部分欧洲经济体仍处于数字化快速扩散阶段。因此，**美国科技资产见顶并不意味着全球互联网需求和产业周期同步见顶，国别产业周期的错位也成为后续市场表现分化的重要基础。**

1、需求端：互联网普及存在明显的国别错位

2001 年前后，各经济体已处于不同的互联网发展阶段。美国、加拿大及北欧经济体互联网普及率已达到较高水平，韩国、新加坡和中国香港亦较早进入大众化阶段；德国、法国、日本和中国台湾仍处于追赶阶段，而菲律宾、印度尼西亚等经济体则处于互联网采用早期。与此同时，各经济体互联网接入条件与实际用户普及程度并非完全同步，反映互联网扩散并不简单取决于接入环境。

互联网普及程度整体与经济发展水平相关，但产业基础和政策环境进一步造成了同类经济体之间的分化。北欧较早形成通信产业和网络基础设施优势，同时电信市场开放与竞争推进较快，因此互联网采用明显领先于部分欧陆发达经济体；韩国、新加坡等亚洲发达经济体则依托科技产业发展、基础设施建设及政策推动，较早实现互联网普及。

图 36：2001 年前后主要经济体互联网普及率及接入条件

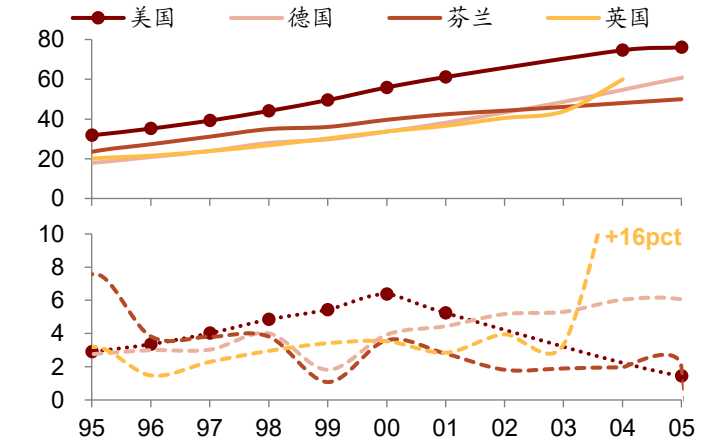


资料来源：世界银行等，招商证券，互联网用户为 2001 年；互联网接入条件为 2002 年评分，数值越高代表互联网接入条件越好

下载日志已记录，仅供内部参考

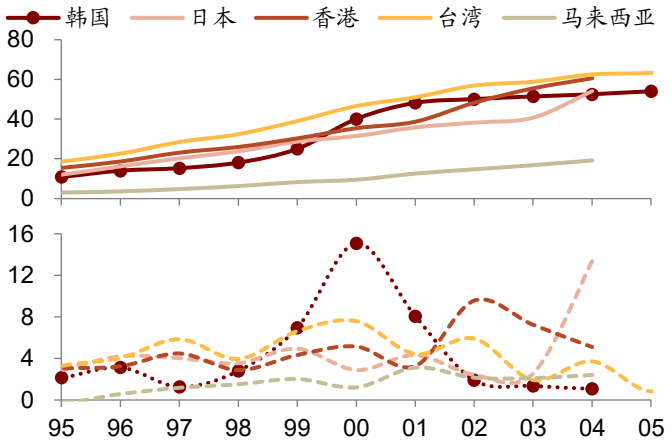
美国 PC 普及长期处于领先地位，但 2000 年后部分后发经济体仍处于加速追赶阶段。从 PC 渗透率来看，欧美市场中，美国 PC 渗透率长期处于较高水平，年度新增渗透率在 2000 年前后达到阶段性高点，此后逐步放缓；相比之下，德国和英国的 PC 普及仍处于追赶阶段，其中德国 2000 年后年度增量总体仍在扩大。**亚洲市场**整体普及程度低于欧美，日本早期 PC 渗透率相对较高，但韩国在 1999–2001 年快速追赶，尤其 2000 年渗透率单年提升约 15 个百分点；中国香港则在 2002 年前后出现较快增长。

图 37：欧美主要经济体 PC 渗透率及变动（%）



资料来源：Index Mundi，招商证券，虚线为一阶差分

图 38：亚洲主要经济体 PC 渗透率及变动（%）

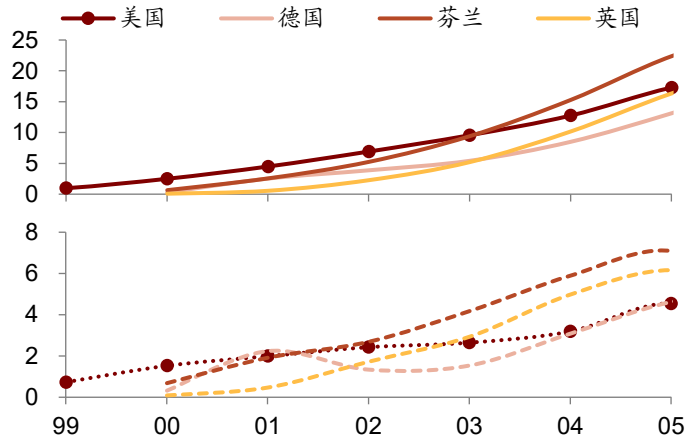


资料来源：Index Mundi，中国台湾网，招商证券，虚线为一阶差分

固定宽带的大规模扩散整体晚于 PC 普及，并呈现更明显的国别错位。PC 保有量提升为家庭和企业接入互联网提供了终端基础，随着互联网使用需求增加，对更高速、更稳定网络连接的需求进一步推动固定宽带建设。因此，固定宽带主要在 2000 年前后才开始进入快速普及阶段。**从国别来看，**韩国和中国香港较早进入宽带快速普及阶段，美国虽拥有更高的 PC 渗透率，但在宽带升级环节并未保持同等领，其他欧洲主要经济体则在 2000 年后继续加速。**整体来看，从终端设备普及向网络基础设施升级的过程中，各经济体所处阶段并不同步，2000 年后全球互联网基础设施需求仍在继续扩散。**

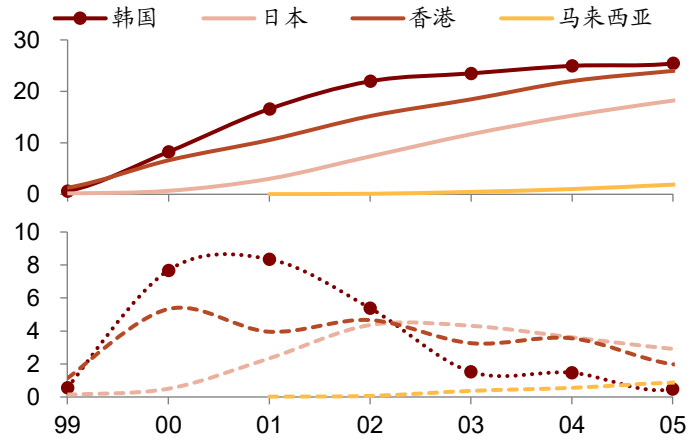
下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：欧美主要经济体固定宽带订阅率及变动（%）



资料来源：世界银行，招商证券，虚线为一阶差分

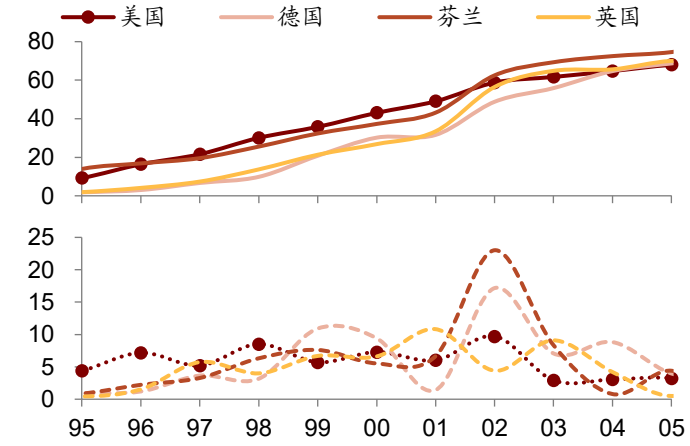
图 40：亚洲主要经济体固定宽带订阅率及变动（%）



资料来源：世界银行，招商证券，虚线为一阶差分

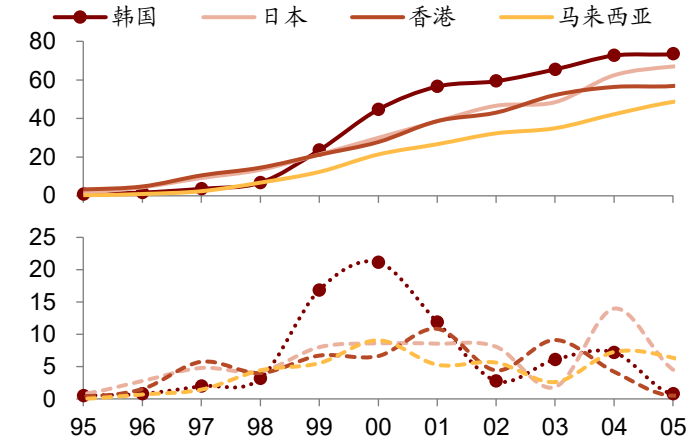
随着终端设备和网络接入条件逐步完善，互联网进一步向实际用户端扩散，且用户普及的国别差距相对更小。从欧美来看，美国与芬兰较早达到较高的互联网普及水平，英国和德国相对滞后，但随后快速追赶；欧洲主要经济体的用户增长高点集中在 2002 年前后，表明 2000 年后互联网用户需求仍处于快速扩散阶段。**亚洲市场中，**韩国用户普及在 99、00 年明显加速；日本和中国香港则保持持续增长。马来西亚互联网用户渗透率虽然仍低于发达经济体，但与 PC 拥有水平相比差距有所收窄，或反映互联网使用对个人终端设备拥有的依赖相对较低，共享终端等接入方式进一步降低了用户采用门槛。

图 41：欧美主要经济体互联网渗透率及变动（%）



资料来源：世界银行，招商证券，虚线为一阶差分

图 42：亚洲主要经济体互联网渗透率及变动（%）



资料来源：世界银行，招商证券，虚线为一阶差分

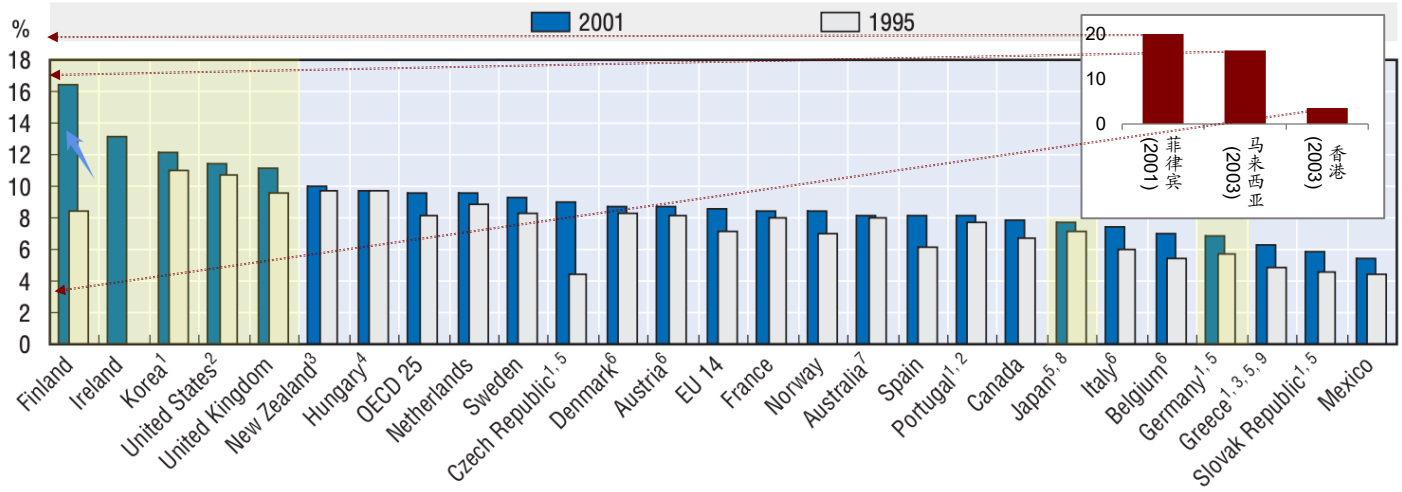
整体来看，不同经济体在 PC 普及、宽带升级和用户采用等环节存在明显的阶段错位。美国较早进入互联网商业化阶段，而欧洲和亚洲部分经济体在 2000 年后仍处于需求快速扩散期。因此，**互联网周期的转折更多对应资产价格和资本化预期的集中调整，而非全球实体需求的同步见顶。**

下载日志已记录，仅供内部参考

2、供给端：科技产业分工与企业盈利进一步分化

各经济体信息与通信技术（ICT）产业基础存在明显差异。供给端，ICT 产业增加值占整体增加值的比重反映了 ICT 产业在本国经济中的相对重要性。2000 年代初，OECD 经济体中芬兰、爱尔兰、韩国、美国和英国等 ICT 产业增加值占比已超过 10%，其中芬兰在 1995-2001 年间提升尤为明显；与此同时，菲律宾、马来西亚等非 OECD 经济体的 ICT 产业占比亦处于较高水平，而中国香港相对较低。**整体来看，互联网周期形成前后，ICT 产业发展已并非局限于美国，而是在多个经济体形成较为显著的产业基础。**

图 43：主要经济体 ICT 增加值占总商业部门增加值比重（%）

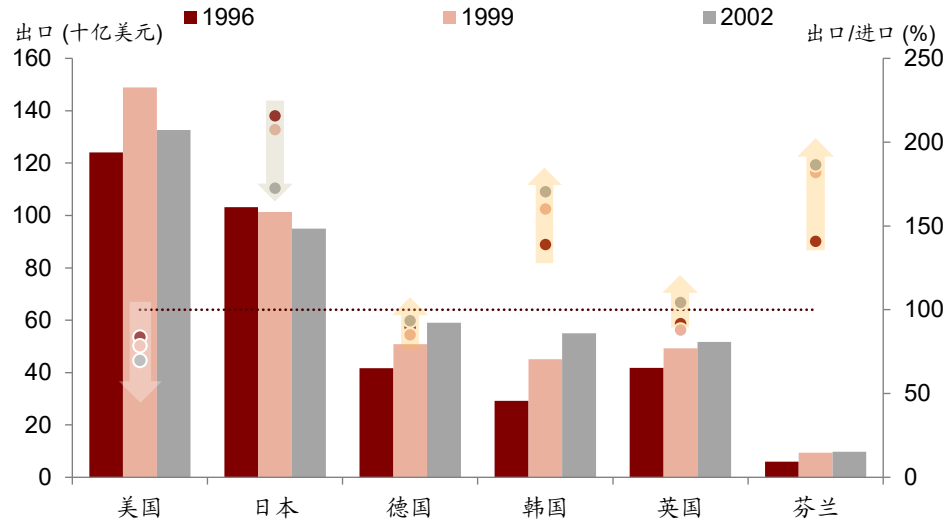


资料来源：OECD，UNCTAD，招商证券

互联网产业扩张推动 ICT 供给全球化，不同经济体的贸易角色逐步分化。从 ICT 产品贸易来看，美国和日本的 ICT 出口规模长期居前，但 1999 年后均有所回落；相比之下，德国、韩国、英国和芬兰的 ICT 出口规模继续扩大，其中韩国 1996-2002 年出口规模接近翻倍。**结合出口/进口比来看，**日本、韩国和芬兰长期保持较高的出口/进口比，表现出较强的科技商品净供给特征，其中韩国和芬兰的净出口特征在互联网周期中进一步增强；**美国虽然 ICT 出口规模最大，但进口规模长期高于出口，且出口/进口比进一步下降，反映其在具备较强 ICT 供给能力的同时，本土对 ICT 设备和相关产品的需求规模也较大。**德国和英国则整体接近进出口平衡。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 44：主要经济体 ICT 产品出口情况

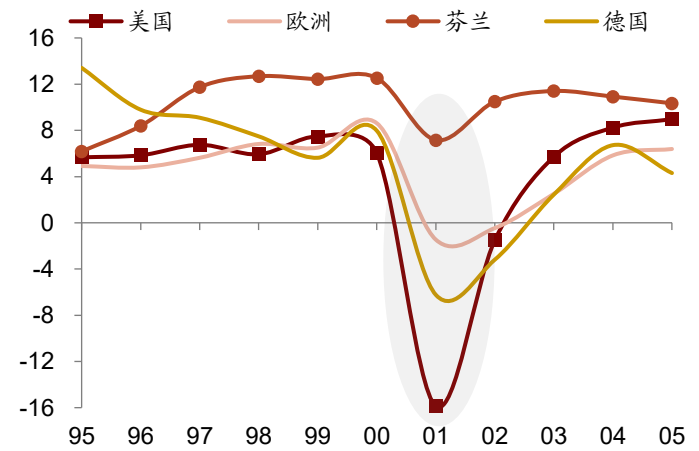


资料来源：OECD，招商证券，圆点为出口/进口（右轴）

盈利韧性能够为周期出清后的市场修复提供一定基本面支撑。从主要经济体上市公司净利表现来看，2001 年美国及欧洲企业净利率均明显恶化，一度转负，与同期股市持续调整相对应；但盈利表现并不能完全解释股指的下跌幅度，例如中国台湾企业整体仍维持盈利，但价值重估阶段台湾加权指数仍下跌超 60%，表明泡沫出清初期估值压缩和全球科技周期调整仍占据主导。

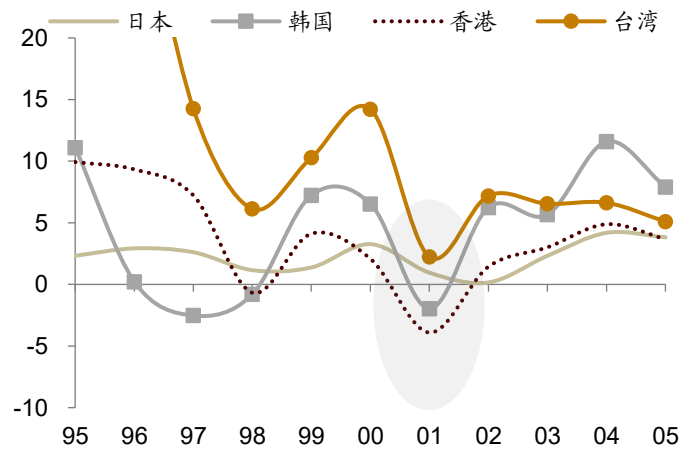
相比之下，盈利韧性对后续筑底和修复节奏的解释力更为明显。OECD Top 250 ICT 企业数据显示，2000-2003 年美国和日本企业收入下降，而韩国、中国台湾、芬兰和德国企业收入仍保持增长；其中韩国及中国台湾企业利润亦保持增长，与筑底阶段韩国综指和台湾加权指数率先转为上涨形成一定对应。芬兰企业盈利同样保持较强韧性，但其市场体量较小，对欧洲整体指数的支撑有限；德国企业基本面亦有所修复，但 DAX 在筑底阶段仍大幅下跌，反映盈利修复向资产价格的传导仍受到宏观环境、估值等因素影响。

图 45：欧美主要经济体上市公司净利率（%）



资料来源：Capital IQ，招商证券，历史上市公司样本或存在退市企业数据缺失

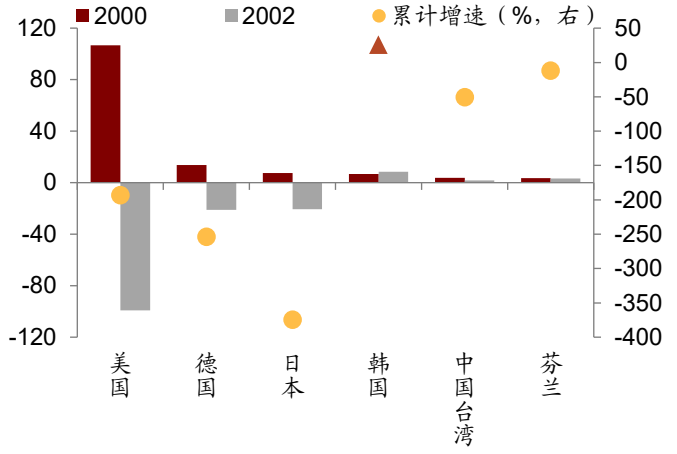
图 46：亚洲主要经济体上市公司净利率（%）



资料来源：Capital IQ，招商证券，历史上市公司样本或存在退市企业数据缺失

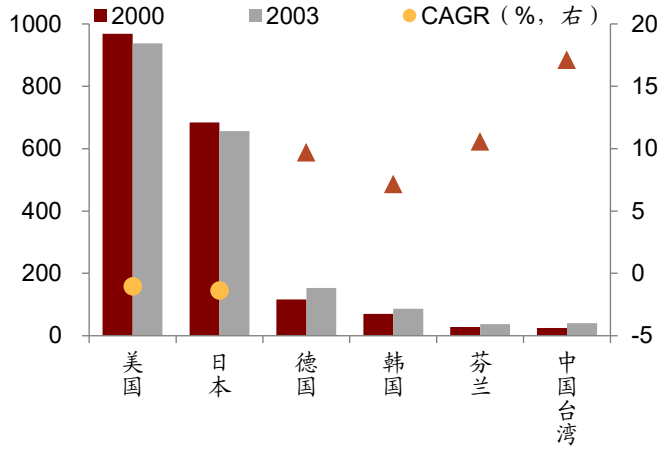
下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：TOP250 主要经济体公司营收表现（十亿美元）



资料来源：OECD，招商证券

图 48：TOP250 主要经济体公司净利表现（十亿美元）



资料来源：OECD，招商证券

整体来看，后周期表现较好的市场往往并非仅有互联网需求继续扩散，而是需求增长能够进一步向本国 ICT 企业收入和盈利传导。韩国是其中修复较快的典型：本土互联网需求仍处于扩散阶段，同时 ICT 出口及企业盈利保持较强韧性，为资本市场筑底提供了产业基本面支撑。相比之下，美国科技企业盈利明显恶化；日本虽然互联网需求在 2000 年后仍持续扩散，但 ICT 出口和企业盈利走弱，叠加本国经济持续疲软，股市修复明显偏慢。

表 3：主要经济体互联网产业周期与后周期市场表现对比

经济体	需求周期	ICT 供给/贸易角色	需求来源/周期特征	ICT 企业盈利表现	后周期股市表现
美国	先发，2000 年后用户需求仍增长但边际放缓	出口规模最大，但商品**净进口特征增强**	**本土需求**大，同时处于**全球科技周期核心**	2001 年净利率大幅转负；Top250 收入下降、利润转亏	持续调整，修复偏慢
韩国	后发，1999–2001 年需求快速扩散	**净出口特征增强**，出口持续增长	**本土需求**快速扩散，同时受益于**全球需求**	2001 年短暂承压后快速恢复；Top250 收入、利润均增长	修复最强，筑底阶段明显上涨
日本	2000 年后互联网需求仍在扩散	**净出口**，但出口规模下降、**净出口优势收窄**	**本土需求**继续扩散，同时具有较强**外向型供给**	盈利水平偏弱；Top250 收入下降、利润转亏	持续偏弱
中国台湾	2000 年后互联网需求继续扩散	**生产及出口导向**特征较强	**全球需求**影响相对较大，**本土需求**亦继续扩散	净利率保持正值；Top250 收入增长、利润下降但仍为正	前期调整较深，筑底阶段转为上涨
芬兰	需求先发，2000 年前已达到较高普及水平	净出口特征增强	**本土需求**较成熟，ICT 产业具有较强**外向型特征**	净利率保持较高水平；Top250 收入增长、利润保持正值	市场体量较小，对欧洲整体影响有限
德国	相对后发，2000 年后仍快速追赶	出口增长，但进出口总体接近平衡	本土互联网**需求继续扩散**，同时参与全球 ICT 贸易	2001 年净利率转负后修复；Top250 收入增长	筑底阶段仍明显下跌

资料来源：OECD，Capital IQ，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。