



中國建設銀行(亞洲)首席投資策略官辦公室研究通訊

2026 年第 3 期

【冰火交織下的新週期？—— 大宗商品超級週期思辨與投資指南】

2025 年，大宗商品市場呈現極致分化：貴金屬領漲全球，工業金屬震盪上行，能源與黑色系持續低迷，農產品“冰火兩重天”。

進入 2026 年，全球大宗商品市場呈現出前所未有的活躍態勢。道瓊斯大宗商品綜合價格指數 (DJCI) 在 2026 年 1 月的第三周觸及 1174.75 點，周環比上漲 1.76%，市場波動與結構性變化已遠超常規週期。有色金屬方面，銀、鋰、鉑金、黃金、銅分別在 2026 年開年以來上漲 32.40%、28.69%、15.57%、9.23%、3.41%，過去一年時間之內更是分別錄得 206.90%、95.76%、151.07%、71.94%、36.73%。而能源和農產品方面，在經歷了去年一年的大跌之後，近期也重拾漲勢。

強烈的看多情緒，引發市場對新一輪超級週期是否開啟的廣泛爭議，也為高淨值客戶的資產配置提供了新的思考維度。

圖 1：部分大宗商品表現情況：有色金屬和工業金屬（截至 2026 年 1 月 20 日）

Metals	Price	Day	%	Weekly	Monthly	YTD	YoY	Date
Silver USD/t.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/t.oz	2389.70	▲ 14.2	0.60%	1.65%	9.85%	15.57%	151.07%	15/29
Gold USD/t.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/t.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/t.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%

來源：TradingEconomics。



圖 2：部分大宗商品表現情況：能源和農產品（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/T	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/T	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%

來源：TradingEconomics。

一、超級週期的序曲已悄然奏響

2026 年初的大宗商品行情和市場格局並非偶然，而是多重因素共振的結果。

首先，**短期內弱美元持續，長期內去美元化加速，貴金屬作為美元替代的金融屬性強化。**美元信用弱化成為貴金屬上漲的核心推手，截至 2025 年三季度末，美元在全球外匯儲備中的占比降至 56.92%，創下 30 年來新低。各國央行持續增持黃金以對沖信用風險，2025 年前三季度全球央行淨購金 634 噸，世界黃金協會預測未來購金量將維持在 1000 噸/年以上。疊加市場預期美聯儲 2026 年持續降息，持有黃金的機會成本下降，全球黃金 ETF 新增持倉超 700 噸，總規模突破 3932 噸。

其次，**AI 與新興需求，催生結構性增長點。**AI 產業成為全球經濟的新增長引擎，2026 年全球 AI 相關投入預計超 2 萬億美元，AI 算力的擴張通過電力基礎設施、數據中心建設放大用銅需求。測算顯示，AI 算力每增長 1 倍，銅需求將增加 1.2 倍。新興經濟體工業化進程同步發力，工業化初期國家對鋼材、銅、鋁的需求度比發達國家高出 50%，形成長期需求支撐。



最後，當前全球市場在持續的地緣政治衝突與不確定性中運行，避險情緒居高不下。這種環境促使投資者對以美元為核心的傳統安全資產進行重新審視，部分資金正尋求向更具實物屬性的資產分散。這一再平衡過程加劇了大宗商品市場的內部分化：能源、貴金屬及部分關鍵礦物因供給風險和避險需求受到強勁支撐，而需求前景則主導了工業金屬等品類的走勢。這種供需結構的重塑，疊加長期資本配置的轉移，可能正推動大宗商品市場進入一個特徵顯著、持續強化的“超級週期”初期階段。

二、大宗商品超級週期的本質：超越短期波動的長期趨勢

市場呈現強烈上漲的格局，但是是否可以塑造為“超級週期”以及到底什麼是“超級週期”呢？

簡單來說，大宗商品超級週期指的是大宗商品真實價格經歷的長達數十年的長期趨勢性偏離。它和我們常說的 3-5 年製造業週期（也就是庫存週期）所引發的價格波動，在頻率上有著顯著區別。具體來看，超級週期有兩個核心特徵：一是時間跨度長，一個完整的週期大約需要 30 年以上；二是覆蓋範圍廣，價格波動會廣泛覆蓋能源、金屬、農產品等基礎原材料品類，並且呈現出高度的同步性。從歷史數據來看，不同品類大宗商品的真實價格在長期維度上，也隨著超級週期的演變呈現出各自的波動規律。

歷史數據顯示，自 1850 年以來，全球共經歷了五輪大宗商品超級週期，平均時長 34 年，每一輪都與重大歷史事件和經濟變革緊密相關。

其中，**第一輪超級週期（1850-1898 年）**，驅動因素是工業革命的全球擴散以及美國內戰，前者推動了鐵路建設，增加了煤炭和生鐵需求，而美國內戰則導致棉花供應鏈鍛煉，推高棉花價格。這一輪週期中，農產品漲幅相對領先，各類商品的整體漲幅在 20% 左右。

第二輪超級週期（1899-1932 年），核心是二次工業革命與第一次世界大戰。第二次工業革命本質上是一場能源革命，電氣化對銅的需求、內燃機對石油的消耗以及化學工業的興起，共同塑造了新的資源消費模式，美國作為新興工業強國，製造業產值在這一時期超越了英國，而第一次世界大戰則進一步推高資源需求，同時戰爭導致供給側癱瘓。特徵是能源漲幅 106% 領跑，工業金屬和農產品均漲 60% 左右，貴金屬表現平淡。



第三輪週期從 1933 年持續到 1971 年，核心驅動因素是二戰軍備競賽與歐日戰後重建。1933-1945 年，歐洲和日本經歷了“軍備競賽”，德日在二戰前以及二戰中，對戰略物資，包括銅、鐵礦石、橡膠等在內的大宗商品需求呈指數級增長；二戰後，馬歇爾計畫主導了歐洲重建，這一時期的需求特徵呈現出高度的國家主導性，公共部門支出取代私人投資成為驅動商品超級週期的核心引擎。這一輪週期的特徵是各類商品漲幅都非常可觀，工業金屬、農產品、能源漲幅均超過 100%，白銀漲幅更是超過 200%，黃金漲幅也達到了 60%。

第四輪週期是 1972 年到 2002 年，關鍵字是大滯脹、石油危機與美元信用體系重構。宏觀和貨幣政策層面，1971 年尼克森衝擊終結了佈雷頓森林體系，美元與黃金脫鉤。央行尤其是美聯儲在初期採取了適應性預期的寬鬆政策，試圖以更高通脹換取就業，導致通脹預期脫錨。這一時期，實物資產成為對沖信用貨幣貶值的首選，金融屬性首次在大宗商品定價中佔據主導地位。供給側方面，冷戰背景下，一連串地緣衝擊引發了石油危機。與其他週期不同，本輪商品價格上漲並非源于經濟繁榮，而是源於供給短缺和貨幣貶值的雙重共振。其特徵十分鮮明：貴金屬因通脹預期失控漲幅最大，其次是能源，受地緣博弈引發的供給衝擊影響，工業金屬和農產品則相對滯後。

第五輪週期從 2003 年持續到 2020 年，核心驅動力是中國崛起。2001 年中國加入 WTO，釋放了巨大的資源需求。當時中國處於工業化中期和快速城鎮化階段，單位 GDP 的金屬消耗強度遠高於全球平均水準。根據世界銀行 2009 年的數據，中國在這一時期消耗了全球約 40%-50% 的精煉銅、鋁和鐵礦石。供給側方面，在 1980-1990 年代的大宗商品熊市期間，全球礦業巨頭大幅削減了勘探預算和資本開支，導致供給相對不足。這一輪週期的特徵是黃金漲超 300%，工業金屬和能源漲幅均達到 200% 左右，農產品漲幅相對較低，僅為 50%。

三、大宗商品超級週期的統計特徵

通過對 5 輪大宗商品超級週期的梳理，我們發行有 5 個關鍵統計特徵。

第一，超級週期“牛短熊長”，平均持續約 34 年，其中牛市上升階段約為 13 年，從週期低點到高點的平均漲幅為 75%；熊市下降階段持續時間約為 21 年，指數回撤幅度約 47%。



第二，不同商品的跌幅相對類似，都在 50%-60%之間，但漲幅差異巨大，金銀和能源漲幅在 200%左右，工業金屬在 90%左右，農產品在 60%左右，貴金屬和能源之所以長期呈現中樞回歸特徵，是因為上漲彈性大而非抗跌。

第三，價格達峰的先後順序有規律可循，黃金最早，平均提前 5.6 年，工業金屬次之，平均提前 1.6 年，然後是農產品，平均提前 0.8 年，最後是能源，平均滯後 0.4 年。

第四，考慮通脹因素後，上行週期名義價格會翻倍，下行週期名義價格則走平或小跌。具體來看，上行週期美國通脹漲幅為 52.5%，意味著名義大宗商品指數漲幅為 127.5%；下行週期通脹漲幅為 42.8%，名義大宗商品指數漲幅為-3.7%。

第五，超級週期的牛市往往對應高通脹時代，上行週期的年化通脹為 4.0%，下行週期為 2.0%，這也意味著看多超級週期的前提，本質上是看多美國通脹。

圖 3：過去 150 年的無論大宗商品超級週期及統計特徵

第一輪 (1850-1898)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農業品	能源	金	銀
峰值年份	1860			-7	-3	0	3	4
低點年份	1897			-2	1	-5	-27	0
上升區間波幅	20.4%			18.1%	22.6%	22%	10.4%	13.1%
下跌區間波幅	-44.4%			-61.3%	-39.0%	-79.6%	-39.4%	-62.0%
第二輪 (1899-1932)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農業品	能源	金	銀
峰值年份	1917			-1	0	3	-19	2
低點年份	1932			0	0	-1	-12	0
上升區間波幅	62.0%			59.4%	57.0%	106.2%	0.0%	3.0%
下跌區間波幅	-60.9%			-64.1%	-60.3%	-57.7%	-59.9%	-75.9%
第三輪 (1933-1971)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農業品	能源	金	銀
峰值年份	1947			4	0	1	-13	21
低點年份	1971			0	0	-1	-1	0
上升區間波幅	84.3%			108.4%	106.1%	138.6%	58.8%	231.4%
下跌區間波幅	-20.9%			-23.8%	-49.1%	-26.4%	-64.6%	-38.1%
第四輪 (1972-2002)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農業品	能源	金	銀
峰值年份	1980			-1	-1	1	0	0
低點年份	2002			0	-1	-4	-1	-1
上升區間波幅	88.1%			54.0%	62.5%	270.6%	697.4%	453.9%
下跌區間波幅	-63.1%			-70.0%	-64.6%	-66.7%	-79.3%	-90.2%
第五輪 (2003-2020)		總真實指數	同期通脹	工業金屬	農業品	能源	金	銀
峰值年份	2011			-3	0	-3	1	0
低點年份	2020			0	3	0	-5	-2
上升區間波幅	120.4%			216.7%	55.1%	195.3%	322.1%	512.2%
下跌區間波幅	-42.2%			-35.6%	-44.9%	-69.2%	-32.7%	-60.0%
平均		總真實指數	同期年均通脹	工業金屬	農業品	能源	金	銀
上漲時長和峰值滯後 (年)	13.25			-1.6	-0.8	0.4	-5.6	5.4
下跌時長和谷底滯後 (年)	21.4			-0.4	-0.6	-2.2	-9.2	-0.6
上升區間波幅	75.0%			91.3%	60.7%	187.0%	217.7%	242.7%
下跌區間波幅	-46.3%			-50.9%	-51.6%	-59.9%	-55.2%	-65.2%

來源：CCBA PB Research.



四、歷史規律與當前市場對比：超級週期的起點判斷

基於歷史數據和週期分析，我們發現超級週期可以大致的分為兩類：增長型超級週期、滯脹型超級週期。

“增長型超級週期”帶來的需求爆發，往往伴隨 10 年尺度上主要工業金屬的消費量翻倍，對應年化真實增幅 7%。而需求背後，主要是大國的階梯狀工業化。當一個人口規模巨大且具備一定經濟體量的國家，步入人均 GDP4000 至 10000 美元（按 2024 年購買力計算）的關鍵區間時，就可能帶來長達數年的大宗商品超級週期。過去 5 輪商品超級週期，就分別對應了美國（第二輪）、歐日（第三輪）和中國（第五輪）的工業化進程。以 2000 年代中國崛起為例，2000 年加入 WTO 後，中國進入快速工業化和快速城鎮化階段，工業金屬和能源的進口增速在 2000-2005 年期間高達年化 30%，單位 GDP 的金屬消耗強度遠高於全球平均水準。

“滯脹型超級週期”則主要源于金融需求推波助瀾。1971 年佈雷頓森林體系解體，美元與黃金脫鉤，大宗商品從單純的生產要素，轉變為全球資產配置中的通脹對沖工具和價值儲存手段。研究發現，70 年代商品收益率與通脹率呈正相關，與股票和債券負相關，在通脹環境下能提供有效的投資組合分散化效應和正的實際收益率。這一時期，黃金價格從 1971 年的 35 美元/盎司暴漲至 1980 年 1 月的 850 美元/盎司，十年漲幅超過 23 倍；白銀價格從 1971 年的 1.3 美元/盎司飆升至 1980 年初的近 50 美元/盎司，漲幅達 37 倍；銅和鋁在 1975 至 1980 年期間也分別上漲超過 100%和 500%。值得注意的是，這次商品價格暴漲並非源於經濟活動改善，在漲幅最快的 1978-1980 年，PMI 從 60 降至 45，經濟處於疲軟狀態。歷史上看，**滯脹/囤貨型超級週期的特徵是貴金屬 > 能源 > 工業金屬**，其中能源價格上漲一定程度來自於供給側衝擊，而貴金屬遠強於工業金屬的原因，是因為前者價值密度高得多，更適合囤貨和金融避險；而增長型週期則是工業金屬和能源更強，貴金屬表現略弱。

通過對比歷史超級週期與當前市場表現，我們發現當前市場可能處於新一輪**“滯脹型超級週期”**的早期階段，而非**“增長型超級週期”**。

主要理據有二。其一，市場有可能走類似於 20 世紀 70 年代的**“滯脹型超級週期”**。當前的宏觀環境與 1970 年代有相似之處，市場縈繞著債務危機、信用貨幣體系不穩定、地緣政治格局動盪三重危機，



這可能驅動投資者和主權國家增加商品配置、擴大囤貨需求。目前僅從 ETF 市場來看，投資者對商品的配置仍然相對偏少，未來還有提升空間，這會為商品價格提供支撐。

其二，2020 年以來的漲幅還遠遠不及歷史上的超級週期。從 2020 年到 2026 年 1 月的真實漲幅來看，工業金屬上漲 36%、農產品上漲 20%、能源上漲 25%、黃金上漲 97%，這些漲幅仍顯著低於多數歷史可比的超級週期，意味著如果當前確實還未進入超級週期，最多只能算超級週期的起點，未來還有較大的上漲潛力。

圖 4：20 世紀 70 年代以及當下的通脹對比



來源：Refinitiv。

五、結論

綜合以上分析，我們得出一個初步結論，這個結論還有待後續數據更新驗證。如果說 2020 年是新一輪超級週期的起點，那麼它大概率不是“增長型超級週期”，因為科技革命對商品需求的驅動力不及工業化時期；而更可能是“滯脹型超級週期”，背後是地緣衝突、信用貨幣體系不穩定、全球債務問題三重擔憂的支撐。

與其他超級週期對比，壞消息是 2020 年商品價格的起點並不低，但好消息是目前的漲幅還有想像空間，不過不同品種之間的差異巨大，不宜一概而論。從內部來看，農產品屬於高賠率、低勝率的品



種，它的起點低、當前漲幅也低，但缺乏明確的催化因素；貴金屬是高勝率、低賠率的品種，起點高、漲幅已經不低，但主線邏輯最符合囤貨/滯脹的宏觀環境；工業金屬在兩個維度上都介於兩者之間，性價比相對偏低。

僅從 2026 年來看，我們暫且看不到央行全面轉鷹的風險，也看不到全球政府債務問題系統性解決的可能性，衰退風險也處於可控範圍，因此缺乏系統性看空商品的宏觀基礎。



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(一位或多位)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。