



策略专题分析报告

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003） 分析师：季宏坤（执业 S1130526060001）
mouyiling@gjzq.com.cn wuhuimin@gjzq.com.cn jihongkun@gjzq.com.cn

资源民族主义：被压抑的发展需求

新一轮资源民族主义的特征

当关键矿产资源逐渐成为全球经济转型中的新变量时，逆全球化背景下主要发达国家加快推动制造业回流与供应链重构，近年来围绕关键矿产资源的全球竞争明显升温，如 2026 年以来美国提出“金库计划”、欧盟也开始将部分矿产品列入关键矿产联合储备名单。而相较 70 年代油气领域的资源民族主义，本轮资源民族主义则存在新的特征：①聚焦关键矿产品；②资源国的核心诉求是以资源谋求发展，向下游延长产业链、增加附加值。值得关注的是，资源国依托资源民族主义实现矿产资源的管控或者是资源收益再分配的方式则存在差异性，且政策的松紧程度也有不同。（1）政策手段来看，当前资源国普遍采取两种限制政策类型。对于需求国而言，类型①（出口许可证、权利金、出口税）是通过提高贸易商的进口成本，以达到获得更多资源收益分配的目的，对应的是经济性问题；而类型②（出口禁令、出口配额）则是通过采取更为直接的管控方式，对于供给端的约束效果在短期内可能也会更加凸显，其更多影响的是矿产资源的可得性问题，与之匹配的是需要增加对矿产资源国的投资建设。（2）政策目的来看，寻求工业化发展则是当下南方资源国的核心诉求，同时也要求增加“本地化率”，对应可能增加我国出口出海活动扩张。（3）不同区域来看，当前拉美资源民族主义主要针对单一的关键矿产资源（如锂）；相比之下，非洲资源国的政策手段相对更加严格且产业化诉求也更为强烈，且其政策也适用于资源国所控制的多数关键矿产。

资源民族主义下的大宗商品：供给扰动 or 需求拉动？

不同于过去大宗商品的宏观周期分析框架，资源民族主义背景下资源国的政策反应函数变得越来越重要。当能源与供应链安全再次成为全球重要议题时，而资源国又想要从资源品价格的上涨中获取更多的利润分配，供给端的扰动对于价格的影响力可能会增强。而在这一过程中，并非所有管制政策均能实现较好的政策效果，更为重要的约束条件是供给格局的集中度和各矿产品对约束政策的暴露程度。基于这两个约束条件可以看到：（1）供给集中度高、资源国份额高且对政策类型②暴露程度较高的品种：钴（主要面临刚果（金）的供给扰动，下同）、镍（印尼）、铝（几内亚）、锰（加蓬）、锂（津巴布韦）等。（2）供给集中度高、资源国份额高且对政策类型①暴露程度较高的品种：铌（巴西）、钽（刚果（金）、尼日利亚等）、铂（南非）、锰（南非）、铬（南非）、钨（南非）等。（3）尽管当前管制政策较为宽松或者在贸易政策方面尚未看到明显的约束条件，但是供给集中度又比较高的品种，意味着未来倘若控制该资源的资源国采取更加严厉的管制措施，则供给端的扰动也将容易放大，未来可保持关注。因此，对于大宗商品而言，短期供给端矛盾正在被激化，而需求端目前仍受到外部融资环境的压制，未来则需静待美国实际利率的回落，需求侧的拉动或将更为明显。实际上，从中期维度来看，资源民族主义则有望重塑全球需求。在“资源民族主义→资源国要求本地冶炼、加工以及制造”的逻辑链条下，资源国的内生需求可能会增加，从而进一步提高其单位实物消耗。

需求只是被压抑，而非消失

资源国核心诉求的变化一方面继续增加中国企业与资源国在基础设施和工业园区合作的同时，另一方面中国企业也逐步增加了产业链投资，相对应的合作模式也由此前的信贷支持转为股权合作的模式。在这个过程中，在保障中国企业获取上游原材料的同时，也拉动了资源国对中国的出口需求，形成“投资-出口”的正向循环。从需求结构出发，未来新兴资源国工业化过程中我们认为可重点关注四大中长期变量：人均用电量、基础设施投资、出口结构变化以及消费需求这是最大的增长来源。不过，短期维度下外部融资条件制约了 2026 年这一趋势的空间：新兴资源国“以资源换项目”的许多合同均采用“LIBOR+风险加点”定价；另一方面，新兴资源国国内金融条件对美元周期较为敏感，历史上看其短端利率与 2 年期美债利率之间往往呈现较高的正相关关系。如果未来 AI 投资放缓，最终美国实际利率下降，新一轮资源民主主义浪潮无疑是全球投资需求的新来源。未来受益于新兴资源国工业化所带来的需求扩张，相关板块包括：一是大宗商品将受益于实物需求的拉动，人均能源和人均基础设施建设提升会带来（铜、铝、油）等商品的机会；二是能源安全和能源转型下，需求扩张较快的产品主要对应新能源的细分领域，包括电力设备（变压器、蓄电池、电线及电缆等）、新能源车；三是基础设施投资扩张及产业化过程可能带来中间品和资本品需求扩张，包括工程机械、通用机械设备、机床、商用车（货车、专用汽车等）等。

风险提示

海外政策变化风险、大宗商品价格大幅波动风险。



内容目录

1、全球资源民族主义风险正在抬头	4
1.1 当产业变化遇上多极化的世界	4
1.2 类比 70 年代的资源民族主义：当下的同与不同	5
2、资源民族主义下的大宗商品：供给扰动 or 需求拉动？	10
3、资源民族主义的产业链外溢效应	13
3.1 中国企业与资源国的合作路径	13
3.2 未来资源国工业化需要关注哪些变量？	17
4、风险提示	23

图表目录

图表 1： 美国、欧盟和日本的关键矿产清单比较	4
图表 2： 关键矿产资源下游普遍应用于新兴领域	4
图表 3： 历史上美国和欧盟的关键矿产清单更新时间表	5
图表 4： 70 年代汽车产业的发展带动人均石油消费	6
图表 5： 70 年代美国战略石油储备从需求侧拉动了原油	6
图表 6： 60-70 年代油气领域掀起了资源国有化浪潮	6
图表 7： 当前资源民族主义政策与历史进行对比	7
图表 8： 近年来，针对关键原材料采取出口禁令措施的国家开始有所增加	8
图表 9： 当前主要非洲国家的资源民族主义政策内容总览及资源民族主义风险程度	9
图表 10： 当前主要拉美国家的资源民族主义政策内容总览及资源民族主义风险程度	10
图表 11： 2026 年以来关键矿产供给侧正面临更多来自于政府层面带来的挑战	10
图表 12： 印尼和刚果（金）分别在镍和钴上在全球均具有较高的话语权	11
图表 13： 印尼镍成功实现产业化，镍原矿出口下降的同时镍及其制品出口则出现快速攀升	11
图表 14： 最近几年几内亚铝土矿出口和产量快速增长，2022-2025 年铝土矿出口 CAGR 为 21.4%（单位万吨）	11
图表 15： 从中国进口视角来看，刚果（金）钴同样也实现了下游产业化的目的	11
图表 16： 供给集中度+资源国份额双高的品种面临来自于新兴资源国的供给扰动可能较大	12
图表 17： 主要关键矿产品对资源民族主义政策的暴露程度	12
图表 18： 资本形成总额与单位最终使用实物消耗增长有明显正相关关系	13
图表 19： 投资也可能带来人均收入的提高从而促进消费	13
图表 20： 单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系	13
图表 21： 东盟还未到达倒 U 型的拐点，未来人均收入的增加对于实物消耗来说是加速的作用	13
图表 22： 印尼的制造业 FDI 来源中，2020 年以后中国+东盟是主要的资金贡献者（单位百万美元）	14



图表 23: 从出口的视角来看, 电池、工程机械等为代表的细分产品获得更高的增长率.....	14
图表 24: 最近几年中国企业和印尼之间的合作覆盖基础设施、工业园以及绿色产业.....	15
图表 25: 2008 年以后中国对非洲产油国的承包工程合同占比开始出现下降, 尤其是 2014 年以后总金额也开始下滑, 相对应的对矿产资源国的投资则出现明显上升.....	16
图表 26: 历史上中非之间典型的合作案例	16
图表 27: 2022 年以来中国对非出口增长的同时, 机械设备、汽车、电力设备相关品类呈现较高增长	17
图表 28: 值得一提的是, 2026 年以来电力设备增长开始出现加速.....	17
图表 29: 南美洲和非洲整体的人均用电量水平仍明显低于全球平均水平	17
图表 30: 但很多资源国的人均用电量增速开始明显跑赢人均 GDP 增速	17
图表 31: 当前多数非洲和拉美国家的新能源发电结构占比依然偏低	18
图表 32: 近几年资源国有明显的能源转型诉求	18
图表 33: 非洲、东盟、拉美的人均基础设施投资额明显低于全球平均水平	19
图表 34: 2024 年以来, 非洲、东盟、拉美出台了众多大力发展基础设施建设的政策.....	20
图表 35: 伴随着刚果的产业链延长, 出口中经加工后的矿产制品的占比明显上升	21
图表 36: 从全球钴海运量来看, 由于刚果产业结构转型, 半加工钴占比明显上升	21
图表 37: 非洲和拉美等国家的人均 GNI 还明显低于全球水平, 但其近三年人均 GNI 增速较高, 这意味着这些地区有较大的消费潜力.....	21
图表 38: 美伊冲突以来, 部分非洲国家经济景气度回落	22
图表 39: 历史上新兴国家短端利率与 2 年期美债利率高度正相关	22
图表 40: 出口拆分来看, 出口至非洲和拉美份额提升幅度较高且增速较高的品种主要集中于中间品和资本品领域.....	22



图表3：历史上美国和欧盟的关键矿产清单更新时间表

国家/地区	时间	法案名	具体内容
美国	2018-05	《2018年关键矿产最终名单》	美国首版关键矿产名录案，于2018年2月首次公布草案，并于5月公布最终版，共涉及35种矿物材料。
美国	2022-02	《2022年关键矿物最终名单》	2021年开始进行讨论更新，共涉及50种矿物材料，相比2018年版的差异在于：①数量增至50种；②剔除helium（氦）、potash（钾盐）、rhenium（铼）、strontium（锶）、uranium（铀）；③将稀土和铂族金属具体矿产品种单独列出来，同时新增nickel（镍）、zinc（锌）。
美国	2025-11	《2025年关键矿物最终名单》	2025年8月进行新一轮草案公开征求意见，由2022年版的50种扩充至60种矿物材料，新增：boron（硼）、copper（铜）、lead（铅）、metallurgical coal（焦煤）、phosphate（磷酸盐）、potash（钾盐）、rhenium（铼）、silicon（硅）、silver（银）、uranium（铀）。
欧盟	2011-02	《关键原材料清单》	2010年开始进行关键性研究评估工作，2011年公布首批清单，共涉及14种关键原材料。
欧盟	2014-05	《关键原材料清单》	共涉及20种关键矿物材料，相比2011年版的差异在于：①剔除钽；②新增硼、铬、炼焦煤、菱镁矿、磷矿石、金属硅。
欧盟	2017-09	《关键原材料清单》	共涉及27种关键矿物材料，相比2014年版的差异在于：①剔除铬和菱镁矿；②新增8种关键材料：重晶石、钼、铈、氦、天然橡胶、钽、钇、钆。
欧盟	2020-09	《关键原材料清单》	共涉及30种关键矿物材料，相比2017年版的差异在于：①剔除氦；②新增铝土矿、锂、钛、锆。
欧盟	2024-04	《关键原材料法案》	共涉及34种关键原材料，相比2020年版的差异在于：①剔除天然橡胶、钨；②新增铜、砷、长石、锰、镍、氦。此外，新增16种战略原材料清单，与关键原材料清单存在高度重合。

来源：USGS, European Union, 国金证券研究所

1.2 类比 70 年代的资源民族主义：当下的同与不同

历史上来看，资源民族主义也曾体现在上世纪的油气领域。而当时所面临的时代背景也与当下存在一定的相似性：

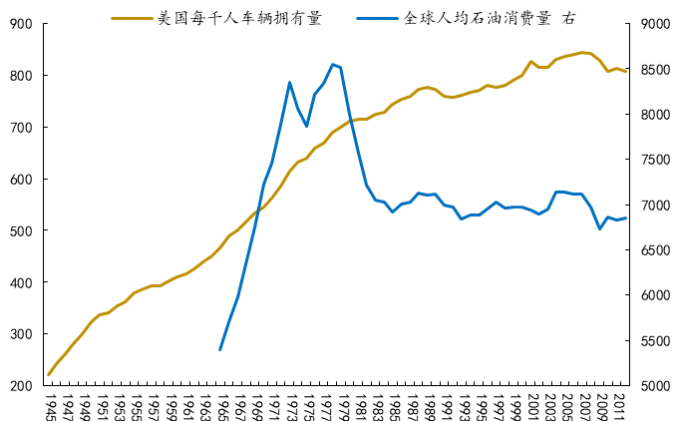
（1）以汽车和航空为代表的新产业发展带来石油消费需求快速增长，1978 年全球人均石油消费量达到了历史高位，相比 1965 年环比增长了 58%，由此也带来了全球石油消费占 GDP 比重的趋势性抬升。

（2）供给冲击背景下以美国为代表的西方国家开始正式设立石油战略储备制度。美国战略石油储备最早可追溯至 1944 年内政部长哈罗德·伊克斯提议建立应急原油储备开始，但在能源充足的时代并未得到重视。而随着 1973 年中东战争爆发，阿拉伯产油国对美国等西方国家实施石油禁运则成为直接导火索，彼时美国仍是石油净进口国，而供给端的冲击则加速了美国石油战略储备制度的设立。1975 年 12 月美国福特总统签署《能源政策与节约法案》，从法律上正式确立了 SPR，这也标志着石油战略储备制度的正式成立。法律最初规定，国家储备上限为 10 亿桶石油，法律生效后三年内（即 1978 年底）至少形成 1.5 亿桶储备（1977 年又提高至 2.5 亿桶），用于减轻石油供应中断的影响。从实际运行来看，1977 年美国战略石油储备库存确实开始出现增加，其占美国石油消费的比重最高曾达到 70%。

（3）在这一过程中，资源国也想从资源品价格上涨中获得更多的收益，开始进行“资源国有化”。尤其是到了 70 年代初期，“资源民族主义”风潮愈演愈烈，许多资源国通过参股的方式逐步收回并强化本国对石油生产的控制。而从结果上来看，石油开始从“工业品”逐步转为“战略资产”，石油产业迎来“量价齐升”。尽管 70 年代石油价格暴涨存在诸多因素，但不可否认的是石油战略储备的增加及“资源国有化”在进一步推动价格上升的同时，石油输出国组织确实在石油生产和贸易领域有了更强的话语权。

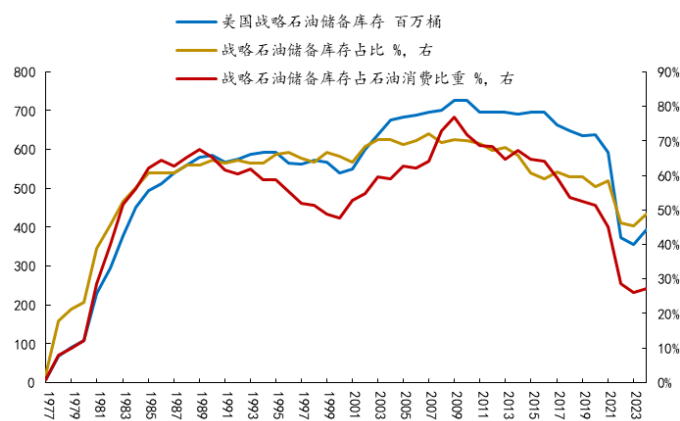


图表4：70年代汽车产业的发展带动人均石油消费



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：70年代美国战略石油储备从需求侧拉动了原油



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：60-70年代油气领域掀起了资源国有化浪潮

国家	时间	具体内容
沙特阿拉伯	1973年	沙特阿拉伯政府收购（按“重置成本”的价格）了阿美公司25%的股份。
	1974年	沙特阿拉伯政府将其在阿美公司的股份增加到60%。
	1980年	沙特阿拉伯政府获得了阿美公司的100%所有权。
伊朗	1951年	伊朗议会通过一项法案，宣布对石油资源实行国有化，取消外国公司在伊朗石油领域的特许权。同年，伊朗国家石油公司成立。
	1972-1973年	1972年伊朗开始石油国有化谈判；1973年伊朗国王巴列维宣布由美英等国石油公司组成的伊朗国际石油财团已经同意把1954年“协议区”的一切石油生产权、行政管理权和设备所有权全部归还伊朗。国家伊朗石油公司（NIOC）自3月20日起接管生产和炼油设施。
伊拉克	1961年	根据伊拉克第80号法律，伊拉克政府强制收回了英资主导的“伊拉克石油公司”约99.5%的未开发特许权。这不仅是革命后的新政府对西方石油利益的首次强硬打击，更标志着伊拉克石油政策从此转向，成为后续成立国家石油公司并最终实现全面国有化的直接序幕。
	1972年	伊拉克政府便于1972年6月颁布了石油国有化法令，把伊拉克石油公司在1961年12月底颁布法令规定地区内的一切营业设施全部收归国有。在石油输出国组织的坚决支持下，伊拉克于1973年实现了石油国有化。
阿尔及利亚	1968年	阿尔及利亚接管了美国格蒂石油公司经营资产的51%，并同格蒂石油公司合股建立了由阿国营石油公司持有51%控股权的新的石油开采公司。
	1970年	阿尔及利亚继续将在阿经营的壳牌、菲利普、美国莫比尔和纽蒙海外公司国有化。到1970年，阿尔及利亚已把30%的石油生产、60%的勘探、70%的运输、80%的提炼和全部的国内销售控制在国家手中。
	1972年	阿尔及利亚在石油生产公司中所拥有的股权已增至80%。
卡塔尔	1973年	卡塔尔政府从英国石油公司获得其石油工业35%的股份。
	1974年	政府将持股比例提高至60%；至当年底，卡塔尔已从英国石油公司手中取得全部控制权，并建立了卡塔尔石油生产总公司（后发展为卡塔尔能源公司），作为收回资源主权的核心理有机构。
	1977年	卡塔尔从荷兰壳牌石油公司手中获得全部股权，完成了石油工业的全面国有化。
委内瑞拉	1943年	委内瑞拉政府颁布《石油法》，强调国家对石油资源的所有权。
	1971年	委员会通过的《回归法》规定，各外国公司的租让地到期时，政府将收回全部租让地的特许权，以有限的补偿取得租让地上的石油资产，其后一律不再发放新的租让权。
	1976年	委内瑞拉实现了石油工业国有化，新成立的国家石油公司接管了整个石油工业。

来源：Wind，国金证券研究所

当然，本轮资源民族主义也存在一些新的特征：①不同于70年代的油气领域，当前主要聚焦于关键矿产资源；②相较于石油的资源国有化和参股运动，本轮手段更为温和且多元化，同时资源国的核心诉求从对资源的“依赖”转向“依托”的愿望也更为强烈，即更希望以资源谋求发展，着力破解“资源诅咒”，向下游延长产业链、增加附加值。



图表7：当前资源民族主义政策与历史进行对比

	主战场	国有化方式	政策整体特点	对外资态度	核心目标
过去	油气领域	“直接国有化”	粗暴严厉，对矿企影响大	零和博弈下的对立竞争，排斥态度	去殖民化
当前	关键矿产领域	“间接国有化”	温和理性，负面影响较小	合作基础上的利益之争，开放态度	现代化
区域	国家	限制措施类型	具体内容		
亚太	印尼	出口禁令&本地加工	(1) 印度尼西亚于2020年1月1日对镍矿石出口实施禁令。 (2) 从2023年6月开始，政府将禁止铝土矿出口，并推动在本国加工铝土矿的发展。		
	菲律宾	出口禁令&下游产业化	2025年2月，菲律宾参议院曾通过法案提议禁止出口未经加工的原矿，以推动国内加工产业、提高矿业附加值。法案设定5年宽限期，以便矿业公司建立加工设施。然而，在立法过程中，最终版本未纳入原矿出口禁止条款。		
非洲	刚果（金）	出口配额&下游产业化	1、2025年2月21日，战略矿产市场监管局（ARECOMS）为应对全球钴供应过剩，发布了为期四个月的钴矿产品出口禁令。随后，该出口禁令于2025年6月21日再次延长三个月。 2、自2025年10月16日起正式实施钴出口配额管理制度，以规范出口秩序，促进战略矿产的本地增值利用。		
	津巴布韦	出口管制&本地加工	1、2022年12月，《基础矿物出口管制令（含锂矿石和未选锂矿）》禁止出口未经加工的含锂矿石，除非经矿山矿业发展部部长书面许可； 2、2023年1月，《第5号法令》将出口禁令扩大至所有“基础矿物”，包括除贵金属、宝石、石油和天然气之外的所有矿物； 3、2023年5月，《第57号法令》进一步细化、锂矿的开采、运输、储存、境内销售、加工和出口的程序并引入了相关许可制度。 4、政府已宣布自2027年1月起，禁止锂精矿出口，仅允许出口更高加工度的锂盐或硫酸锂产品。该政策旨在推动境内形成锂化工及电池材料产业链，促进矿业投资向下游延伸。		
	加纳	出口禁令&本土加工	(1) 自2024年6月起实施禁止原铝土矿的出口，以确保约9亿吨铝土矿储量在国内进行精炼和加工。(2) 2023年出台了“绿色矿产政策”，明确要求锂矿不得以原矿形式出口，必须在本国内进行提炼加工后再对外销售。		
	几内亚	出口税&本地加工	1、税收制度：(1) 对贵金属、铁矿、铝土矿等征收矿产资源税。其中，若矿业企业在几内亚建成至少80%加工能力的相关设施，超过初始生产期后，其铁矿及铝土矿的适用税率将上调15%。(2) 出口税：除贵金属外，未加工或未转化为半成品的矿产品出口须缴纳出口税。 2、《矿业法》未对原矿或加工矿物设定明确的出口限制。但政府已经采取战略政策以推动本地增值与选矿加工，因此从事铝土矿和铁矿运营的企业，通常会在采矿协议条款被鼓励或要求建设本地加工设施（如精炼厂或冶炼厂）。 3、《矿业法》未普遍强制要求本地加工，但政府积极推动选矿加工（特别是铝土矿、铁矿等战略矿产）。采矿协议通常包含建设本地转化设施的承诺，例如氧化铝精炼厂或球团厂。为支持此类投资，可能提供财税及关税优惠，且通过优先使用几内亚商品、服务及合作，进一步鼓励本地增值。		

来源：《当前一轮“资源民族主义”特点及前景》、中国贸促会服务企业平台、商务部、中国有色网等、国金证券研究所

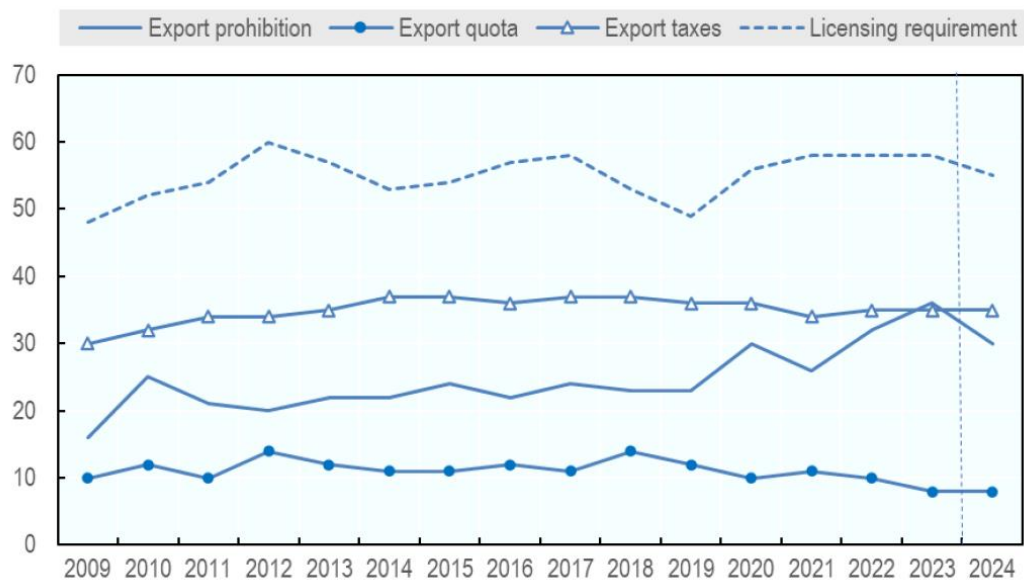
值得关注的是，资源国依托资源民族主义实现矿产资源的管控或者是资源收益再分配的方式则存在差异性，且政策的松紧程度也有不同。从政策手段来看，当前主要资源国采取的普遍措施包括：(1) 政府可免费持有一定比例的股权，从主要的资源国来看，大多数是在5%-15%范围内；(2) 针对矿产资源的限制措施来看（这里可用作衡量全球市场对该国矿产品的可得性和经济性），我们可将目前资源国所采取的政策措施归纳为两种类型：①采取出口许可证、特许权使用费、出口税等，该类政策手段目前仍占据主导地位，特别是前两个是各资源国普遍会采用的政策手段。区别在于战略矿产的特许权使用费的税率可能会更高，如刚果（金）对以钴为代表的战略矿物采取10%的权利金税率，而非战略矿物的有色金属则为3.5%；再比如加纳，对锂等新能源矿产，可能会在采矿协议中约定10%的特许权使用费，比一般矿产5%的行业标准显然更高。②更具限制性的限制类型如出口禁令、出口配额等，根据OECD的统计，2019年以来全球对关键原材料采用出口限制措施的国家开始逐步增多；与此同时，最近两年我们也可以看到无论是南方国家对矿业法的修订或者是针对某一项战略矿产政策的收紧，亦或是领导人的公开表态来看，通过出口限制的方式确实也在增加。而针对上述两种政策类型来看，对于矿产资源的主要需求国而言，类型①是通过提高贸易商的进口成本，以达到获得更多资源收益分配的目的，对应的是经济性问题；而类型②则是通过采取更为直接的管控方式，对于供给端的约束效果在短期内可能也会更加凸显，其更多影响的是矿产资源的可得性问题，与之匹配的是需要增加对矿产资源国的投资建设。

从政策目的来看，一方面，寻求工业化发展则是当下南方资源国的核心诉求。而在“资源民族主义→中资企业增加对南方资源国投资→对中国中间品和资本品需求增加”的逻辑传导链条下，中国的出口出海活动有望从中受益。另一方面，资源国的另一核心要求往往也是要求增加“本地化率”，包括雇佣更多的本地工人、增加对本地商品和服务的采购等等，以此来带动本地居民的就业和收入。从更长远的视角来看，如果资源国能够成功实现工业化，远期收入的增加可能也会为未来提供一个潜在的消费市场。

此外，从不同区域来看，相较于拉美的新兴资源国而言，非洲资源国的政策手段相对更加严格且产业化诉求也更为强烈，且其政策也适用于资源国所控制的多数关键矿产。但当前拉美资源民族主义倾向则主要针对单一的关键矿产资源，比如锂资源，通过采取国家专营或垄断的方式以控制锂资源和实现产业化；而其余多数矿产资源，目前整体政策倾向普遍较为开放，未来则关注是否存在进一步上升的可能性。



图表8：近年来，针对关键原材料采取出口禁令措施的国家开始有所增加



来源：OECD、国金证券研究所


图表9：当前主要非洲国家的资源民族主义政策内容总览及资源民族主义风险程度

国家	近几年是否修订矿业法/制度	持股比例要求	出口许可证/权利金	出口税	出口禁令/出口配额	本地化要求	本地增值义务	资源民族主义风险
刚果（金）	2018修订；2025以来持续收紧	政府有权获得10%干股	√		√	本地雇佣	有义务在境内加工（需提交工业化计划）	高
几内亚	2013年修订；2022年通过本地内容法	政府有权获得15%干股；可购买额外权益，通常最高至35%	√	√	√	本地采购&雇佣	积极推动本土加工，采矿协议可能包含本土工业化承诺	高
津巴布韦	2025年修订	政府有权获得26%干股（绿地矿业项目）	√	√	√*	有本地内容发展目标	鼓励本土加工	高
加蓬	2019年修订	政府有权获得10%干股（免费），最高可达25%（有偿）	√	√	√*	本地雇佣	推动本土加工	高
坦桑尼亚	2017年修订；2022年颁布《矿业（国家参	政府有权获得16%干股	√		√	本地采购&雇佣	强制要求境内加工增值	高
纳米比亚	2008年修订	至少15%由纳米比亚人持有	√	√	√	本地培训	必须在境内加工（至少30%）	高
莫桑比克	2014年矿业法；2025年开始修订	政府有权获得5%干股	√		√	本地雇佣	必须在境内加工	中→高
尼日利亚	2023年批准新法案，但尚未实施	无普遍国家免费持股	√		√*	本地雇佣	重视本土加工（30%以上）	中→高
加纳	2019年修订；2025年以来正在推进矿业法	政府有权获得10%干股	√		√*	本地采购&雇佣	要求本土加工	中→高
肯尼亚	2016年《矿业法》；2025年推进修订	政府有权获得10%干股（大型采矿）	√		√*	本地采购&雇佣	鼓励本土加工	中→高
安哥拉	2011年矿业法	政府有权获得10%干股	√		√*	本地雇佣	鼓励本土加工	中→高
南非	2025年提出《矿产资源发展法案》修改草案	当地黑人主体在矿业公司中的合计持股比例不得低于30%	√	√*		本地采购&雇佣	推动本土加工为改革方向	中
喀麦隆	2023年修订	政府有权获得10%干股	√	√		本地雇佣	采矿协议包含本土加工至少15%	中
布基纳法索	2024年修订	国家免费持股由10%上升至15%，可进一步增持	√			本地雇佣	必须在境内加工	中
塞内加尔	2016年《采矿法》；2025年开始推进新矿业法修改	政府有权获得10%干股，可有偿增持至25%	√			本地采购&雇佣	鼓励本土加工	中
科特迪瓦	2014年《矿业法》；2025年上调黄金权利金并推进矿业法修订	政府有权获得10%干股；额外参股上限15%	√			本地雇佣	鼓励本土加工	中
埃塞俄比亚	2020年修订	政府有权获得5%干股	√			本地采购&雇佣	鼓励本土加工	中
刚果（布）	2025年开始重新修订矿业法	政府有权获得10%干股	√			本地采购&雇佣（未来本地含量可能提升）	鼓励本土加工	中
博茨瓦纳	2025年修订	政府有权获得15%干股	√			本地雇佣	鼓励本土加工	中
赞比亚	2024年《矿产监管委员会法案》	无普遍国家免费持股	√	√		本地采购（至少20%）	鼓励本土加工	中
卢旺达	2024年修订	无普遍国家免费持股	√	√		本地采购	鼓励本土加工（税制差异化）	低→中
摩洛哥	2015年《矿业法》	磷酸盐由国家/OCP主导				本地采购&雇佣	鼓励本土加工，战略性矿产如磷酸盐可能受国家额外监督和参与	低
突尼斯	2003矿业法，2025继续推进修法讨论	无普遍国家免费持股	√			本地雇佣		低
阿尔及利亚	2025年修订	矿山项目国有企业至少持有20%，但比例要求下降；采石项目仍是51%				本地采购&雇佣	鼓励本土加工	低

来源：各国家的矿业法、中国贸促会服务业企业平台等、国金证券研究所；注：图中“√”后带有“*”对应的是最近几年存在该方面的政策动向，表明这些地区的资源民族主义风险未来可能会趋于上升。



图表10：当前主要拉美国家的资源民族主义政策内容总览及资源民族主义风险程度

国家	近几年是否修订矿业法/制度	持股比例要求	出口许可证/权利金	出口税	出口禁令/出口配额	本地化要求	本地增值义务	资源民族主义风险
墨西哥	2023年修订	锂由国家专营	√		√*	本地雇佣	锂价值链	高
巴西	2026年5月新法案获众议院批准	铀是国家垄断	√			本地雇佣	本土制造和本地增值	中
智利	2023年修订	锂由国家多数控制	√			本地雇佣	锂产业链	中
哥伦比亚	2025年修订，尚未生效		√			本地雇佣	鼓励加工	中
秘鲁	2024-2026年修改部分法案		√			本地雇佣	推动关键矿产增加附加值	中
阿根廷	2024-2026年修改部分法案		√	√*		本地采购	鼓励加工、保障出口	中
玻利维亚	2014年矿业法，2026年宣布启动矿业改革	锂由国家控制	√			本地雇佣&采购	矿产工业化战略优先方向	中

来源：各国家的矿业法、中国贸促会服务业企业平台等、国金证券研究所；注：图中“√”后带有“*”主要是针对特定矿产品的政策。

2、资源民族主义下的大宗商品：供给扰动 or 需求拉动？

值得关注的是，美伊冲突之后，资源国对于关键矿产资源的政府行动并未出现“暂停”，反而仍在加速。一方面，全球主要经济体围绕关键矿产资源的战略博弈仍在加剧，尤其是在各国更加强调安全的背景下，供应链多元化正成为当下各国的重要议题。自2025年底欧盟提出于2026年设立欧洲关键原材料中心，以支持投资、储备和联合采购，叠加2026年2月美国推出“金库计划”以来，关键矿产的“友岸计划”正在日益增多，如4月美欧关键矿产备忘录；5月美印关键矿产与稀土框架、欧盟与韩国加强关键矿产合作、美亚美尼亚关键矿产框架及战略伙伴关系等。当各国开始建立自己的关键矿产储备制度，后续的建库行为本身将形成新的增量需求，这可能导致现货市场的实际紧张程度将会超过静态供需平衡表所反映的水平。另一方面，当前供给侧也正在面临更多的挑战：资源民族主义的代表性国家印度尼西亚与菲律宾于5月签署备忘录拟建立“镍走廊”，6月提出国家统筹战略商品出口，增强政府在战略资源的话语权。与此同时，其他新兴资源国，如几内亚此前提出计划于6月正式出台铝土矿出口管制改革方案（后落地时间延期），同时推动铝土矿向氧化铝本土加工转型；刚果（金）则是扩大战略矿产清单名单，而相比于非战略矿产的有色金属所适用的3.5%权利金税率，战略矿产所适用的权利金税率为10%，大大提高了上游原材料成本。

图表11：2026年以来关键矿产供给侧正面临更多来自于政府层面带来的挑战

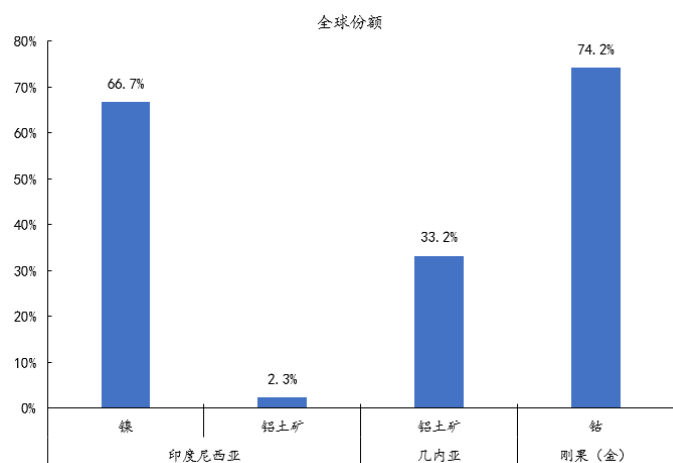
区域	国家	类型	事件
非洲	津巴布韦	限制出口+本地加工+国家参与	2月暂停所有原矿和锂精矿出口；4月改为配额、10%出口税，并要求锂企承诺2027年前建设硫酸锂厂；5月发布《矿产分类与宣言》，正式将锂、镍、钴、石墨等14种矿产列为受股权和出口管制的“关键矿产”，并确立国家通过指定特别目的工具（SPV）行使强制性最低持股比例的原则。
非洲	莫桑比克	矿业法修订	5月议会通过/审议矿业法修订，核心包括：国家在矿业项目中至少参与15%，禁止销售或出口未经国内加工的矿产品，设立手工采矿区，并提高矿业收益本地留存。
非洲	刚果（金）	出口配额+战略矿产清单	2025年钴出口禁令后，2026年进入配额制：2026、2027年钴出口总量上限均为9.66万吨，其中10%即9600吨留作国家战略用途；4月又设立钴及其他关键矿产战略储备，由市场监管机构ARECOMS负责运营，可对战略矿产进行收购、持有与销售。5月底刚果（金）将锂、钽、铌、钨、铀和稀土列入战略矿产清单。根据刚果金的矿业法，战略矿产适用10%的权利金税率，而非有色金属通常为3.5%的标准税率。钴、锆和铪钽铁此前已被政府列入此清单。
非洲	几内亚	出口管制+本地加工	计划于6月正式出台铝土矿出口管制改革方案，以稳定价格、保护小矿企、就业和财政收入；同时继续推动铝土矿向氧化铝本土加工转型。
南美	巴西	本地加工	2026年5月，众议院通过《关键和战略矿产国家政策》相关法案，送参议院审议；政策重点是国家安全、本土制造、可持续和本地增值。巴西财政部也表示，关键矿产监管重点是国家主权和国内加工，但不会大规模新增税收优惠，也不打算设国有矿业公司。
东南亚	印度尼西亚	国家统筹出口	4月印尼政府原计划提高部分矿业公司的特许权使用费，同时对包括煤炭在内的部分矿产品出口征收出口税。但5月印尼矿业部长表示，印尼已推迟从矿业领域进一步增加财政收入的计划，原因是在找到一套既能惠及政府又造福矿企的“理想方案”之前，当局希望暂缓推进相关措施。5月印尼和菲律宾签署了备忘录，建立“镍走廊”，整合各自庞大的资源，保障电动汽车电池和不锈钢生产的全球供应链。6月1日起开始向集中化商品出口系统过渡，煤、棕榈油、铁合金等战略商品出口将通过DSI体系管理，2027年1月全面实施；目标包括提高税收、减少低报价格、稳定卢比、让出口收入留在本国银行体系。



来源：中国商务部、莫桑比克官网、路透社等、国金证券研究所

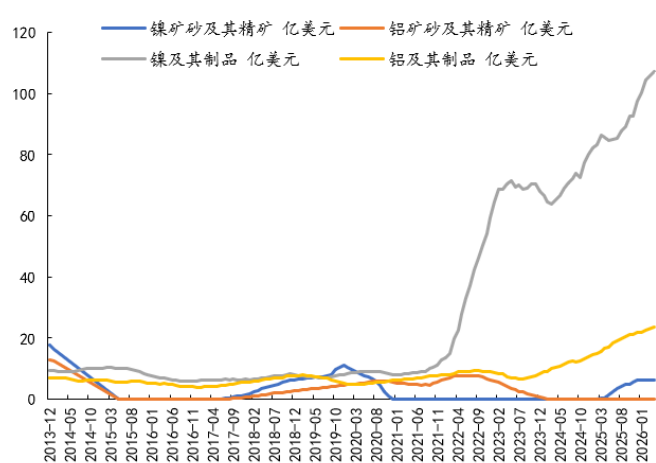
不同于过去大宗商品的宏观周期分析框架，随着最近几年资源民族主义愈演愈烈，资源国的政策反应函数开始变得越来越重要。过去是市场在定价资源，而现在是主权希望能够更多的影响市场定价。从传导路径来看，供给端管制政策的出台首当其冲的便是供给约束的出现，因为这会将原本可进入全球市场的资源留在资源国内或者是导致全球可供消费的金属供应边际减少。参考两个资源民族主义比较典型的案例来看：（1）印尼对镍和铝土矿的出口管制：由于印尼对镍拥有更高的定价权（控制了全球 60%以上的镍），在 2020 年印尼对镍原矿实施出口禁令而希望发展镍加工为代表的下游产业后，印尼的镍成功实现了下游产业化，这也是当下非洲资源国纷纷效仿的一个典型的成功案例。同时，印尼也希望能够将镍的成功经验复制到铝土矿的身上，2023 年开始印尼对铝土矿实行出口禁令，但由于印尼的铝土矿在全球占比较低，不具备话语权，最终并未实现更好的政策效果，反而是全球铝土矿最大的出口国几内亚在这一过程中成为了受益者。（2）相类似的成功经验还有刚果（金）的钴，当资源国对某类矿产资源拥有较高的控制比例时，管制政策的实施在帮助本国实现下游产业化的同时，可能也会通过供给端的控制对资源品价格实现较好的定价，如 2025 年以来刚果（金）对钴实行出口配额制度。

图表12：印尼和刚果（金）分别在镍和钴上在全球均具有较高的话语权



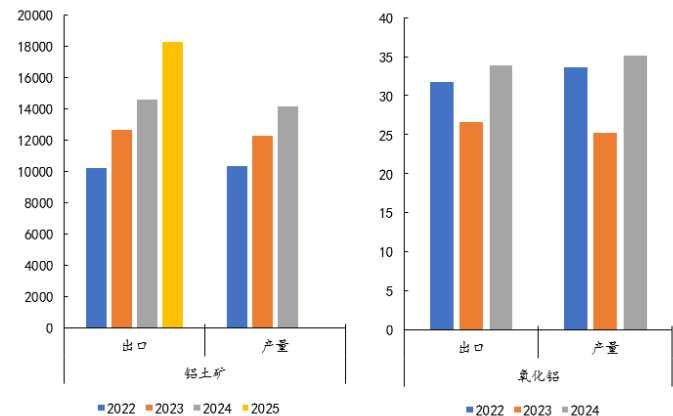
来源：Wind、国金证券研究所；注：以 2025 年开采量进行测算得到。

图表13：印尼镍成功实现产业化，镍原矿出口下降的同时镍及其制品出口则出现快速攀升



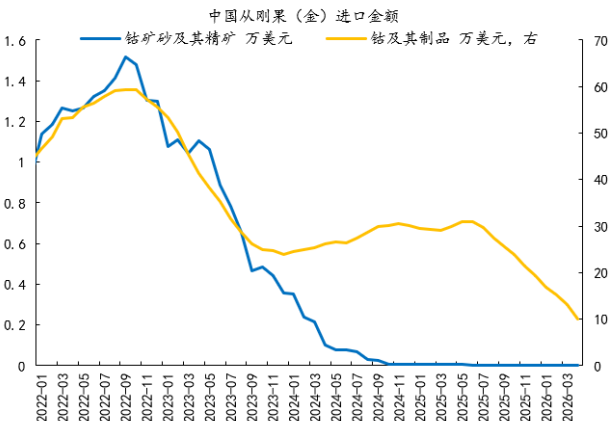
来源：CEIC、国金证券研究所

图表14：最近几年几内亚铝土矿出口和产量快速增长，2022-2025 年铝土矿出口 CAGR 为 21.4%（单位万吨）



来源：ITIE、国金证券研究所

图表15：从中国进口视角来看，刚果（金）钴同样也实现了下游产业化的目的

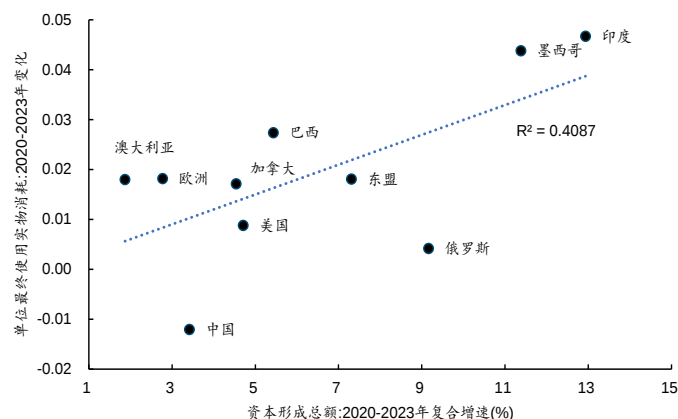


来源：Wind、国金证券研究所；注：2025 年下半年以后中国从刚果（金）钴进口的减少主要是因为刚果（金）实施了出口配额制度。

12

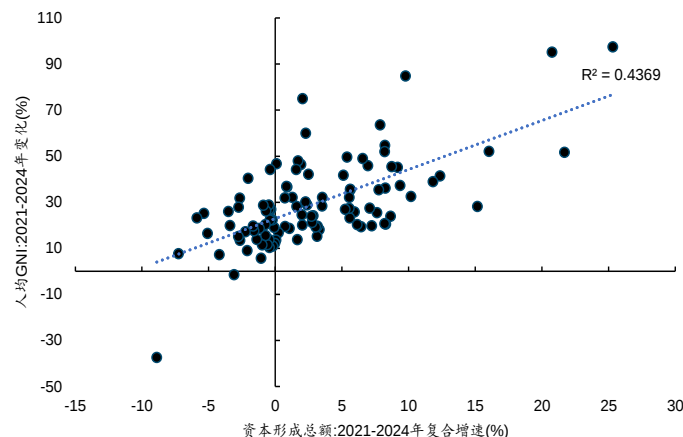


图表18：资本形成总额与单位最终使用实物消耗增长有明显正相关关系



来源：wind、ADB、国金证券研究所

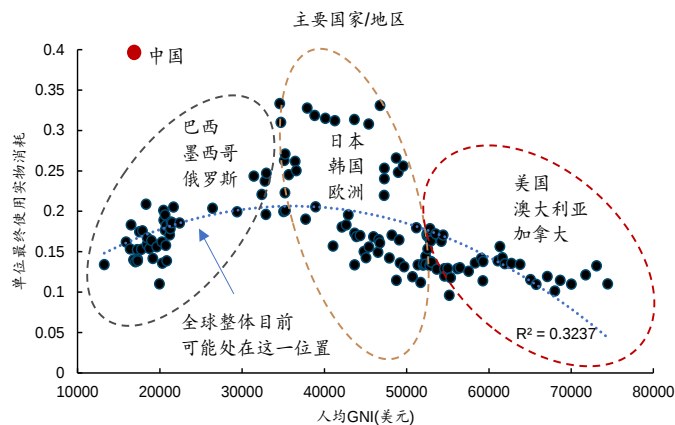
图表19：投资也可能带来人均收入的提高从而促进消费



来源：wind、ADB、国金证券研究所

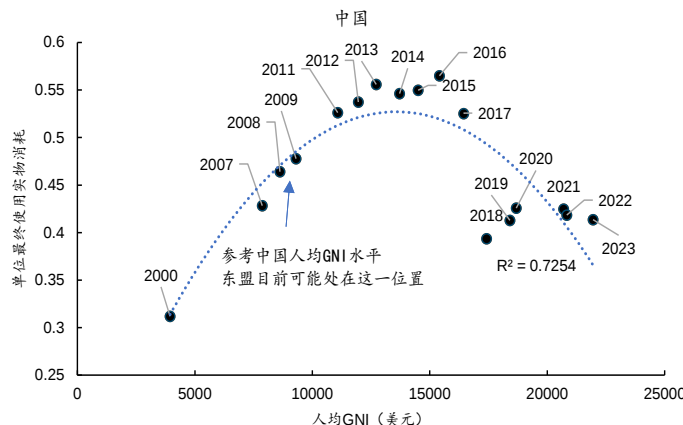
另一方面，资源国“本地化含量”的增加本身也会带动本土的就业与收入，从更长的维度来看，当地居民消费能力的增加也有望带动未来消费潜力的释放。我们发现，单位实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系。这背后的原因是：当人们生活水平较低时往往只能满足基本的生存需求；随着人均收入的提高，人们开始有能力消费制造业产品，而制造业产品往往蕴含着更多的实物消耗；当人均收入水平进一步提高时，人们可能会将多余的收入转向服务型消费，从而单位实物消耗开始下降。而目前东盟等资源国的人均收入还未越过倒 U 型的顶点。

图表20：单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系



来源：wind、ADB、国金证券研究所

图表21：东盟还未到达倒 U 型的拐点，未来人均收入的增加对于实物消耗来说是加速的作用



来源：wind、ADB、国金证券研究所

3、资源民族主义的产业链外溢效应

3.1 中国企业与资源国的合作路径

如同前文所述，尽管资源国的矿产资源丰富，但目前多数仍主要以供应原材料为主，处于全球战略性矿产供应链偏低端的位置，因此新一轮资源民族主义的核心诉求是实现下游产业化。这对应至资源民族主义 2.0 可能产生的第二个影响——产业链的外溢效应，因为资源国的下游产业化诉求在反映出其想要从产业链中获得更多利润分配的同时，其实也代表了南方国家的工业化诉求，但由于缺少资金和技术，只能通过以资源作为支撑基础设施交付的金融工具来实现本土化发展。

资源民族主义的典型案例便是印度尼西亚，自从 2020 年印尼禁止镍原矿出口以后，中国企业便加大了对印尼制造业投资的布局。从印尼的制造业 FDI 来看，2020 年以前，尤其是 2013 年以前来自日本的投资增长曾是印尼制造业领域最大的投资，主要集中在钢铁和

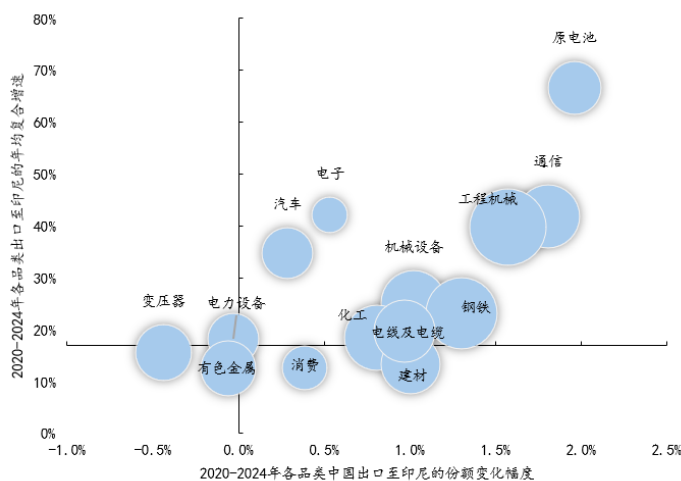
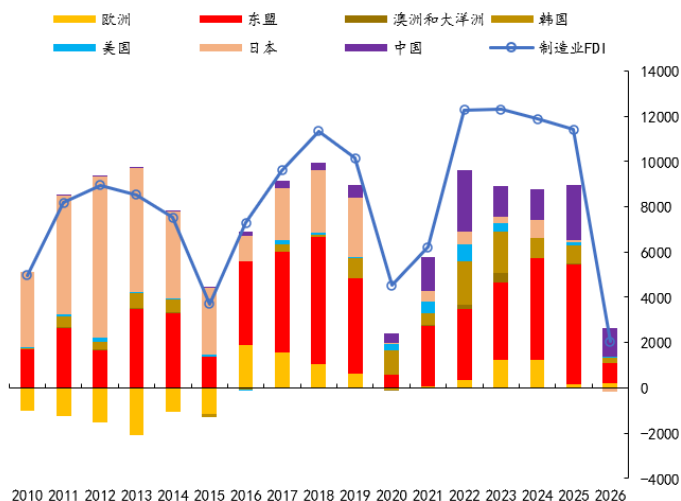


氧化铝生产领域；2020 年以后随着印尼禁止镍原矿的出口，印尼制造业的 FDI 持续维持高位，中国企业也加速对印尼制造业投资的布局，逐步成为印尼最主要的投资来源。在此期间，中国企业与印尼之间的合作也逐渐增多，从合作的项目来看主要呈现两点特征：一是基础设施和工业园区的合作。作为“一带一路”的沿线国家，中国和印尼之间长期存在基础设施方面的合作，如雅万高铁的建设；而印尼对镍原矿出口的限制也带来了中国企业增加对印尼工业园区的建设，如加里曼丹工业园、莫罗瓦利工业园以及纬达贝工业园等，除了定位于绿色产业园之外，也增加了对港口、道路、机场、能源等基础设施的建设。二是产业链投资，如 2022 年开始宁德时代便开始投资建设动力电池产业链项目，覆盖上游资源至下游电池制造的完整产业链。

而印尼本土产能建设的过程中，在帮助中国企业保障上游原材料获取的同时，也拉动了印尼对中国的出口需求，形成“投资-出口”的正向循环。结构上，主要体现为工程机械为代表的机械设备、钢铁、电池和电线电缆为代表的部分电力设备产品出口需求扩张较快，与此同时汽车（乘用车、商用车）亦增长较快。

图表22：印尼的制造业 FDI 来源中，2020 年以后中国+东盟是主要的资金贡献者（单位百万美元）

图表23：从出口的视角来看，电池、工程机械等为代表的细分产品获得更高的增长率



来源：Wind、国金证券研究所；注：2026 年的数据仅包括 2026Q1 的数据。

来源：Wind、国金证券研究所；注：①纵轴的交叉点对应的是 2020-2024 年中国出口至印尼的年均复合增速。②图中各品类的出口相关数据则是按照 HS 编码对应至各行业测算得到。



图表24：最近几年中国企业和印尼之间的合作覆盖基础设施、工业园以及绿色产业

类型	项目	具体内容
基础设施 建设	雅加达-万隆高铁Whoosh	2022年两国联合声明把雅万高铁称为中印尼在“一带一路”和印尼“全球海洋支点”对接下的旗舰基础设施项目，并提出继续推进区域综合经济走廊、“两国双园”、印尼新首都和北加里曼丹工业园等项目。
工业园	北加里曼丹工业园KIPI	2022和2023年官方文件均提到中国支持印尼新首都和北加里曼丹工业园。该园区定位为战略材料、绿色能源和资源加工基地，但也有观点指出其初期仍部分依赖煤电，存在环保争议。
工业园	莫罗瓦利工业园IMIP	IMIP把港口、道路、机场等新基础设施带到中苏拉威西资源富集但原本较偏远的地区；推动这个项目发展的两个关键因素，一是“一带一路”，二是印尼原矿出口禁令，因为禁令迫使中国企业在印尼建设冶炼厂以保持镍资源来源。
工业园	纬达贝工业园IWIP	北马鲁古大型镍工业园，围绕 Woda Bay 镍资源建设冶炼和电池材料项目。华友与青山合资项目包括镍盐/电池材料方向，并配套电厂和港口。
产业链投资	动力电池产业链一体化项目	2022年4月，宁德时代通过控股子公司广东邦普之下属公司宁波普勤时代有限公司，与印尼合作方PT Aneka Tambang Tbk. (ANTAM)、PT Industri Baterai Indonesia (IBI) 共同投资建设动力电池产业链项目。该项目已确定的投资总金额不超过59.68亿美元，项目建设期为5年。覆盖上游资源至下游电池制造的完整产业链：镍矿开发项目、火法冶炼项目、湿法冶炼项目、电池材料项目、电池回收项目、电池制造项目等。 2026年4月，丰田汽车制造印尼公司（TMMIN）与宁德时代建立战略合作伙伴关系，共同在印尼生产混合动力汽车电池。TMMIN将投资1.3万亿印尼卢比（约合51.7亿元人民币）。
产业链投资	格林美在印尼的投资全景	已形成从镍矿开采到三元前驱体的完整产业链布局。①上游资源端：公司与Nickel Industries签署了150万吨镍金属的20年长期红土镍矿供应协议；②湿法冶炼环节，通过多个项目并行推进：其中青美邦一期与二期合计7.3万吨金属镍/年已全面投产；格林美（印尼）2万吨金属镍/年项目正在建设中，引入了ECOPRO等战略股东；与MDK公司合资的3万吨金属镍/年ESG项目已于2024年9月竣工运行；与淡水河谷印尼公司合资的6.6万吨镍含量MHP/年项目正在推进中；③下游延伸环节，印尼青美能源材料有限公司正在建设年产3万吨高镍动力电池三元前驱体材料项目，利用青美邦自产的MHP为原料，实现“红土镍矿-MHP-三元前驱体”的全产业链贯通。
产业链投资	比亚迪印尼Subang EV工厂	投资约10亿美元，设计年产15万辆EV。2023年5月公司与印尼政府签署谅解备忘录，承诺投资建厂，并于2025年底基本完成建设，2026年正式投产，首批生产比亚迪M6 DM等车型。虽然这并不是镍项目本身，但受益于印尼希望凭镍资源打造EV生态。

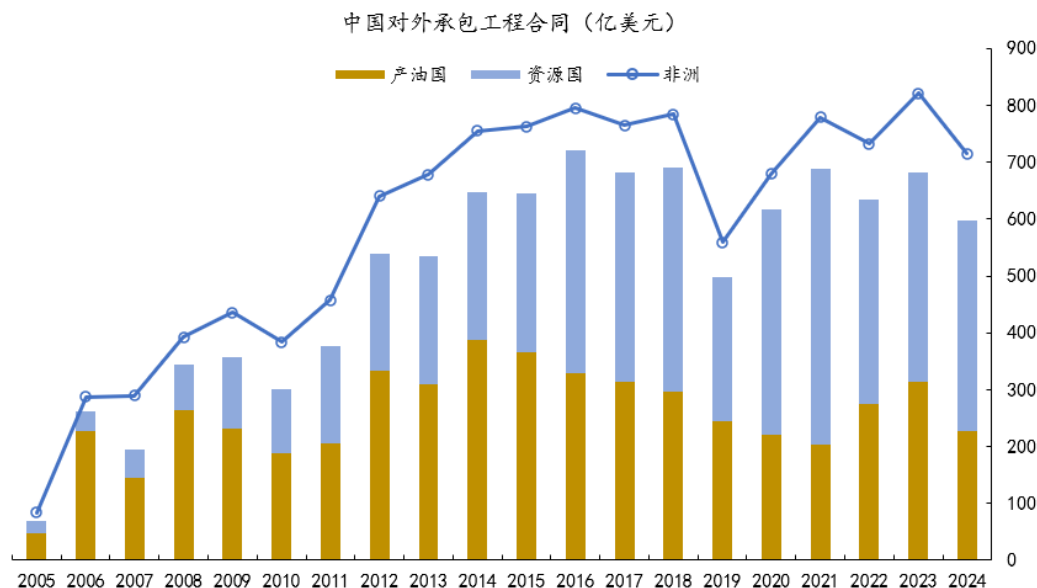
来源：Wind、国金证券研究所

过去中国和非洲之间“以资源换项目”则始于早期的“安哥拉模式”。彼时安哥拉内战结束后急需重建，但因较高的信用风险难以从传统金融机构获得融资，转而以石油等自然资源未来收入作为担保或还款来源，由中国政策性银行或国有金融机构提供贷款，再由中国企业承建道路、铁路、电力、医院、学校等基础设施。这种模式在过去也已成为发展中国家，尤其是面临严重基础设施赤字的国家，基础设施融资的重要资金来源。实际上，在此之后中非之间也确实有了更多“以资源换项目”的合作，合作领域由最开始的石油逐步拓展至矿产品、农产品等领域；而在2018年以后，尤其是近几年资源民族主义风险愈演愈烈，中国和南方国家的合作也开始出现了一些变化：**开始增加产业链的投资，相对应的合作模式也由此前的信贷支持转为股权投资的方式**，如中国和几内亚的铝土矿走廊、阿尔及利亚的磷酸盐-化肥项目等。值得一提的是，2026年6月津巴布韦财政、经济发展和投资促进部长穆图利·恩库贝表示津方已开始同中国中铁接触，一是把未来资源收入用于支持道路和铁路建设融资；二是2027年1月开始实施锂精矿出口禁令（此前2月已提及），同时锂精矿可在华友已建成的硫酸锂工厂，以及中矿资源比基塔正在开发的设施中加工。当然，以美欧为代表的西方国家现在也在增加对非洲矿产战略的布局，如2023年美国提出参与洛比托走廊的建设。

中非“以资源换项目”的合作也更多带动了中国对非洲中间品和资本品的出口。自2022年底以来中国出口至非洲的份额出现趋势性抬升，以12个月滚动窗口进行观察，截至2026年5月已上升至6.2%，而2022年底该数据是4.6%。结构上来看，机械设备（尤其是工程机械）、电力设备（变压器、电线及电缆、太阳能电池）、汽车（乘用车、商用车）等产品出口需求增长较快，这与中国对印尼的出口结构呈现一定的相似性。值得一提的是，2026年以来中国出口至非洲的电力设备增长开始出现加速。



图表25：2008年以后中国对非洲产油国的承包工程合同占比开始出现下降，尤其是2014年以后总金额也开始下滑，相对应的对矿产资源国的投资则出现明显上升



来源：Wind、国金证券研究所；注：①产油国的定义为原油进口依赖度为负值的国家（不过部分国家可能同时也拥有矿产资源）；②这里资源国主要指的是矿产资源比较丰富的国家（且为非产油国，即原油进口依赖度较高）。

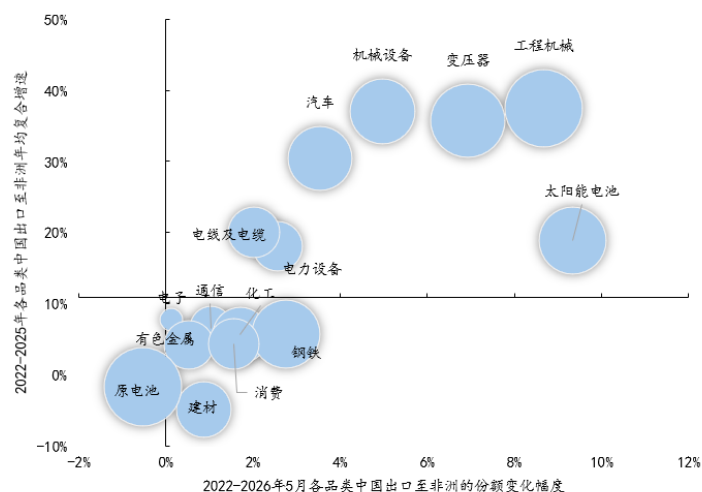
图表26：历史上中非之间典型的合作案例

国家	项目	资源	时间	资金来源	具体内容	还款来源
安哥拉	石油支持基础设施信贷	石油	2004-2009年	中国进出口银行	基础设施信贷，项目包括道路、学校、医院、电力、水务、设备采购等。	石油销售收入
安哥拉	石油支持基础设施信贷	石油	2010年	工商银行	约25亿美元贷款，用于Kilamba Kixxi大型住房新城项目	安哥拉向中石化销售石油的收入
安哥拉	石油支持基础设施信贷	石油	2015年	中国国家开发银行	约150亿美元贷款，其中相当部分转贷给Sonangol，用于油气、炼厂及相关基础设施。	石油销售收入
刚果（布）	石油支持基础设施信贷	石油	2006-2012年	中国进出口银行	约16亿美元贷款，项目包括道路、能源、水利等。	对中国的石油销售收入
刚果（金）	Sicomines铜钴换基础设施协议	铜钴	2008年	中国进出口银行	30亿美元贷款，在全国范围内修建公路、铁路、医院、学校、大坝等基础设施项目；刚果政府将铜钴矿采矿权转让给中国联合投资方。	铜钴矿山未来利润
刚果（金）	Sicomines铜钴换基础设施协议	铜钴	2024年	-	刚果（金）要求提高基础设施回报，中方承诺扩大基建投入，华刚矿业对刚果（金）基础设施的投资额度提升至70亿美元。	铜钴矿山未来利润
加纳	Bui水电站可支持贷款	可可、电力	2007年	中国进出口银行	约6亿美元融资，由Sinohydro承建。	可可出口收入，后续依赖水电项目电力收入
加纳	CDB天然气处理和基础设施贷款	石油	2011年	中国国家开发银行	约30亿美元贷款，第一步15亿美元用于天然气处理设施及相关ICT监控系统；另一部分资金用于铁路、港口和其他基础设施。	石油销售收入
加纳	Sinohydro铝土矿收益换基础设施	铝土矿、氧化铝	2019年	中国电建	20亿美元主项目支持协议，中国电建安排融资和建设道路、立交桥、医院、农村电气化和住房等	未来开发的铝土矿及铝制品产业的收益
几内亚	铝土矿资源支持基础设施	铝土矿	2017年	工商银行	约200亿美元长期框架；框架协议的初始承诺涵盖四个项目，总额12亿美元：科亚-马穆-达博拉公路的建设、科纳克里城市道路项目，以及四所地区大学的重建项目。	铝土矿矿山收入
几内亚	SMB-Winning铝土矿走廊	铝土矿	2026年	中国铝业	氧化铝精炼厂建设项目正式举行启动动工仪式，总投资额达16.8亿美元，设计年产氧化铝120万吨。此前，该国已规划两座同类精炼厂，分别为SPIC项目与Winning Consortium Alumina Guinea项目，其中后者预计2028年正式投入商业运行。	-
几内亚	西芒杜铁矿项目	高品位铁矿	2024-2025年	几内亚政府、中资企业、国际矿企	项目总投资逾200亿美元，涵盖矿山、铁路、港口等系统性工程。全面投产后，铁矿产年出口量最高可达1.2亿吨。	-
津巴布韦	青山/Dinson钢铁产业链项目	铁矿、铬矿、煤、锂等	2022年以来	鼎森钢铁	以股权和产业资本进入，在津巴布韦布局钢铁、矿山、电力和物流，属于“资源保障换产业链投资”。	-
阿尔及利亚	磷酸盐-化肥项目	磷酸盐	2022年	中国五环工程、云南天安化工等	中阿企业将投资70亿美元建设阿首个磷酸盐一体化项目。	-

来源：根据新闻整理、国金证券研究所

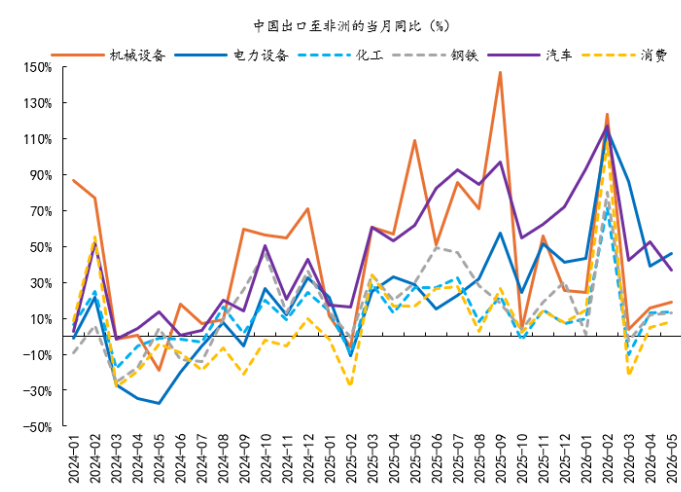


图表27：2022年以来中国对非出口增长的同时，机械设备、汽车、电力设备相关品类呈现较高增长



来源：Wind、国金证券研究所；注：①纵轴的交叉点对应的是2022-2025年中国出口至非洲的年均复合增速。②图中各品类的出口相关数据则是按照HS编码对应至各行业测算得到。

图表28：值得一提的是，2026年以来电力设备增长开始出现加速



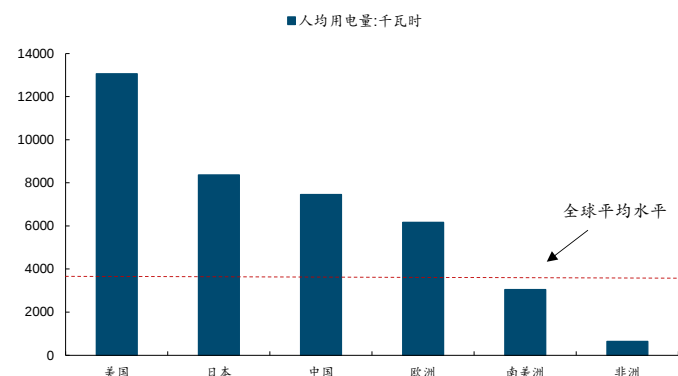
来源：Wind、国金证券研究所；注：图中各品类的出口相关数据则是按照HS编码对应至各行业测算得到。

3.2 未来资源国工业化需要关注哪些变量？

参考印尼成功实现镍产业化和中国与资源国的合作经验来看，资源民族主义2.0下未来新兴资源国实现工业化的过程中或将有希望带动我国出口出海活动的扩张。而从资源国的需求结构出发，未来新兴资源国工业化过程中我们认为可重点关注四大中长期变量：

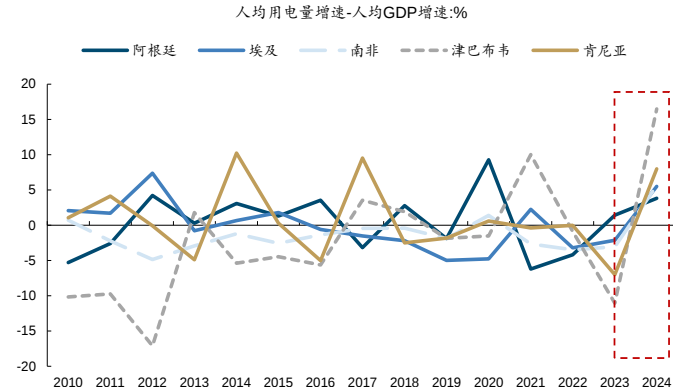
一是，能源安全与能源转型：重点关注人均用电量的增长。一方面，以南美洲和非洲为例，众多资源国的人均用电量水平还仍明显低于全球平均水平，这可能是这些资源国能否进一步实现工业化的关键瓶颈。另一方面，阿根廷、埃及、南非、津巴布韦、肯尼亚等国家均出现了人均用电量增速大幅跑赢人均GDP增速的现象，这也从侧面说明了伴随着工业化，这些资源国用电需求的高增。值得一提的是，由于大多数新兴资源国原油进口依赖度仍较高，且发电结构中新能源占比偏低，而今年以来美伊冲突下霍尔木兹海峡流量的不稳定性可能倒逼新兴资源国进行能源转型。事实上，面对传统能源紧张+工业化诉求，非洲和拉美等资源国近些年密集出台了能源转型的方案，这可能也会进一步拉动中国新能源的出口。

图表29：南美洲和非洲整体的人均用电量水平仍明显低于全球平均水平



来源：Our World in Data、国金证券研究所

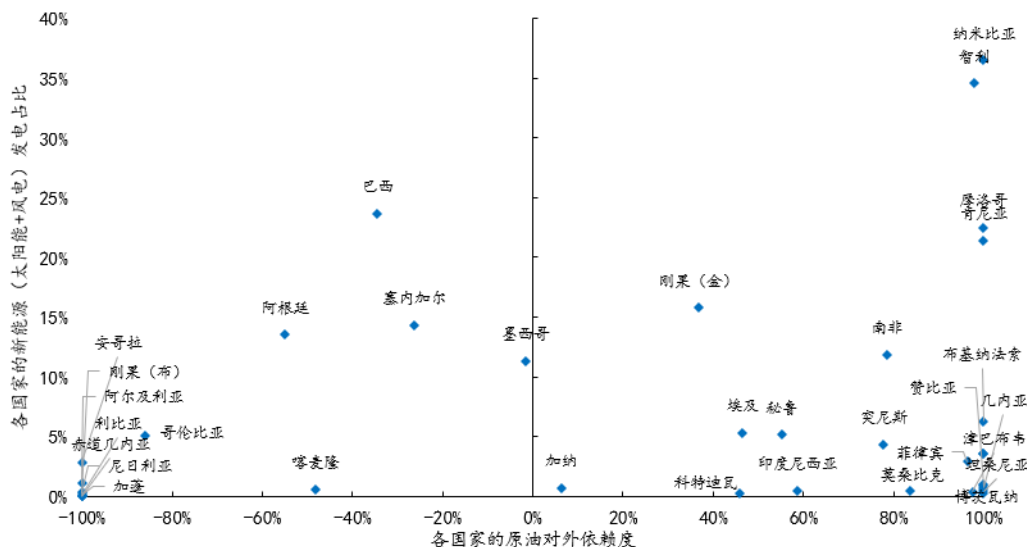
图表30：但很多资源国的人均用电量增速开始明显跑赢人均GDP增速



来源：Our World in Data、国金证券研究所



图表31：当前多数非洲和拉美国家的新能源发电结构占比依然偏低



来源：IRENA、国金证券研究所

图表32：近几年资源国有明显的能源转型诉求

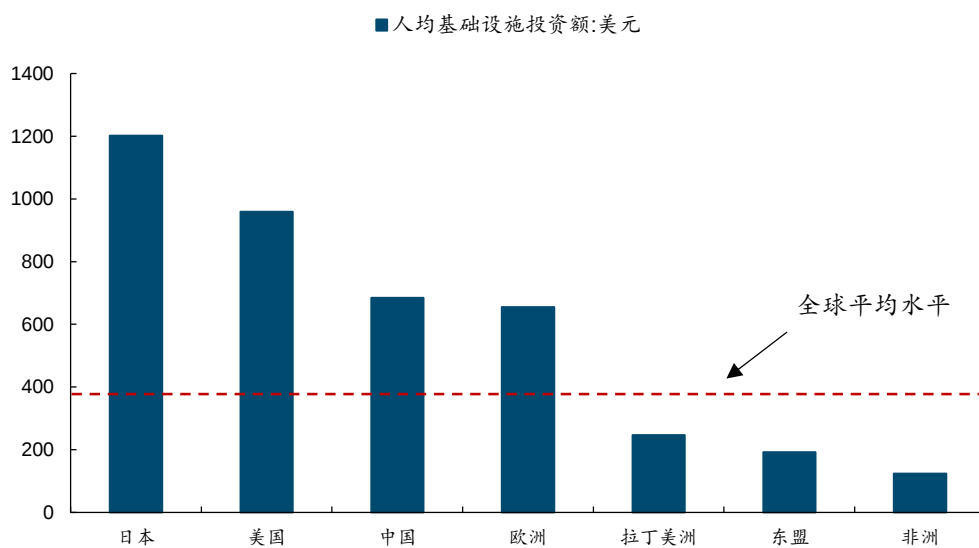
国家	政策内容	时间
巴西	巴西国家能源政策委员会举行特别会议，批准国家能源转型政策，旨在刺激本国绿色经济发展，主要涉及工业、交通、石油和天然气、电力、采矿等领域，预计将在清洁和可再生能源上投资约2万亿雷亚尔（约合4000亿美元）	2024/09
非洲整体	“3亿任务”指到2030年为3亿非洲人供电的一项计划，该倡议由世界银行和非洲开发银行发起，目的是调动资金用于保障非洲用电安全，呼吁大规模部署太阳能微电网，以改善偏远地区的用电问题	2025/03
肯尼亚	着眼于全面转型可再生能源，力争到2030年实现100%清洁能源	2025/04
南非	公布《2025年综合资源计划》，计划投资2.2万亿兰特（约1267亿美元）推进能源转型。目标到2039年，将煤炭发电占比从58%降至27%，并大力发展风电、光伏等可再生能源	2025/10
加纳	启动一项为期五年的34亿美元可再生能源投资计划	2025/12
尼日利亚	发布《能源演进》中长期发展路线图（2030-2060），确立天然气过渡核心地位，目标2060年净零排放	2026/05
智利	能源部发布《2026-2030能源路线图》，推动能源转型与系统变革，包括能效提升、电动出行、生物能源、逐步淘汰煤炭以及扩大可再生能源并网	2026/05
墨西哥	发布2030可再生能源发电计划，该计划宣布到2030年新增32475兆瓦（MW）的发电容量，其中70%将全面转向光伏、风能、地热及新型太阳能热能等绿色低碳技术，从而将清洁能源发电占比从现有的23%大幅提至38%	2026/06

来源：商务部、新浪财经、goalfore、国金证券研究所

二是，基础设施投资需求：重点关注人均基础设施投资额。当前，非洲、东盟和拉美的基础设施水平仍明显落后于全球平均水平，人均基础设施投资额显著偏低，制约了其城镇化和工业化进程。然而自 2024 年以来，这一局面正迎来系统性转变——这些地区密集推出一系列大规模基础设施投资计划，覆盖铁路、港口、电网及数字基建等多个关键领域。例如，东盟推动区域互联互通，非洲加快实施内地基建项目，拉丁美洲积极引资投入交通与能源建设。



图表33: 非洲、东盟、拉美的人均基础设施投资额明显低于全球平均水平



来源: wind、国金证券研究所



图表34：2024年以来，非洲、东盟、拉美出台了众多大力发展基础设施建设的政策

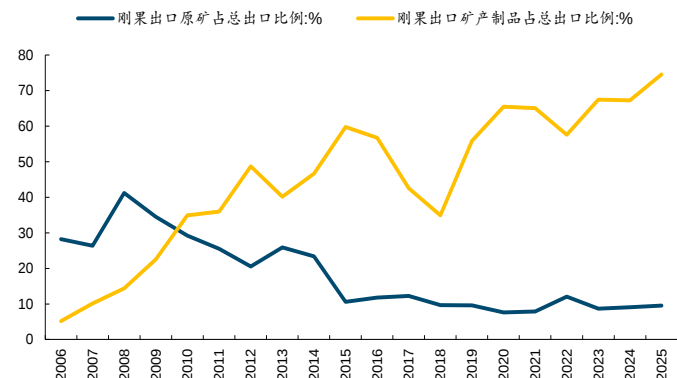
地区	国家	政策/项目	详情
拉丁美洲	秘鲁	投资超80亿美元的基础设施建设项目	包括塞拉姆纵向工程（9.14亿美元）、华安卡约·华安卡韦利约铁路（3.4亿美元）、四组输电计划项目（总计约9亿美元）等。
	智利	《智利2025—2030年机场计划》	涉及15个大区的19个机场的改扩建工程。该计划主要包含两部分：智利机场管理局将拨款14.93亿美元；通过特许经营实施新航站楼等工程建设，投资额达17.89亿美元。
	智利	"两洋走廊"发展计划	加速建设连接巴西、巴拉圭、阿根廷和智利北部安托法加斯塔港等港口的货运走廊，全长约3000公里，旨在提升地区物流基础设施连通性。
	玻利维亚	重启“双洋铁路”计划	中国投资助力，连接巴西、玻利维亚和秘鲁的铁路项目，该计划旨在为南美商品出口亚洲提供一条绕过巴拿马运河的快捷路。
	阿根廷	大型投资激励制度	该制度面向对国家发展具有战略意义的基础设施、采矿、能源和技术等八大行业，为超过2亿美元的大型投资项目在税收、关税和外汇方面提供长达30年的优惠政策。
	哥伦比亚	1400亿美元交通基础设施投资计划	哥伦比亚交通部宣布，政府将投资1400亿美元用于改善国内交通基础设施，涵盖公路、铁路、港口和机场等领域的建设与改造。
	巴西	新工业计划	“巴西新工业”计划包含建设可持续的基础设施等六项重点任务。联邦政府将为“巴西新工业”计划提供3000亿雷亚尔融资。
	巴西	政府斥资推进贫民窟城市化	巴西政府推出一项价值46.7亿雷亚尔（约合8.4亿美元）的计划，旨在促进全国范围内数十个基础设施薄弱的贫民窟的城市化进程。
非洲	刚果	融资法案	总金额超过20亿美元的八项融资法案，该法案涵盖了治理、能源、饮用水、数字化转型、道路基础设施和城市韧性等战略领域。
	刚果	矿产换基础设施协议	到2040年，只要国际铜价保持在每吨8000美元以上的水平，刚果每年将能从中国获得3.24亿美元的基础设施项目资金。作为矿产换基础设施协议的一部分，由中企承建，连接刚果（金）资源丰富地区与首都金沙萨的三个主要道路项目相继破土动工。
	南非	南非政府助力大型基础设施项目启动	南非公共工程和基础设施部首次开设基础设施建设招标窗口，为大型公共部门项目提供前期支持，优先领域包括能源、水利、交通和市政基础设施等。
	南非	《南非2025年预算》	未来3年，预计将投入约1.03万亿兰特用于公共基础设施项目。其中，道路基础设施投入4020亿兰特，能源基础设施投入2192亿兰特，水和卫生基础设施投入1563亿兰特。
	埃及	浮动汇率+加息	2024年3月埃及实施浮动汇率制并加息600bp，国际投资大幅流入。
东盟	新加坡	海缆Bifrost	Keppel与Meta、印尼Telin合资7.6亿美元打造了2万公里的海缆Bifrost，该系统链接新加坡、印尼、菲律宾、关岛和美国西海岸。
	印度尼西亚	加里曼丹省煤矿	预计将于2026年第一季度展开TSE煤矿矿场建设活动。
	马来西亚	吉隆坡国际港扩建	马来西亚耗资31.7亿美元扩建吉隆坡国际港(KLIP)，该港口位于马六甲海峡，是世界上最繁忙的航道之一，该建设计划于2027年完工，将创造约1万个就业岗位。
	马来西亚	马六甲双溪林吉港一期	显著提升马六甲海峡西岸的港口吞吐能力，项目预计2027年建成，建成后将成为国际船务港口，并作为马来西亚石油天然气工业服务区。
	老挝	清洁能源基地	老挝北部互联互通清洁能源基地光伏建安工程。
	越南	头顿PMP30万吨/年PDH+PP项目	越南巴地头顿省CAIMEP工业园区内，建设内容主要包括30万吨PDH装置、30万吨PP装置、公用工程装置，及全厂性系统和辅助生产设施的设计、采购、施工、试车、开车等。
	越南	南北高铁投资计划获批	越南国会批准南北高速铁路项目投资方案，该铁路全长约1541公里，贯穿河内至胡志明市，总投资约670亿美元，计划2035年建成。中国、日本等多国企业参与竞标和技术合作。

来源：人民网、商务部、新浪财经等、国金证券研究所

三是，产业结构转型的诉求：重点关注出口结构变化。我们以刚果为例，伴随着资源民族主义+工业化发展+产业链延长，刚果对于原矿的出口明显减少，而对于加工后的矿产产品的出口明显增多。与之对应的是，刚果作为钴的主要出口国，由于其产业结构的变化，全球原钴的贸易占比明显下降，而半加工钴的占比明显上升。这种产业结构的转型可能会成为未来资源民族主义国家发展的重要趋势。

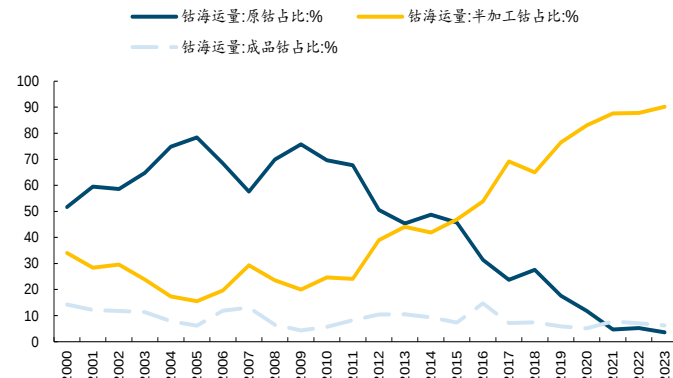


图表35：伴随着刚果的产业链延长，出口中经加工后的矿产制品的占比明显上升



来源：UN Comtrade、国金证券研究所

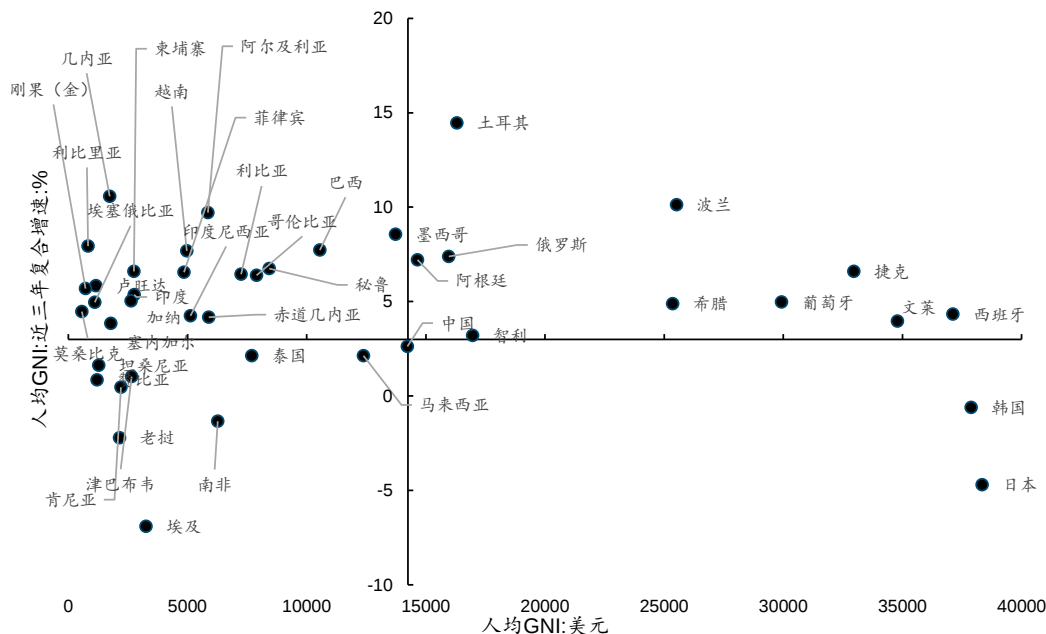
图表36：从全球钴海运量来看，由于刚果产业结构转型，半加工钴占比明显上升



来源：BRIDJ、国金证券研究所

四是，消费需求：关注工业化红利能否向居民部门扩散，属于慢变量。一个国家伴随着工业化的发展，会创造更多的就业，从而带来更多的收入，进而刺激居民的消费。目前我们看到，非洲和拉美的多数国家的人均 GNI 仍明显低于全球平均水平，这些地区当下的消费能力偏弱；但另一方面，这些地区近三年的人均 GNI 增速却高于全球平均水平，这也意味着伴随着工业化，这些地区有较大的消费增长空间。

图表37：非洲和拉美等国家的人均 GNI 还明显低于全球水平，但其近三年人均 GNI 增速较高，这意味着这些地区有较大的消费潜力



来源：wind、国金证券研究所。注：坐标轴交点为全球平均水平，图中部分人均 GNI 较高的国家未列出。

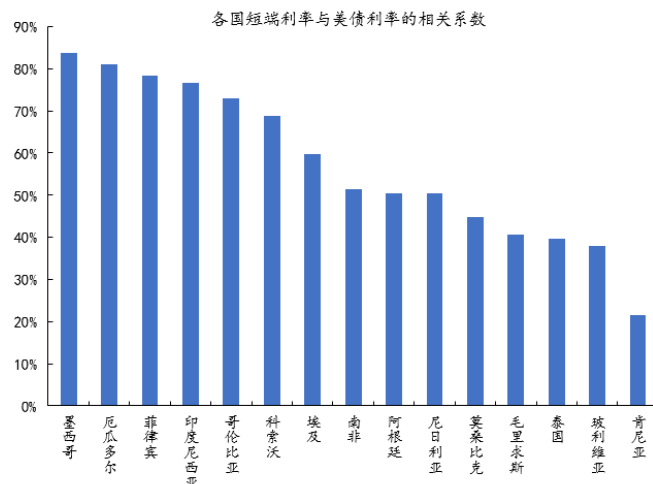
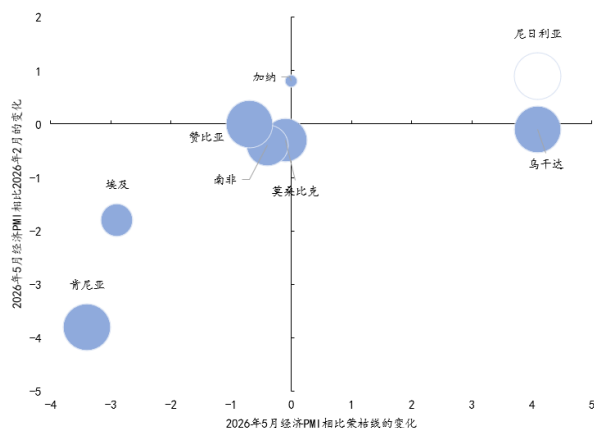
此外，尽管中长期看新兴资源国具备较强的工业化诉求且存在发展空间，但短期维度下外部融资条件制约了 2026 年这一趋势的空间。一方面，历史上新兴资源国“以资源换项目”的许多合同均采用“LIBOR+风险加点”定价，同时高利率环境可能对资源品价格形成压力，因而美元利率的上升可能会直接抬升项目综合融资成本；另一方面，新兴资源国国内金融条件对美元周期较为敏感，历史上看其短端利率与 2 年期美债利率之间往往呈现较高的正相关关系。如果未来 AI 投资放缓，最终美国实际利率下降，新一轮资源民主主义浪潮无疑是全球投资需求的新来源。结合前文内容，基于各行业出口份额变化和年均复合增速筛选受益于新兴资源国工业化所带来的需求扩张，相关板块包括：一是大宗商品将受益于实物需求的拉动，人均能源和人均基础设施建设提升会带来（铜、铝、油）等商品的机会；二是能源安全和能源转型下，需求扩张较快的产品主要对应新能源的细分领域，包括电力设备（变压器、蓄电池、电线及电缆等）、新能源车；三是基础设施投资扩张及产业化过



程可能带来中间品和资本品需求扩张，包括工程机械、通用机械设备、机床、商用车（货车、专用汽车等）、汽车零配件等。

图表38：美伊冲突以来，部分非洲国家经济景气度回落

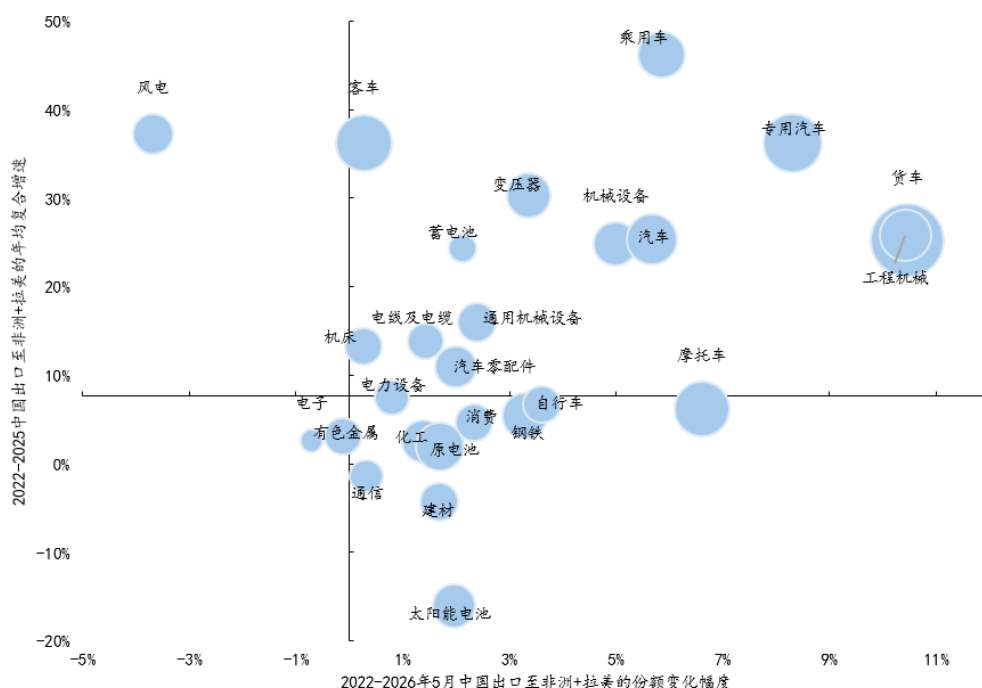
图表39：历史上新兴国家短端利率与2年期美债利率高度正相关



来源：Wind、国金证券研究所；注：气泡大小对应各国家的原油进口依赖度，其中空心气泡对应原油进口依赖度为负值。

来源：CEIC、国金证券研究所

图表40：出口拆分来看，出口至非洲和拉美份额提升幅度较高且增速较高的品种主要集中在中间品和资本品领域



来源：wind、国金证券研究所。注：纵轴交叉点为2022-2025年中国出口至非洲+拉美的年均复合增速。



4、风险提示

(1) 海外政策变化风险：若资源国政策收紧过度或慢于预期，反而可能导致工业化进展不及预期，进而影响相关产品出口需求。

(2) 大宗商品价格大幅波动风险：关键矿产品价格的剧烈波动可能削弱资源国财政能力和降低支出意愿，进而导致相关基础设施建设项目落地节奏不及预期。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究