



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 647 期
2026/03/16

黄金

上周五，美国公布的2月份CPI数据基本符合市场预期，黄金价格随后小幅回落。

白银

全球半导体行业1月份销售额达825亿美元，同比增长46%，创历年同期最高水平。

铂金

受地缘政治紧张局势影响，2026年中东地区汽车销量预计下降12%，至270万辆。

钯金

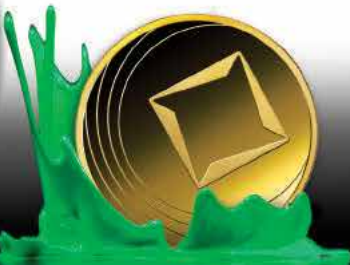
受春节因素及消费需求走弱影响，中国2月份乘用车销量同比下降15.4%，为近两年来最大降幅；但出口同比增长达58%。

西非资源民族主义：必要转型，还是颠覆性变局？

上周，加纳正式实施新的矿业特许权使用费制度，这是西非地区资源民族主义再度升温背景下的最新举措。近年来布基纳法索和马里已相继实施更为严格的新矿业法，包括科特迪瓦和塞内加尔在内的其他国家也已表态将对本国矿业法及特许权使用费税率进行调整。尽管此前实施的矿业法普遍被认为已过时，但新法规及相关修订将如何影响各国黄金产量、项目储备及国际投资仍存在疑问。它们究竟会支撑，还是削弱政府这一关键财政收入来源？

马里在实施2023年矿业法后成为市场焦点，修订后的法规将国家及本地利益相关方在新矿业项目中的持股比例提高至最高35%。特许权使用费税率也由此前最高6.5%上调至10%。政策实施初期为政府带来一定财政收益。在严格执行新规并开展审计后，政府从矿业公司追回约12亿美元的欠款。然而受与Barrick矿业公司长期争端及Loulo-Gounkoto金矿临时停产影响，该国黄金矿山供应于2025年下降19%，至81.2吨。尽管双方最终达成和解，但政府已损失数百万美元的特许权使用费和税收收入；Barrick矿业公司则承担4.3亿美元费用，营收损失估计约19亿美元。

此外，马里政府于今年2月宣布成立一家国有企业SOPAMIM，用于持有并管理政府在矿业项目中的股权。通过SOPAMIM，马里政府意在加强对矿业运营的监督，并提升其在矿业收入中的分成比例。近期这些措施确实使政府得以追缴欠款，并通过提升特许权使用费和股权比例增强其在该行业中的



valcambi
suisse



Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



www.axedras.com

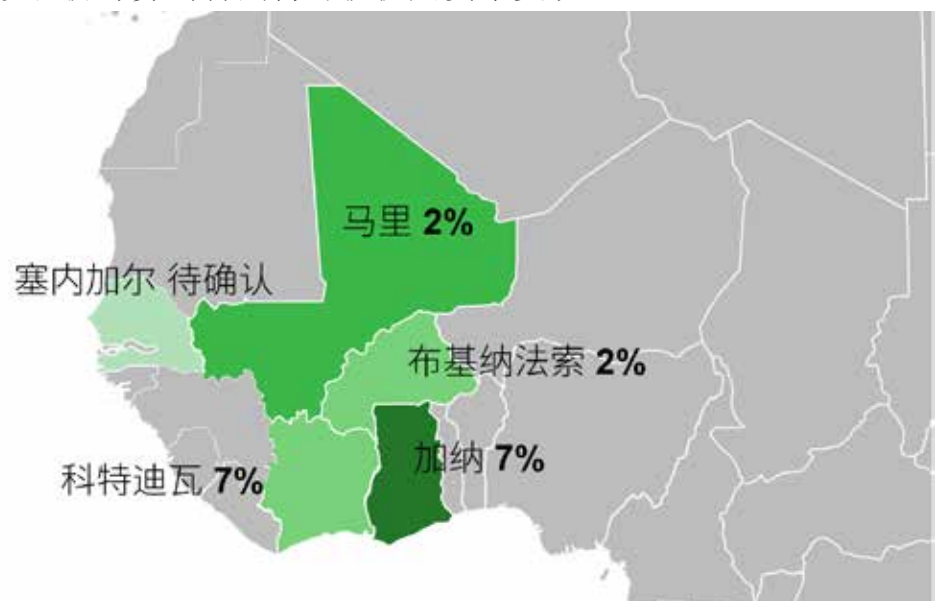
Miller

www.miller-insurance.com

参与度，然而其长期影响仍存在不确定性。更高的财政负担、未来项目中私人投资者股权占比下降及司法辖区风险上升均可能对外资流入构成压力。SOPAMIM的运行成效也将成为关键变量。国有企业的表现历来参差不齐，一些企业因管理不善、效率低下及成本高企而导致经营失败。但若运营得当，国有企业也可在塑造一国经济方面发挥重要作用，智利国家铜业公司(CODELCO)、挪威国家石油公司(Statoil)及赞比亚联合铜矿公司(ZCCM)就是典型例证。而对于外国矿业公司而言，关键在于：它们是否愿意继续在更具挑战性的司法辖区内开展业务？以及金价和利润率未来能否维持在足以覆盖相关风险的水平？

布基纳法索于2024年实施新的矿业法规，为矿企增加多项成本负担，包括新的浮动特许权使用费率机制，并将政府在矿业项目中的持股比例提高至15%，同时另有30%留给本国私营部门。该法规旨在最大化增加国家财政收入，并优先保障本地就业和服务产业。此外，该法规还要求至少50%的矿产品必须在境内加工。对于按照新法规运营的生产商来说，国家持股正日益成为一种结构性安排，因此会直接影响项目扩张的经济性。不过这并未抑制行业增长，项目推进仍具备盈利性。西非资源公司(West African Resources)已根据新法规调整了基亚卡(Kiaka)金矿项目的股权结构，该矿于2025年二季度产出首批黄金。尽管西非资源公司额外让渡5%的股权，但项目经济性依然保持良好，该矿于2025年实现约50%的总维持成本(AISC)利润率。

按现价计算的各国特许权使用费率变动



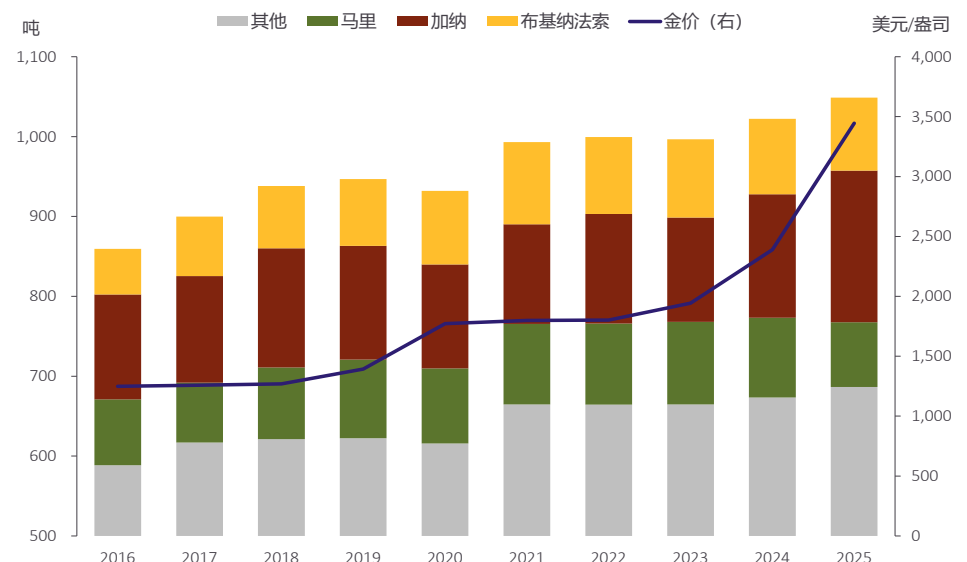
数据来源: Metals Focus, 各政府官方

在资源民族主义发展周期中，加纳目前仍处于相对早期阶段，但相关政策调整可能对未来矿业项目储备及扩建计划产生显著影响。加纳政府正计划推出多项改革措施，以在黄金价格持续上涨背景下获取更多收益，其中包括本周正式生效的浮动特许权使用费率机制，费率区间达5%~12%；同时政府还计划于2027年前逐步废止长期矿业投资稳定协议。

对生产商而言，稳定协议有助于降低矿山寿命延长、选厂升级以及大规模采场延深工程等长周期投资所面临的财政不确定性。然而一旦该稳定协议被削弱，通常会推高项目投资基准回报率，并促使企业采取分阶段投入、更快回收周期的资本配置策略。这类协议的逐步取消对纽蒙特矿业（Newmont）的影响最为直接，其稳定协议已于2025年四季度到期。合并后的Ahafo矿区运营现已适用3%的增长与可持续发展税和更高的企业所得税税率，且任何利润汇回均需缴纳预提税。此外，AngloGold Ashanti和Gold Fields矿业公司的稳定协议将于2027年到期。从更广泛的角度看，这一政策方向很可能重塑加纳主要矿业生产商的现金流结构。

总体而言，我们预计短期内加纳矿山供应不会受到明显影响。不过我们确实预计矿业公司在投资方面将采取更为谨慎的态度，未来可能会重新审视绿地项目，并优先推进分阶段实施的棕地扩建项目。同时在财政政策尚不明确和矿山寿命延长的情况下，相关投资预计将面临更为严格的审查。

非洲黄金产量



数据来源: Metals Focus



在当前黄金价格处于高位的背景下，除布基纳法索、加纳和马里外，其他一些国家也寻求提升贵金属相关财政收入。科特迪瓦已于2025年将矿业特许权使用费率上调至8%，塞内加尔也正在对其矿业法及特许权使用费率进行审查。

由于黄金价格上涨幅度明显快于总维持成本（AISC）的上升，目前生产商利润率处于历史高位。在当前价格水平下，提高特许权使用费率对企业资产负债表的影响相对有限，不足以促使企业进行资产剥离。多数矿业公司采取务实策略，与政府进行谈判并最终选择接受新的政策条件。尽管运营中仍可能出现扰动（例如马里的Loulo-Gounkoto矿区事件），但由于企业普遍倾向于避免矛盾升级，预计短期内相关影响仍较为有限。基于布基纳法索和马里的实际发展情况判断，大多数矿山项目预计仍将持续运营。

与此同时，政府持股比例提高、项目股权结构调整及各国财政政策不确定性上升可能拖慢大型扩建项目的审批进程。因此我们预计投资者不会全面撤离，但投资意愿将更具选择性。在此背景下，矿企策略可能转向通过谈判争取政策稳定性，并采取分阶段资本支出的方式推进项目。同时，若各国政府进一步强化合规要求及股权结构规定，资源储量开发转化及项目许可审批进度可能出现延迟。

总维持成本利润-非洲，马里，加纳，布基纳法索



数据来源: Metals Focus



Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Matthew Piggott, 金银业务主管

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Amber Nelson, 研究员-孟买

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nilesh Pise Lee Chung, 研究助理-孟买

Lee Chung, 行政助理-马尼拉

Nikos Kavalis, 常务董事-新加坡

Sarah Timlinson, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Chirag Sheth, 首席顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员-上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问 - 孟买

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员-上海

Hao Xu, 研究员-上海

Amber Nelson, 矿业研究员

Oliver Blagden, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus 金属聚焦
微信扫描二维码，关注我们公众号

免责声明与版权声明

除非另有说明，本报告中所有知识产权的持有人或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约，也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前，您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息，但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责，亦不对任何损失或损害承担任何责任，亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供，只有已获发个人用户牌照的获授权用户，才可下载本报告的副本。如有需要，可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。