

中国建设银行(亚洲)首席投资策略官办公室研究通讯

2026年第3期

【冰火交织下的新周期？——大宗商品超级周期思辨与投资指南】

2025年，大宗商品市场呈现极致分化：贵金属领涨全球，工业金属震荡上行，能源与黑色系持续低迷，农产品“冰火两重天”。

进入2026年，全球大宗商品市场呈现出前所未有的活跃态势。道琼斯大宗商品综合价格指数(DJCI)在2026年1月的第三周触及1174.75点，周环比上涨1.76%，市场波动与结构性变化已远超常规周期。有色金属方面，银、锂、铂金、黄金、铜分别在2026年开年以来上涨32.40%、28.69%、15.57%、9.23%、3.41%，过去一年时间之内更是分别录得206.90%、95.76%、151.07%、71.94%、36.73%。而能源和农产品方面，在经历了去年一年的大跌之后，近期也重拾涨势。

强烈的看多情绪，引发市场对新一轮超级周期是否开启的广泛争议，也为高净值客户的资产配置提供了新的思考维度。

图1：部分大宗商品表现情况：有色金属和工业金属（截至2026年1月20日）

Metals	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY	Date
Silver USD/oz	94.236	▼ 0.444	-0.47%	8.56%	36.66%	32.40%	206.90%	15:29
Lithium CNY/t	152500	▲ 1,500	0.99%	-4.39%	54.04%	28.69%	95.76%	Jan/20
Platinum USD/oz	2389.70	▲ 14.2	0.60%	1.65%	9.85%	15.57%	151.07%	15:29
Gold USD/oz	4717.02	▲ 39.21	0.84%	2.88%	6.16%	9.23%	71.94%	15:29
Copper USD/Lbs	5.8749	▼ 0.0224	-0.38%	-2.33%	8.04%	3.41%	36.73%	15:29

Industrial	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY
Indium CNY/Kg	3600	▼ 100	-2.70%	2.86%	41.18%	27.43%	38.20%
Tin USD/t	47982	▼ 4,049	-7.78%	5.32%	13.50%	18.31%	61.15%
Molybdenum CNY/kg	510.00	▲ 0.00	0.00%	0.00%	13.21%	12.71%	8.74%
Palladium USD/oz	1882.00	▲ 6	0.32%	-2.95%	-0.11%	12.53%	94.71%
Sulfur CNY/t	4040.00	▲ 53.33	1.34%	4.48%	2.43%	10.35%	145.69%
Rhodium USD/oz	10100	▲ 0	0.00%	1.51%	24.31%	10.08%	116.04%
Neodymium CNY/t	817500	▼ 5,000	-0.61%	3.15%	12.37%	8.64%	59.51%
Nickel USD/t	17870	▼ 275	-1.51%	1.20%	16.71%	6.33%	11.00%

来源：*TradingEconomics*。



以心相交 成其久远

中国建设银行
China Construction Bank

图 2：部分大宗商品表现情况：能源和农产品（截至 2026 年 1 月 20 日）

Energy	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY
TTF Gas EUR/MWh	35.38	▼ 1.50	-4.06%	16.97%	27.79%	25.63%	-25.86%
UK Gas GBP/thm	92.2500	▼ 4.5000	-4.65%	17.44%	26.04%	24.98%	-23.72%
German Gas EUR/MWh	36.43	▼ 1.43	-3.77%	15.59%	24.78%	21.44%	-25.05%
Coking Coal USD/MT	243.50	▼ 1.50	-0.61%	2.96%	12.73%	11.44%	25.52%
Urals Oil USD/Bbl	55.57	▲ 1.00	1.83%	3.64%	10.43%	10.17%	-27.76%
Heating Oil USD/Gal	2.2862	▲ 0.0039	0.17%	1.76%	5.55%	7.37%	-11.14%
Naphtha USD/MT	514.65	▲ 2.13	0.42%	-0.41%	2.56%	5.38%	-21.09%
Brent USD/Bbl	64.204	▲ 0.141	0.22%	-2.29%	3.07%	5.13%	-19.32%

Agricultural	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY
Lumber USD/1000 board feet	609.50	▼ 1.00	-0.16%	14.03%	7.88%	13.18%	2.59%
Rice USD/cwt	10.5659	▼ 0.0341	-0.32%	-0.42%	7.38%	10.12%	-29.51%
Canola CAD/T	643.34	▲ 4.34	0.68%	1.65%	6.92%	9.13%	1.88%
Sunflower Oil INR/10 kg	1532.60	▲ 9.10	0.60%	3.95%	7.25%	6.28%	18.78%
Rapeseed EUR/T	470.29	▼ 2.46	-0.52%	0.96%	3.79%	4.30%	-11.06%

来源：*TradingEconomics*。

一、超级周期的序曲已悄然奏响

2026 年初的大宗商品行情和市场格局并非偶然，而是多重因素共振的结果。

首先，短期内弱美元持续，长期内去美元化加速，贵金属作为美元替代的金融属性强化。美元信用弱化成为贵金属上涨的核心推手，截至 2025 年三季度末，美元在全球外汇储备中的占比降至 56.92%，创下 30 年来新低。各国央行持续增持黄金以对冲信用风险，2025 年前三季度全球央行净购金 634 吨，世界黄金协会预测未来购金量将维持在 1000 吨/年以上。叠加市场预期美联储 2026 年持续降息，持有黄金的机会成本下降，全球黄金 ETF 新增持仓超 700 吨，总规模突破 3932 吨。

其次，AI 与新兴需求，催生结构性增长点。AI 产业成为全球经济的新增长引擎，2026 年全球 AI 相关投入预计超 2 万亿美元，AI 算力的扩张通过电力基础设施、数据中心建设放大用铜需求。测算显示，AI 算力每增长 1 倍，铜需求将增加 1.2 倍。新兴经济体工业化进程同步发力，工业化初期国家对钢材、铜、铝的需求度比发达国家高出 50%，形成长期需求支撑。



中国建设银行
CDB Private Banking

最后，当前全球市场在持续的地缘政治冲突与不确定性中运行，避险情绪居高不下。这种环境促使投资者对以美元为核心的传统安全资产进行重新审视，部分资金正寻求向更具有实物属性的资产分散。这一再平衡过程加剧了大宗商品市场的内部分化：能源、贵金属及部分关键矿物因供给风险和避险需求受到强劲支撑，而需求前景则主导了工业金属等品类的走势。这种供需结构的重塑，叠加长期资本配置的转移，可能正推动大宗商品市场进入一个特征显著、持续强化的“超级周期”初期阶段。

二、大宗商品超级周期的本质：超越短期波动的长期趋势

市场呈现强烈上涨的格局，但是是否可以塑造为“超级周期”以及到底什么是“超级周期”呢？

简单来说，大宗商品超级周期指的是大宗商品真实价格经历的长达数十年的长期趋势性偏离。它和我们常说的 3-5 年制造业周期（也就是库存周期）所引发的价格波动，在频率上有着显著区别。具体来看，超级周期有两个核心特征：一是时间跨度长，一个完整的周期大约需要 30 年以上；二是覆盖范围广，价格波动会广泛覆盖能源、金属、农产品等基础原材料品类，并且呈现出高度的同步性。从历史数据来看，不同品类大宗商品的真实价格在长期维度上，也随着超级周期的演变呈现出各自的波动规律。

历史数据显示，自 1850 年以来，全球共经历了五轮大宗商品超级周期，平均时长 34 年，每一轮都与重大历史事件和经济变革紧密相关。

其中，第一轮超级周期（1850-1898 年），驱动因素是工业革命的全球扩散以及美国内战，前者推动了铁路建设，增加了煤炭和生铁需求，而美国内战则导致棉花供应链锻炼，推高棉花价格。这一轮周期中，农产品涨幅相对领先，各类商品的整体涨幅在 20% 左右。

第二轮超级周期（1899-1932 年），核心是二次工业革命与第一次世界大战。第二次工业革命本质上是一场能源革命，电气化对铜的需求、内燃机对石油的消耗以及化学工业的兴起，共同塑造了新的资源消费模式，美国作为新兴工业强国，制造业产值在这一时期超越了英国，而第一次世界大战则进一步推高资源需求，同时战争导致供给侧瘫痪。特征是能源涨幅 106% 领跑，工业金属和农产品均涨 60% 左右，贵金属表现平淡。



中国建设银行
CDB Private Banking

第三轮周期从 1933 年持续到 1971 年，核心驱动因素是二战军备竞赛与欧日战后重建。1933-

1945 年，欧洲和日本经历了“军备竞赛”，德日在二战前以及二战中，对战略物资，包括铜、铁矿石、橡胶等在内的大宗商品需求呈指数级增长；二战后，马歇尔计划主导了欧洲重建，这一时期的需求特征呈现出高度的国家主导性，公共部门支出取代私人投资成为驱动商品超级周期的核心引擎。这一轮周期的特征是各类商品涨幅都非常可观，工业金属、农产品、能源涨幅均超过 100%，白银涨幅更是超过 200%，黄金涨幅也达到了 60%。

第四轮周期是 1972 年到 2002 年，关键词是大滞胀、石油危机与美元信用体系重构。宏观和货币政策层面，1971 年尼克松冲击终结了布雷顿森林体系，美元与黄金脱钩。央行尤其是美联储在初期采取了适应性预期的宽松政策，试图以更高通胀换取就业，导致通胀预期脱锚。这一时期，实物资产成为对冲信用货币贬值的首选，金融属性首次在大宗商品定价中占据主导地位。供给侧方面，冷战背景下，一连串地缘冲击引发了石油危机。与其他周期不同，本轮商品价格上涨并非源于经济繁荣，而是源于供给短缺和货币贬值的双重共振。其特征十分鲜明：贵金属因通胀预期失控涨幅最大，其次是能源，受地缘博弈引发的供给冲击影响，工业金属和农产品则相对滞后。

第五轮周期从 2003 年持续到 2020 年，核心驱动力是中国崛起。2001 年中国加入 WTO，释放了巨大的资源需求。当时中国处于工业化中期和快速城镇化阶段，单位 GDP 的金属消耗强度远高于全球平均水平。根据世界银行 2009 年的数据，中国在这一时期消耗了全球约 40%-50% 的精炼铜、铝和铁矿石。供给侧方面，在 1980-1990 年代的大宗商品熊市期间，全球矿业巨头大幅削减了勘探预算和资本开支，导致供给相对不足。这一轮周期的特征是黄金涨超 300%，工业金属和能源涨幅均达到 200% 左右，农产品涨幅相对较低，仅为 50%。

三、大宗商品超级周期的统计特征

通过对 5 轮大宗商品超级周期的梳理，我们发现有 5 个关键统计特征。

第一，超级周期“牛短熊长”，平均持续约 34 年，其中牛市上升阶段约为 13 年，从周期低点到高点的平均涨幅为 75%；熊市下降阶段持续时间约为 21 年，指数回撤幅度约 47%。

以心相交 成其久远

建行私人银行
CCB Private Banking

第二，不同商品的跌幅相对类似，都在 50%-60%之间，但涨幅差异巨大，金银和能源涨幅在 200% 左右，工业金属在 90%左右，农产品在 60%左右，贵金属和能源之所以长期呈现中枢回归特征，是因为上涨弹性大而非抗跌。

第三，价格达峰的先后顺序有规律可循，黄金最早，平均提前 5.6 年，工业金属次之，平均提前 1.6 年，然后是农产品，平均提前 0.8 年，最后是能源，平均滞后 0.4 年。

第四，考虑通胀因素后，上行周期名义价格会翻倍，下行周期名义价格则走平或小跌。具体来看，上行周期美国通胀涨幅为 52.5%，意味着名义大宗商品指数涨幅为 127.5%；下行周期通胀涨幅为 42.8%，名义大宗商品指数涨幅为 -3.7%。

第五，超级周期的牛市往往对应高通胀时代，上行周期的年化通胀为 4.0%，下行周期为 2.0%，这也意味着看多超级周期的前提，本质上是看多美国通胀。

图 3：过去 150 年的无论大宗商品超级周期及统计特征

第一轮 (1850-1898)	总真实指数	同期通胀	工业金属 农业品 能源 金 银				
			-7	-3	0	3	4
峰值年份	1860		-7	-3	0	3	4
低点年份	1897		-2	1	-5	-27	0
上升区间波幅	20.4%	8.0%	18.1%	22.6%	22%	10.4%	13.1%
下跌区间波幅	-44.4%	-7.4%	-61.3%	-39.0%	-79.6%	-39.4%	-62.0%
第二轮 (1899-1932)	总真实指数	同期通胀	工业金属 农业品 能源 金 银				
			-1	0	3	-19	2
峰值年份	1917		-1	0	3	-19	2
低点年份	1932		0	0	-1	-12	0
上升区间波幅	62.0%	54.0%	59.4%	57.0%	106.2%	0.0%	3.0%
下跌区间波幅	-60.9%	6.5%	-64.1%	-60.3%	-57.7%	-59.9%	-75.9%
第三轮 (1933-1971)	总真实指数	同期通胀	工业金属 农业品 能源 金 银				
			4	0	1	-13	21
峰值年份	1947		4	0	1	-13	21
低点年份	1971		0	0	-1	-1	0
上升区间波幅	84.3%	63.4%	108.4%	106.1%	138.6%	58.8%	231.4%
下跌区间波幅	-20.9%	81.7%	-23.8%	-49.1%	-26.4%	-64.6%	-38.1%
第四轮 (1972-2002)	总真实指数	同期通胀	工业金属 农业品 能源 金 银				
			-1	-1	1	0	0
峰值年份	1980		-1	-1	1	0	0
低点年份	2002		0	-1	-4	-1	-1
上升区间波幅	88.1%	112.0%	54.0%	62.5%	270.6%	697.4%	453.9%
下跌区间波幅	-63.1%	118.4%	-70.0%	-64.6%	-66.7%	-79.3%	-90.2%
第五轮 (2003-2020)	总真实指数	同期通胀	工业金属 农业品 能源 金 银				
			-3	0	-3	1	0
峰值年份	2011		-3	0	-3	1	0
低点年份	2020		0	3	0	-5	-2
上升区间波幅	120.4%	25.1%	216.7%	55.1%	195.3%	322.1%	512.2%
下跌区间波幅	-42.2%	15.1%	-35.6%	-44.9%	-69.2%	-32.7%	-60.0%
平均	总真实指数	同期通胀	工业金属	农业品	能源	金	银
上涨时长和峰值滞后(年)	13.25		-1.6	-0.8	0.4	-5.6	5.4
下跌时长和谷底滞后(年)	21.4		-0.4	-0.6	-2.2	-9.2	-0.6
上升区间波幅	75.0%	4.0%	91.3%	60.7%	187.0%	217.7%	242.7%
下跌区间波幅	-46.3%	2.0%	-50.9%	-51.6%	-59.9%	-55.2%	-65.2%

来源：CCBA PB Research。

四、历史规律与当前市场对比：超级周期的起点判断

基于历史数据和周期分析，我们发现超级周期可以大致的分为两类：增长型超级周期、滞胀型超级周期。

“**增长型超级周期**”带来的需求爆发，往往伴随 10 年尺度上主要工业金属的消费量翻倍，对应年化真实增幅 7%。而需求背后，主要是大国的阶梯状工业化。当一个人口规模巨大且具备一定经济体量的国家，步入人均 GDP4000 至 10000 美元（按 2024 年购买力计算）的关键区间时，就可能带来长达数年的大宗商品超级周期。过去 5 轮商品超级周期，就分别对应了美国（第二轮）、欧日（第三轮）和中国（第五轮）的工业化进程。以 2000 年代中国崛起为例，2000 年加入 WTO 后，中国进入快速工业化和快速城镇化阶段，工业金属和能源的进口增速在 2000-2005 年期间高达年化 30%，单位 GDP 的金属消耗强度远高于全球平均水平。

“**滞胀型超级周期**”则主要源于金融需求推波助澜。1971 年布雷顿森林体系解体，美元与黄金脱钩，大宗商品从单纯的生产要素，转变为全球资产配置中的通胀对冲工具和价值储存手段。研究发现，70 年代商品收益率与通胀率呈正相关，与股票和债券负相关，在通胀环境下能提供有效的投资组合分散化效应和正的实际收益率。这一时期，黄金价格从 1971 年的 35 美元/盎司暴涨至 1980 年 1 月的 850 美元/盎司，十年涨幅超过 23 倍；白银价格从 1971 年的 1.3 美元/盎司飙升至 1980 年初的近 50 美元/盎司，涨幅达 37 倍；铜和铝在 1975 至 1980 年期间也分别上涨超过 100% 和 500%。值得注意的是，这次商品价格暴涨并非源于经济活动改善，在涨幅最快的 1978-1980 年，PMI 从 60 降至 45，经济处于疲软状态。历史上看，**滞胀/囤货型超级周期的特征是贵金属>能源>工业金属**，其中能源价格上涨一定程度来自于供给侧冲击，而贵金属远强于工业金属的原因，是因为前者价值密度高得多，更适合囤货和金融避险；而增长型周期则是工业金属和能源更强，贵金属表现略弱。

通过对比历史超级周期与当前市场表现，我们发现当前市场可能处于新一轮“**滞胀型超级周期**”的早期阶段，而非“**增长型超级周期**”。

主要理据有二。其一，市场有可能走类似于 20 世纪 70 年代的“**滞胀型超级周期**”。当前的宏观环境与 1970 年代有相似之处，市场萦绕着债务危机、信用货币体系不稳定、地缘政治格局动荡三重危机，



这可能驱动投资者和主权国家增加商品配置、扩大囤货需求。目前仅从 ETF 市场来看，投资者对商品的配置仍然相对偏少，未来还有提升空间，这会为商品价格提供支撑。

其二，2020 年以来的涨幅还远远不及历史上的超级周期。从 2020 年到 2026 年 1 月的真实涨幅来看，工业金属上涨 36%、农产品上涨 20%、能源上涨 25%、黄金上涨 97%，这些涨幅仍显著低于多数历史可比的超级周期，意味着如果当前确实还未进入超级周期，最多只能算超级周期的起点，未来还有较大的上涨潜力。

图 4：20 世纪 70 年代以及当下的通胀对比



来源：Refinitiv。

五、结论

综合以上分析，我们得出一个初步结论，这个结论还有待后续数据更新验证。如果说 2020 年是新一轮超级周期的起点，那么它**大概率不是“增长型超级周期”，因为科技革命对商品需求的驱动力不及工业化时期；而更可能是“滞胀型超级周期”**，背后是地缘冲突、信用货币体系不稳定、全球债务问题三重担忧的支撑。

与其他超级周期对比，坏消息是 2020 年商品价格的起点并不低，但好消息是目前的涨幅还有想象空间，不过不同品种之间的差异巨大，不宜一概而论。从内部来看，农产品属于高赔率、低胜率的品



中国银行私人银行
CDB Private Banking

种，它的起点低、当前涨幅也低，但缺乏明确的催化因素；贵金属是高胜率、低赔率的品种，起点高、涨幅已经不低，但主线逻辑最符合囤货/滞胀的宏观环境；工业金属在两个维度上都介于两者之间，性价比相对偏低。

仅从 2026 年来看，我们暂且看不到央行全面转鹰的风险，也看不到全球政府债务问题系统性解决的可能性，衰退风险也处于可控范围，因此缺乏系统性看空商品的宏观基础。



建行私人银行
CDB Private Banking

重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司（「中国建行投资研究部」）刊发，档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见，或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制，惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的（一位或多为）分析员于本档刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，任何情况下，中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及 / 或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定，并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险，投资者应注意投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前，应细阅及了解有关该等投资的所有发售档，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响，包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换，并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币，人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作，在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易，它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险，未必百分百能够保证赚取利润，反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件，客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险，例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户，透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令，例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知，须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出，客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外，客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息，仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标，有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言，虚拟资产价格极为波动，没有内在价值，也没有任何政府、银行或实物担保，而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品，不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力，以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损，便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实，在本档表达的意见准确反映彼（彼等）研究分析员的个人意见，而彼（彼等）的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分，均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下，不得以任何方式或以任何途径（包括电子、机械、复印、录影或其他形式）复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行，及证券及期货条例下的注册机构（中央编号：AAC155），从事第一类（证券交易）及第四类（就证券提供意见）的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约，也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行，并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。