仅供内部参考，请勿外传！

东北证券股份有限公司
NORTHEAST SECURITIES CO.,LTD.

建筑材料

发布时间：2026-07-31

证券研究报告 / 行业深度报告

非洲宏观观察：人口、经济、汇率

---水泥行业深度海外篇（二）

优于大势

上次评级:优于大势

报告摘要：

人口视角：非洲城镇人口持续快速增长，2025 增速超 3.5%。1990 年以来非洲城市规模迎来前所未有的扩张，据联合国统计，2025 年非洲大陆城镇人口年增速超过 3.5%，且未来预期长期保持全球城镇化推进最快地区地位。城镇化率角度，2025 年撒哈拉以南非洲约 44.7%，大致相当于我国 2006 年~2007 年水平。生育率视角，撒哈拉以南非洲人口持续快速增长，年增速约 2.5%；撒哈拉以南非洲总和生育率 4.3，位居全球最高，较全球均值高出近一倍。人口结构角度，2025 年撒哈拉以南非洲 0~14 岁人口占比 40%，显著高于东亚与太平洋国家的 18%。

经济视角：GDP 增长预期稳健，预计 2026 年/2027 年保持 4%+增速。非洲以美元计价 GDP 约占全球 2.5~3%。据非洲发展银行、联合国预测，非洲 2026 年、2027 年将继续保持 4%+GDP 稳健增长，其中东非、西非预计增速领先，石油进口国/出口国增长预计随油价变动出现分化。通胀角度，全球油气价格飙升，正持续推高非洲各地通胀压力，非洲发展银行预测全非洲 2026 年平均通胀 10.4%，世界银行预测撒哈拉以南非洲 2026 年通胀中位数 4.8%。

汇率：2025 年以来撒哈拉以南汇率整体走强。2025 年撒哈拉以南非洲货币整体走强，其中升值幅度最大的是加纳塞地、刚果法郎、赞比亚克瓦查；埃塞俄比亚比尔、南苏丹镑分别因汇改、战争等因素走弱，2025 年截至 12 月末兑美元同比分别贬值约 18%、15%。2026M1~7，撒哈拉以南非洲地区的发展中经济体新本币单位兑美元均值 1412，较 2025 年全年平均水平-5%，整体走强趋势延续。

尼日利亚：2023 年 6 月统一外汇交易市场，2026 年汇率回升。2024 年/2025 年美元兑尼日利亚奈拉均值 1480/1521，同比+132%/+3%，约为汇改前的 4 倍。2026 年截至 7 月 27 日，尼日利亚奈拉汇率同比回升，美元兑尼日利亚奈拉稳定在 1376 附近，较 2025 年全年水平-10%。

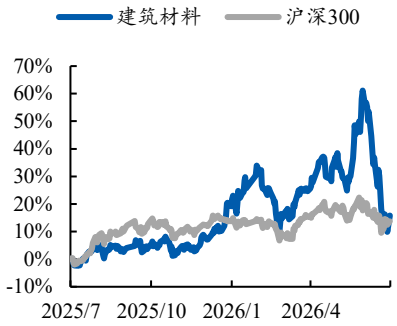
埃塞俄比亚：2024 年 7 月推行市场决定汇率制度，2026 年汇率降幅收窄。2024 年/2025 年美元兑埃塞俄比亚比尔均值 78/138，同比+43%/+77%;2026 年截至 7 月 27 日，美元兑埃塞俄比亚比尔均值 157，较 2025 年全年平均水平+14%。

投资建议：重视非洲地产链机遇，关注海外产能落地顺利标的。水泥市场因运输半径限制市场区隔显著，不同地域市场景气度差异大，高景气市场的属地优势产能价值巨大。重视撒哈拉以南非洲等需求长期空间大、增长确定性强的海外新兴市场机遇。另外，目前中国水泥行业工程师红利显著，收并购后增效预期明显，关注国际并购项目推进。

关注非洲细分区域市场宏观经济发展情况与本币汇率走势。撒哈拉以南非洲城镇化与基建需求长期具备增长潜力，但同时需考虑区域内多数经济体抗波动能力偏弱，经济增速、本币汇率易出现阶段性震荡，将直接影响基建项目推进节奏与中资企业海外业务经营汇兑收益。

风险提示：宏观经济风险，海外业务风险，竞争格局风险，原料成本上升

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-28%	-8%	16%
相对收益	-25%	-6%	2%

行业数据

成分股数量（只）	72
总市值（亿）	10054
流通市值（亿）	4330
市盈率（倍）	33.1
市净率（倍）	1.38
成分股总营收（亿）	6299
成分股总净利润（亿）	115.8
成分股资产负债率（%）	50.5

相关报告

《水泥行业深度海外篇(一):海外需求高景气，中资优势产能海外扩张迅速》

--20260420

《水泥行业深度国内篇：优质现金流资产，反内卷趋势下盈利改善预期明确》

--20260204

证券分析师：濮阳
执业证书编号：S0550522070002
puyang@nesc.cn

证券分析师：庄嘉骏
执业证书编号：S0550524010002
zhuangjj@nesc.cn

仅供内部参考，请勿外传！

目 录

1. 人口视角：非洲城镇人口持续快速增长，年轻人口占比高.....5
1.1. 城镇化：全球城镇化持续衍进，撒哈拉以南非洲长期快速推进.....5
1.2. 生育率：非洲总和生育率全球最高，年轻人口占比高.....7
2. 经济视角：GDP 增长预期稳健，通胀未来预计高位回落.....11
2.1. GDP：非洲 GDP 未来预计保持稳定较高增速.....11
2.2. 通胀：油气价格飙升推高非洲整体通胀压力.....16
2.3. 产业结构：现状为工业基础薄弱的服务业化，自然资源贡献较高.....21
3. 汇兑：非洲货币市场化程度不一，2025 年以来撒哈拉以南汇率整体走强.....24
3.1. 整体视角：2025 年以来撒哈拉以南非洲货币整体走强.....24
3.1.1. 尼日利亚：2023 年 6 月统一外汇交易市场，2026 年汇率回升.....25
3.1.2. 埃塞俄比亚：2024 年 7 月推行市场决定汇率制度，2026 年汇率降幅收窄.....28
3.2. 侨汇：规模显著增长，转账成本高昂.....31
4. 投资建议.....33
5. 风险提示.....34

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：全球人口结构预测（至 2050 年） 6
图 2：全球主要地区人口结构预测（至 2050 年） 6
图 3：全球各区域城镇人口增速预测（至 2050 年） 7
图 4：世界、中国、撒哈拉以南非洲城镇化率情况 7
图 5：撒哈拉以南非洲人口情况 8
图 6：撒哈拉以南非洲城镇人口情况 8
图 7：世界、中国、撒哈拉以南非洲人口总生育率情况 8
图 8：撒哈拉以南非洲地区国家人口结构情况 9
图 9：东亚与太平洋地区国家人口结构情况 9
图 10：东亚与太平洋地区国家&撒哈拉以南非洲地区国家人口密度对比 10
图 11：撒哈拉以南非洲人均 GDP 情况 11
图 12：非洲 GDP 及占全球比重情况 11
图 13：北非与撒哈拉以南非洲 GDP 情况 12
图 14：撒哈拉以南非洲分地区 GDP 情况 12
图 15：非洲分地区人均 GDP 情况（美元） 13
图 16：非洲各地区实际 GDP 增长率预测（%） 14
图 17：发展中区域 GDP 增速预测 15
图 18：非洲石油净进口/出口国 GDP 增速预测 15
图 19：原油价格走势 17
图 20：天然气价格走势 18
图 21：全球和部分地区 CPI 同比情况(%) 18
图 22：撒哈拉以南非洲 CPI 通胀情况预测 19
图 23：非洲各行业 GDP 贡献比重 21
图 24：全球及部分地区石油租金占 GDP 百分比情况 22
图 25：全球及部分地区天然气租金占 GDP 百分比情况 22
图 26：全球及部分地区矿产租金占 GDP 百分比情况 23
图 27：撒哈拉以南非洲货币汇率变化情况（2024 年&2025 年） 24
图 28：撒哈拉以南非洲发展中经济体汇率情况 25
图 29：尼日利亚官方利率与平行市场利率 26
图 30：尼日利亚中央银行货币政策走廊与市场利率 26
图 31：尼日利亚汇率情况 27
图 32：尼日利亚 MPR 情况 27
图 33：尼日利亚存款利率情况 27
图 34：尼日利亚贷款利率情况 27
图 35：埃塞俄比亚汇率情况 29
图 36：埃塞俄比亚外汇储备充足度与平行市场溢价 29
图 37：埃塞俄比亚外汇储备情况 30
图 38：埃塞俄比亚耐用消费品进口占 GDP 比重(%) 30
图 39：部分非洲国家平行市场溢价(占官方汇率,%) 30
图 40：部分非洲国家实际有效汇率指数 30

仅供内部参考，请勿外传！

图 41：部分非洲国家金融账户限制指数 30
图 42：非洲侨汇总流入规模情况 31
图 43：非洲部分国家汇款平均转账成本（银行及非银行渠道） 32

表 1：2026 年和 2027 年非洲主要宏观经济指标展望 17
表 2：撒哈拉以南非洲货币政策利率 20

仅供内部参考，请勿外传！

1. 人口视角：非洲城镇人口持续快速增长，年轻人口占比高

1.1. 城镇化：全球城镇化持续衍进，撒哈拉以南非洲长期快速推进

全球范围内城镇化持续衍进，未来全球人口的增长大多将发生在城市。如今，居住在城市的人口数量已超过城镇或农村人口，但这一状况并非一直如此；20 世纪中叶，城市生活相对罕见。据联合国统计，1950 年，约有 5 亿人口居住在城市，仅占全球 25 亿总人口的五分之一。其余五分之四人口平均分布在城镇和农村地区。

未来撒哈拉以南非洲与中南亚的城镇人口预计将继续强劲增长。展望未来，除东亚、东南亚外，所有区域的城市居民数量预计将持续增长至 2050 年；东亚、东南亚的城市人口或在 21 世纪 40 年代开始萎缩，延续总人口下降的趋势。撒哈拉以南非洲与中南亚的城镇人口预计将继续强劲增长，而其他区域的城镇人口已趋于稳定或开始下降。

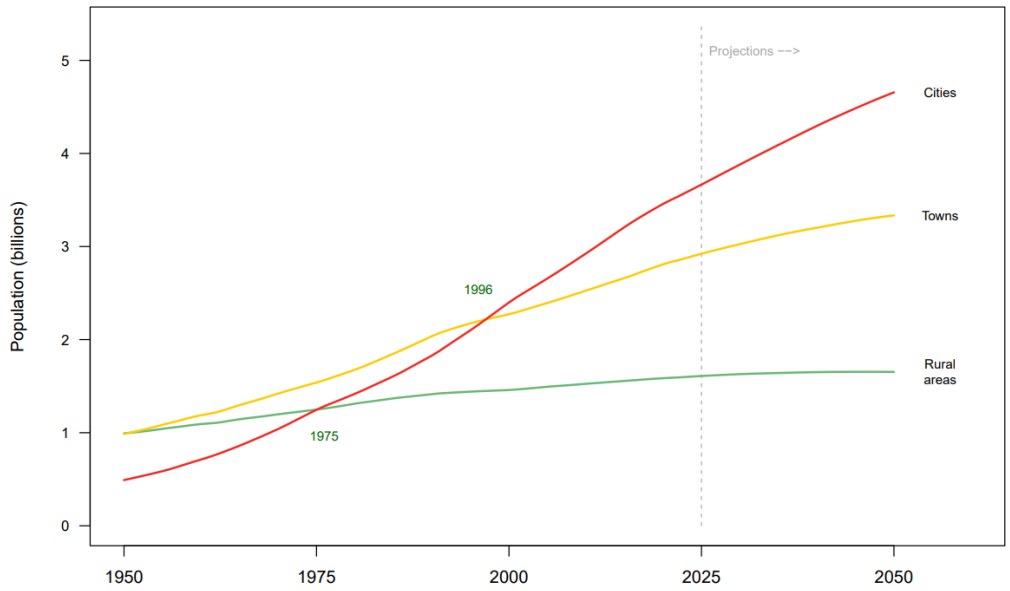
撒哈拉以南非洲区域：农村人口占比仍有 30%，未来农村人口仍将增长。撒哈拉以南非洲除了城镇人口增长强劲，农村人口预计也有显著增长，是未来几十年内唯一预计将实现农村人口显著增长的区域。撒哈拉以南非洲是过去 75 年间唯一实现农村人口大幅增长的区域；直到 2012 年，农村仍是该区域的主要居住环境，2012 年城市人口规模反超农村。2025 年，该区域 12.7 亿居民在三类居住环境中分布相对均衡：38%居住在城市，32%居住在城镇，30%居住在农村。

非洲大陆城镇人口年增速超过 3.5%，非洲预计长期保持全球城镇化推进最快地区地位。据联合国非经委 2026 年 4 月份的报告，1990 年以来，非洲城市规模迎来前所未有的扩张，这一趋势预计还将延续，使其保持全球城镇化推进最快地区的地位。非洲城镇人口占比从 1990 年的 31%提升至 2020 年的 54%。截至 2025 年，非洲城市仍在高速扩张，大陆城镇人口年均增速超过 3.5%。

城镇化率角度，撒哈拉以南非洲大致相当于我国 2006 年~2007 年水平。撒哈拉以南非洲城镇化率持续较快提升中。城镇化率角度，据世界银行统计，撒哈拉以南非洲由 1960 年的 14.3%提升至 2025 年 44.7%；44.7%大致相当于我国 2006 年~2007 年水平。

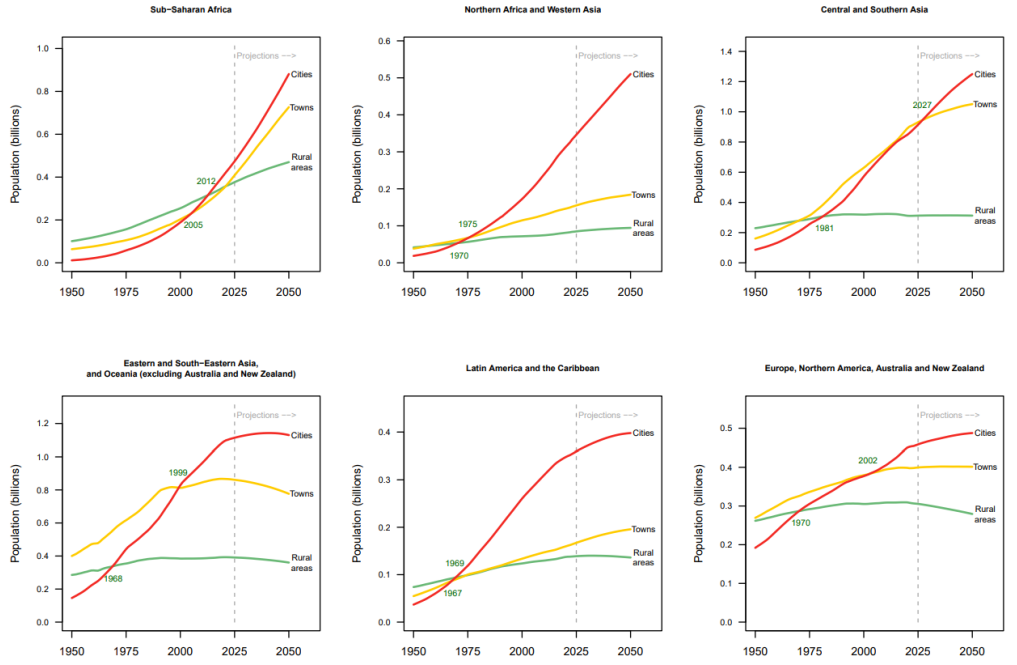
仅供内部参考，请勿外传！

图 1：全球人口结构预测（至 2050 年）



数据来源：联合国，东北证券

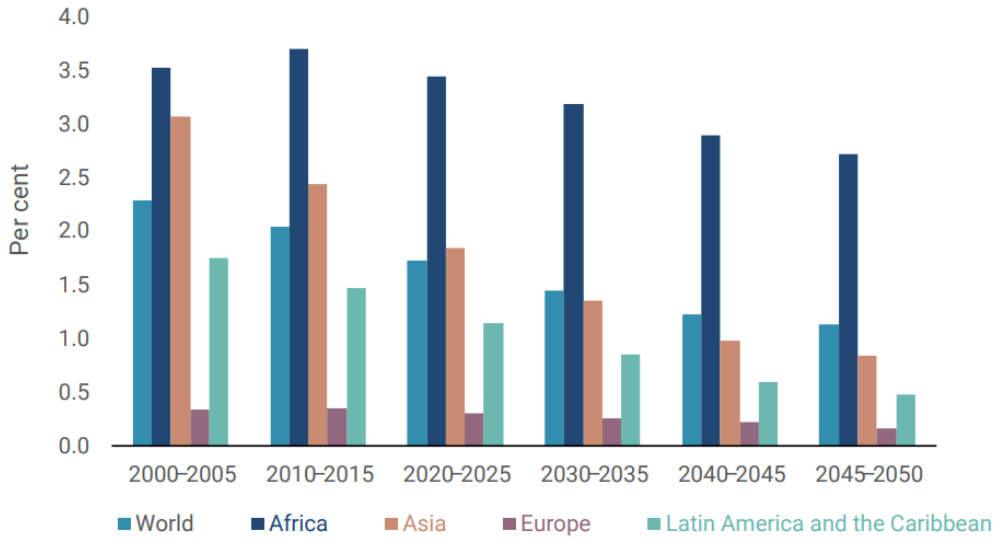
图 2：全球主要地区人口结构预测（至 2050 年）



数据来源：联合国，东北证券

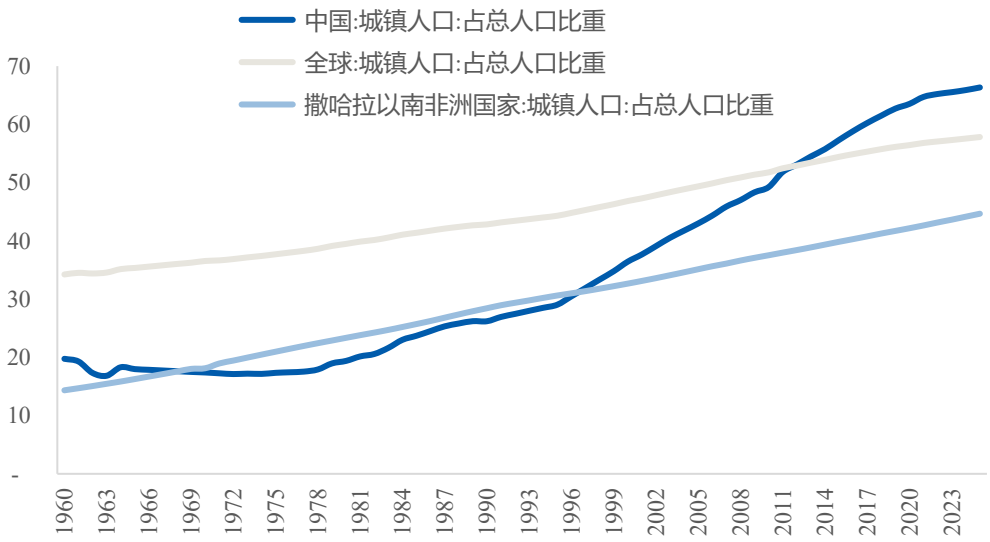
仅供内部参考，请勿外传！

图 3：全球各区域城镇人口增速预测（至 2050 年）



数据来源：联合国，东北证券

图 4：世界、中国、撒哈拉以南非洲城镇化率情况



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

1.2. 生育率：非洲总和生育率全球最高，年轻人口占比高

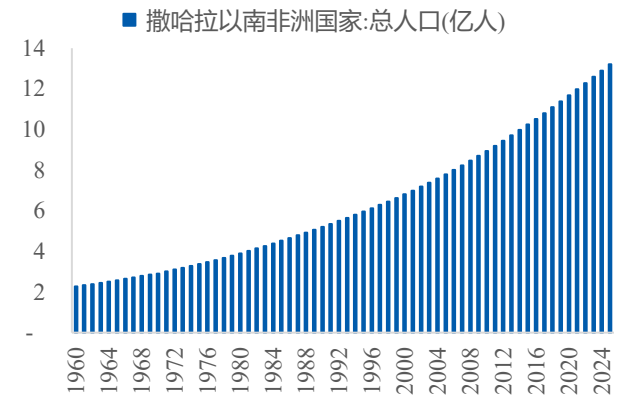
撒哈拉以南非洲人口持续快速增长，年增速约 2.5%。1960 年至 2025 年，撒哈拉以南非洲人口由 2.3 亿增长至 13.2 亿，CAGR2.3%；2020 年~2025 年增长进一步加速，平均增速 2.5%。

撒哈拉以南非洲平均每名妇女生育 4.3 个孩子，位居全球最高。城镇人口增长首要驱动力为高生育率。总和生育率（TFR）是指一名女性在 15 至 49 岁育龄期间平均生育的子女数，是衡量人口再生产能力的核心指标。人口学上，一般将 2.1 视为“世

仅供内部参考，请勿外传！

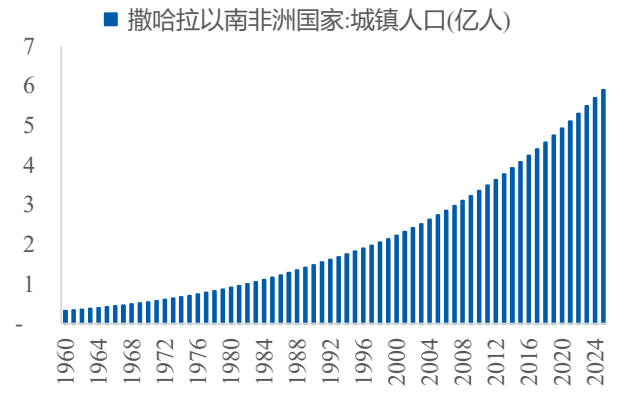
代更替水平”，即维持人口长期稳定所需的平均生育水平。据世界银行，2024 年，撒哈拉以南非洲地区总和生育率为 4.3，较全球平均水平 2.2 高出近一倍；与此同时我国总和生育率 1.0，韩国 0.7，日本 1.2，欧盟 1.3，美国 1.6。

图 5：撒哈拉以南非洲人口情况



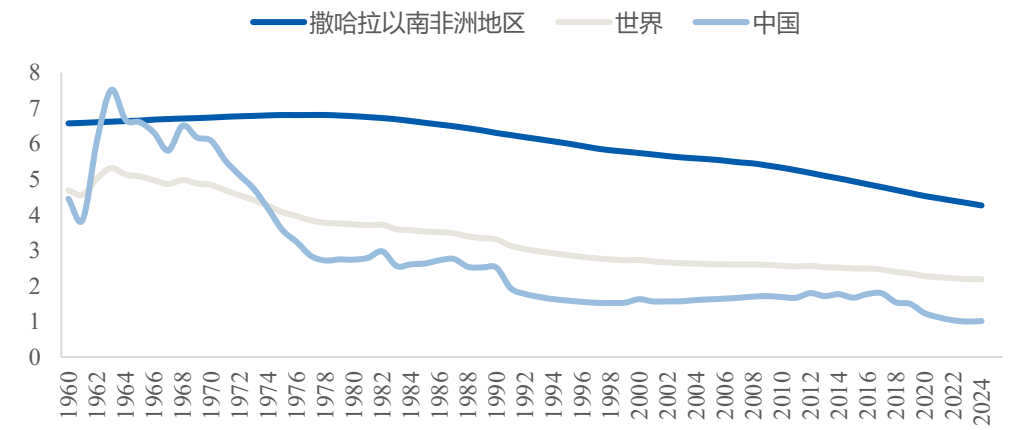
数据来源：iFind，世界银行，东北证券

图 6：撒哈拉以南非洲城镇人口情况



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

图 7：世界、中国、撒哈拉以南非洲人口总生育率情况



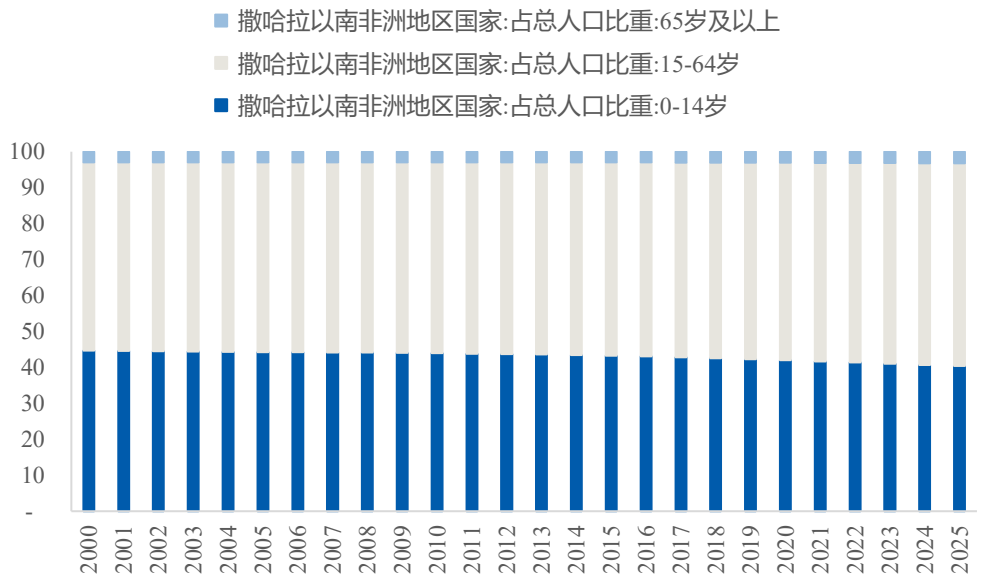
数据来源：世界银行，东北证券

撒哈拉以南非洲地区年轻人口占比高。据世界银行统计，2025 年，撒哈拉以南非洲地区国家 0~14 岁/15~64 岁/65 岁及以上的人口占比分别为 40%/56%/3%；作为对比，东亚与太平洋地区国家 0~14 岁/15~64 岁/65 岁及以上的人口占比分别为 18%/68%/14%。

撒哈拉以南非洲地区人口密度仍较低。据世界银行统计，2023 年，撒哈拉以南非洲地区国家人口密度 53 人/平方公里，约为东亚与太平洋地区国家 1970 年水平。2023 年东亚与太平洋地区国家人口密度为 98 人/平方公里。

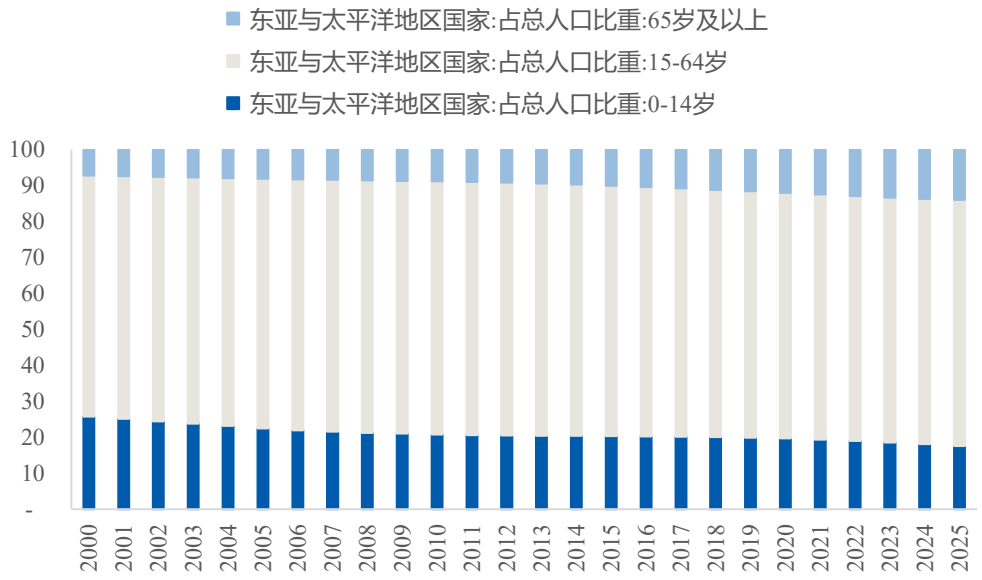
仅供内部参考，请勿外传！

图 8：撒哈拉以南非洲地区国家人口结构情况



数据来源：Wind，世界银行，东北证券

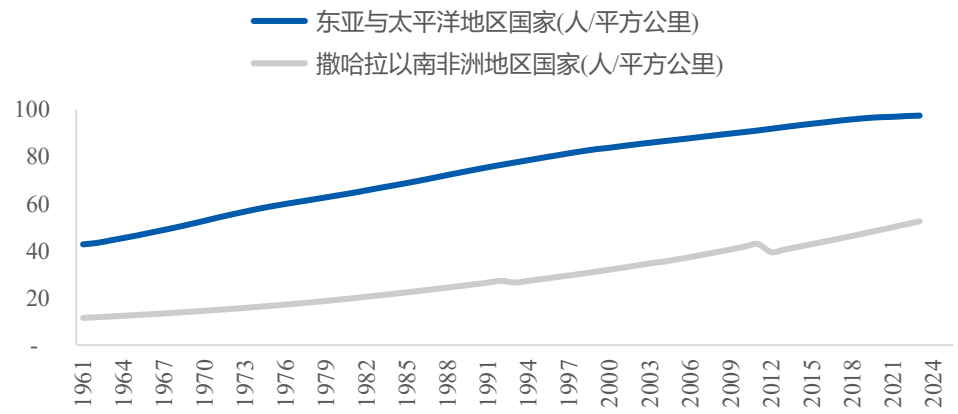
图 9：东亚与太平洋地区国家人口结构情况



数据来源：Wind，世界银行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

图 10：东亚与太平洋地区国家&撒哈拉以南非洲地区国家人口密度对比



数据来源：Wind，世界银行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

2. 经济视角：GDP 增长预期稳健，通胀未来预计高位回落

2.1. GDP：非洲 GDP 未来预计保持稳定较高增速

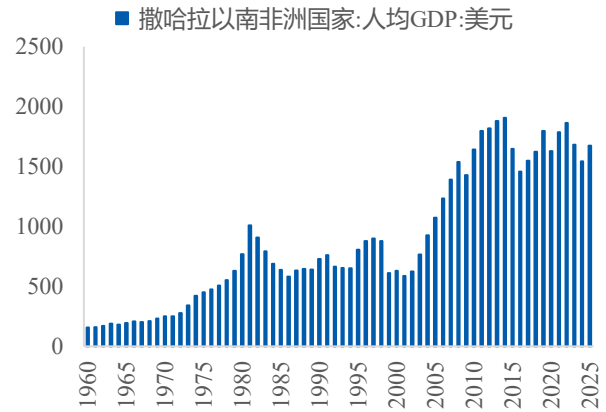
2025 年撒哈拉以南非洲人均 GDP 为 1673 美元，大致处于 2008 年以来均值区间。据世界银行统计，撒哈拉以南非洲 1960 年~1981 年持续快速成长，由 158 美元增长至 1008 美元；1982 年~2004 年，在 500~1000 美元区间震荡，均值 722 美元；2005 年~2014 年持续快速增长，由 1074 美元增长至 1908 美元；2015 年~2025 年，在 1400~1900 区间震荡，均值 1659 美元。

总量角度，目前非洲以美元计价 GDP 占全球约 2.5%~3%。据联合国统计，2023 年全球 GDP105.9 万亿美元，其中非洲 2.8 万亿美元，占比全球 2.6%。历史节点来看，1995 年/2005 年/2015 年/2020 年，非洲 GDP 分别为 0.6/1.2/2.4/2.5 万亿美元，占比全球 1.9%/2.4%/3.2%/2.9%。

非洲内部分结构来看，撒哈拉以南非洲占比非洲整体 GDP 稳定在 7 成左右。2023 年，北非 GDP0.9 万亿美元，撒哈拉以南非洲 GDP2.0 万亿美元。进一步打开来看，2023 年撒哈拉以南非洲中，西非/东非/非洲南部/非洲中部分别贡献 GDP0.7/0.6/0.4/0.3 万亿美元，占比 36%/29%/21%/14%。

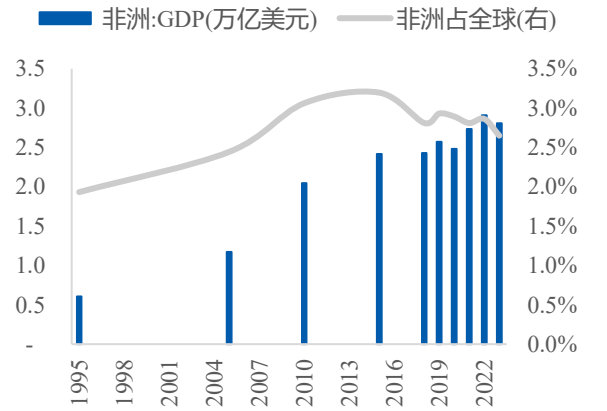
人均 GDP 角度，非洲南部/北非显著领先，西非/非洲中部/东非增长迅速。2023 年，非洲南部/北非/西北/非洲中部/东非人均 GDP 分别为 5765/3173/1568/1341/1161 美元，分别较 2005 年水平+5%/68%/65%/53%/187%。

图 11：撒哈拉以南非洲人均 GDP 情况



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

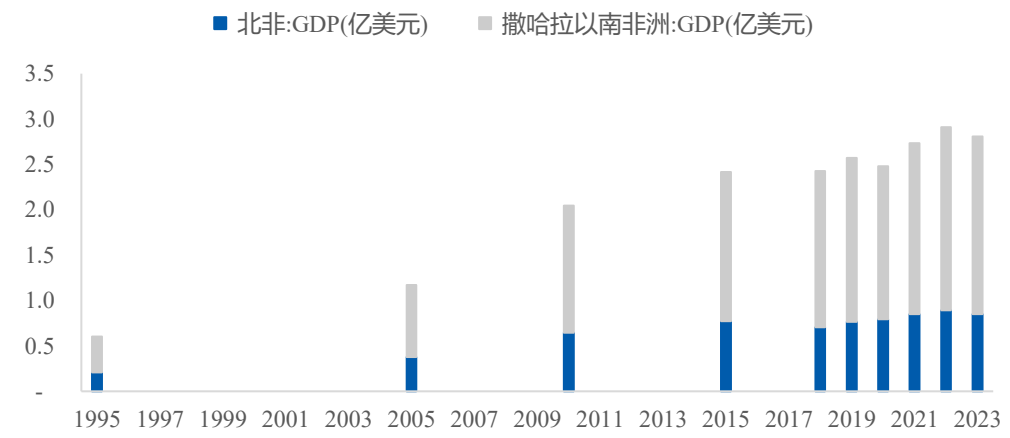
图 12：非洲 GDP 及占全球比重情况



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

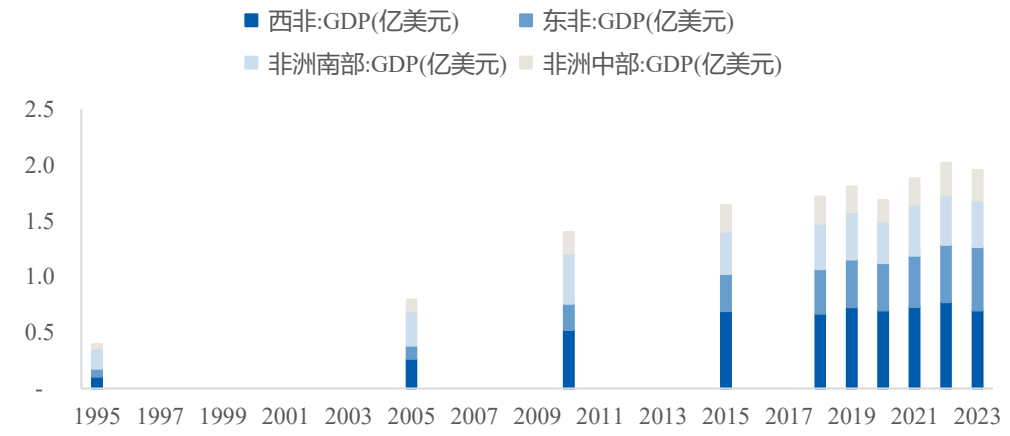
仅供内部参考，请勿外传！

图 13：北非与撒哈拉以南非洲 GDP 情况



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

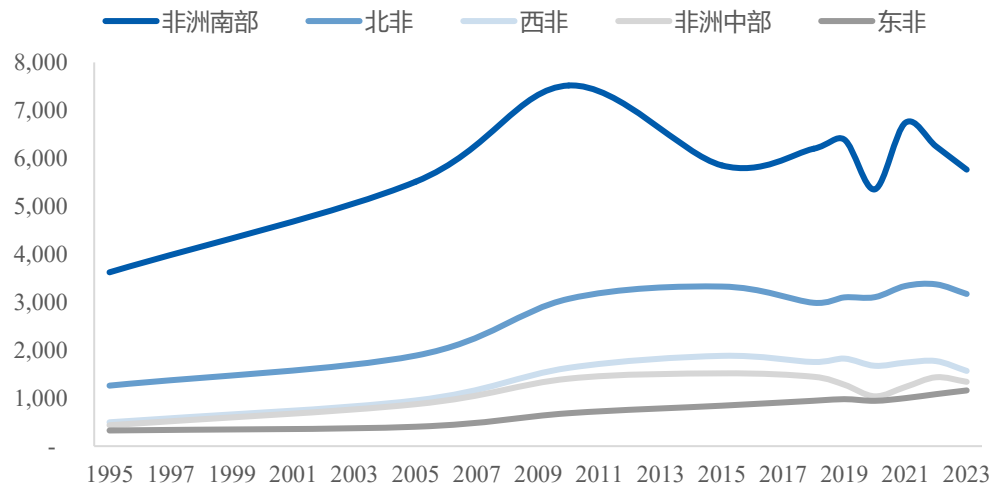
图 14：撒哈拉以南非洲分地区 GDP 情况



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

图 15：非洲分地区人均 GDP 情况（美元）



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

非洲发展银行预测非洲 2026 年、2027 年非洲继续保持 4%+GDP 增长。2025 年，全球贸易摩擦与地缘紧张局势不断升级，但非洲经济增长仍实现提速，据非洲发展银行集团 2026 年 5 月发布的报告，非洲实际国内生产总值（GDP）平均增速从 2024 年的 3.5%提升至 4.4%，成为全球经济表现最优的区域之一。预计 2026 年非洲实际 GDP 增速小幅回落至 4.2%，2027 年回升至 4.4%，与 2025 年持平。2026 年增速小幅下滑，主要源于中东持续冲突带来的经济影响。该冲击对经济增长与宏观稳定的负面影响，取决于全球供应链中断的持续时长，以及其对全球能源、化肥价格的拉动幅度。2025 年非洲人均实际 GDP 平均增速为 2.1%，2024 年仅 1.1%；但 2026 年增速预计小幅回落至 1.9%，2027 年回升至 2.2%。按照这一增长速度，人均收入增速仍低于实现可持续减贫所需的最低门槛 3.5%。

中部非洲：预计经济将持续回暖，增速由 2025 年预估 3.6%提升至 2026 年 3.8%，2027 年进一步升至 4.1%。区域内各国增长将受益于大宗商品价格持续走高，尤其是原油；区域七国中，有三国 2026 年增速有望突破 5%。

东非：增速预计从 2025 年预估 6.6%回落至 2026 年 5.9%。下滑源于中东地缘冲突引发的全球供应链中断，推高能源与进口粮食成本，粮食安全风险加剧。待供给冲击逐步消退、宏观政策与核心基建投资落地见效后，2027 年增速将回升至 6.4%，长期经济多元化举措也将持续释放增长红利。

北非：2025 年增速预估 4.4%，2026 年放缓至 4.0%。霍尔木兹海峡航运受阻，将影响北非各国对中东出口、抬高化肥与原油进口成本，埃及、摩洛哥、突尼斯等国受冲击显著；来自海湾国家的游客数量下滑也会拖累当地旅游业。若供应链中断情况缓解，2027 年增速将回升至 4.2%。

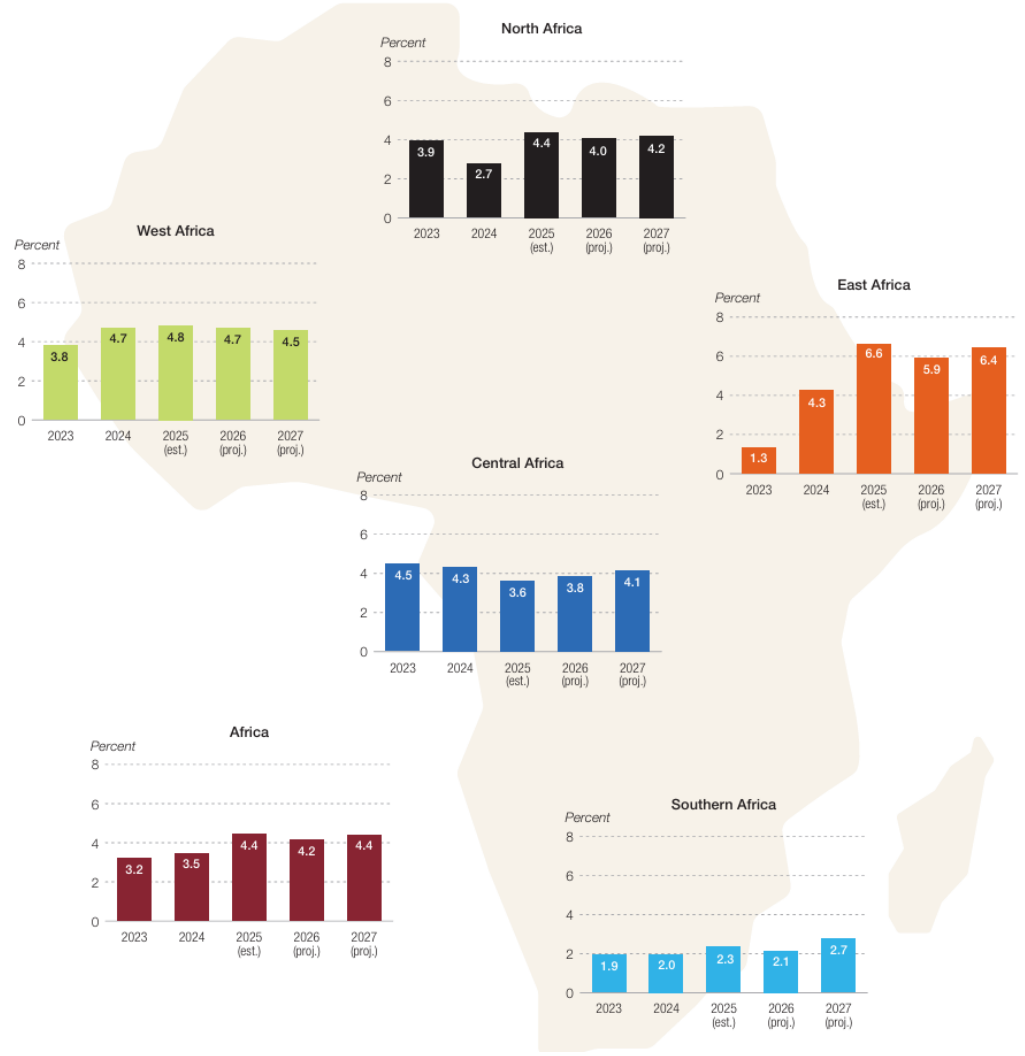
西非：2025 年增速预估 4.8%，2026 年基本持平于 4.7%，2027 年小幅回落至 4.5%。2026 年区域经济保持稳定，核心驱动力包括农业丰产、农产品加工产业链深化、能源/物流/交通基建持续投入；矿业与油气产业扩张、建筑业私人投资扩容，将进一步拉动增长。

南部非洲：2025 年增速预估 2.3%，2026 年预计 2.1%。南部非洲 2025 年增速预估 2.3%，增长依靠矿业强势复苏与农业产出回暖；受当前全球供应链冲击、中东

仅供内部参考，请勿外传！

冲突拖累国内经济活动影响，2026 年增速预计降至 2.1%；2027 年公共资本支出、农业产出与出口回暖，增速将修复至 2.7%。

图 16：非洲各地区实际 GDP 增长率预测（%）



数据来源：非洲发展银行集团，东北证券

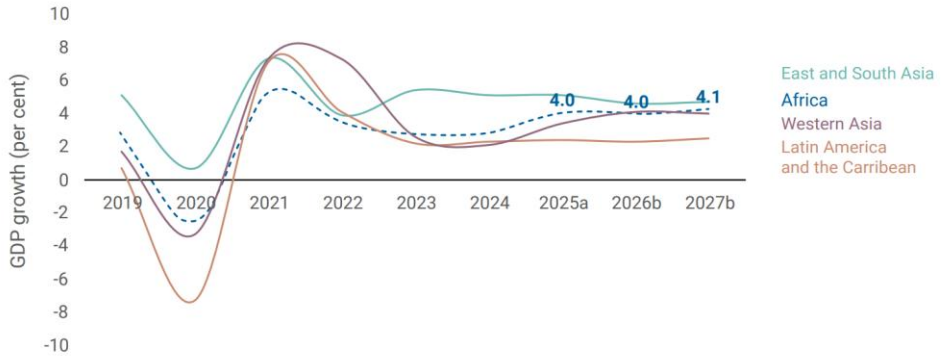
联合国预测非洲 2026 年/2027 年 GDP 增速 4.0%/4.1%。根据联合国非经委 2026 年 4 月发布的报告，非洲实际国内生产总值（GDP）增速在 2025 年回升至约 4.0%；2026 年增速保持不变，2027 年升至 4.1%。这一增速高于 2026 年拉美及加勒比地区（2.3%），但低于东亚与南亚（4.6%）、西亚（4.1%）。非洲增长的支撑因素：宏观稳定性改善（大型经济体尤为明显）、公共投资扩张、居民消费回暖。但外部风险依然存在，包括地缘政治紧张，以及部分国家大选之后出现的国内扰动。部分国家在推进财政整顿的同时优化支出结构，优先安排资本开支，培育长期可持续增长。战略性基建投资（埃及高铁网络、肯尼亚孔扎科技城、尼日利亚拉各斯自贸区）对经济拉动作用显著。这类项目不仅增强区域互联互通，还能够吸引重要外商直接投资（FDI），反映出投资者信心回暖。

石油进口国与石油出口国经济出现分化。尽管 2025 年非洲整体 GDP 实现复苏，但石油进口国与石油出口国经济走势出现分化。原油价格下跌拉动石油进口国增长：

仅供内部参考，请勿外传！

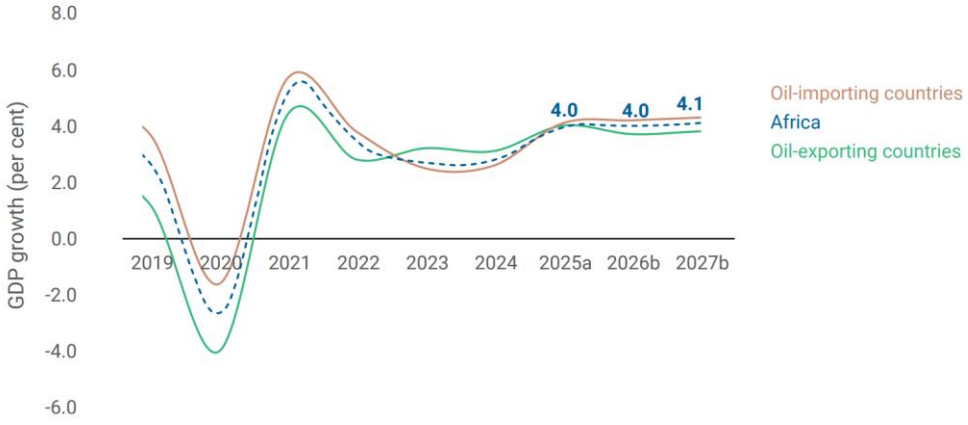
国际油价从 2025 年 1 月 79 美元/桶回落至 11 月 64 美元/桶，诱因包括美国关税政策带来的不确定性、巴西、中国、印度需求不及预期。油价下行将对非洲主要石油出口国（阿尔及利亚、安哥拉、尼日利亚等原油出口经济体）形成负面冲击。多数石油出口国的石油产品占总出口额 80%以上，经济高度暴露于油价波动与不确定性风险之中。全球需求回暖预期叠加 OPEC+计划增产，会进一步施压国际油价；油价走低有望改善石油进口国通胀前景。因此石油出口国增速预计由 2025 年 4.0%回落至 2026 年 3.7%。利比亚、南苏丹、苏丹脆弱的政治局势，也会给石油出口国整体增长前景带来下行压力。

图 17：发展中区域 GDP 增速预测



数据来源：联合国，东北证券；注：a.估算值，b.预测值

图 18：非洲石油净进口/出口国 GDP 增速预测



数据来源：联合国，东北证券；注：a.估算值，b.预测值

仅供内部参考，请勿外传！

2.2. 通胀：油气价格飙升推高非洲整体通胀压力

全球油气价格飙升，正持续推高非洲各地通胀压力，非洲发展银行预测全非洲 2026 年平均通胀 10.4%。非洲发展银行集团 2026 年 5 月发布的报告中预计 2026 年非洲平均通胀率为 10.4%，对比其 2026 年 1 月发布的《宏观经济表现与展望》报告基准值上调 0.9 个百分点；2027 年通胀将回落至 8.9%。尽管 2026 年平均通胀仍处于高位，但相较 2025 年 13.7%已大幅下行。这一回落预期，一方面源于农业产出有望提升，另一方面得益于前数月紧缩货币政策产生的滞后调控效果。即便如此，仍有 26 个国家 2026 年通胀率将维持在 5%以下。本轮能源价格冲击还引发了非洲各国货币普遍贬值。截至 2026 年 3 月 31 日，29 个非洲国家货币兑美元出现贬值，其中 10 国货币相对基准汇率跌幅超过 2 个百分点。2025 年非洲各国央行下调政策利率，释放出中长期通胀前景整体改善的信号。2025 年 1 月至 2026 年 3 月，各国政策利率平均下调 1.33 个百分点，经通胀调整后的实际政策利率均值达到 2.8%。在本轮外部冲击到来前，多数非洲国家已实施偏紧缩的货币政策，这为后续通胀压力缓解后，释放货币政策宽松空间预留了操作余地。

非洲各国央行在 2025 年下调利率，表明中期通胀前景出现更广泛的改善。从 2025 年 1 月到 2026 年 3 月，政策利率平均下调了 1.33 个百分点。经通胀调整后的实际政策利率均值约为 2.8%。大多数非洲国家在进入本轮冲击时采取了限制性货币政策立场，这为当前通胀压力消退后进一步实施货币宽松提供了空间。

石油净出口国预计显著受益油价上涨，2026 年/2027 年非洲整体财政赤字预计持续收窄。非洲 2025 年平均总体财政赤字略有扩大，从 2024 年占 GDP 的 4.8%升至 4.9%。2025 年全球油价下跌 14%，使石油出口国的财政赤字从 2024 年占 GDP 的 5.7%扩大至 6.4%。这一结果反映了财政状况对油价变动的顺周期性。这种对称性意味着，当前油价上涨将增加净出口国的收入，并推动 2026 年平均财政状况改善至占 GDP 的 5.6%。净效应将体现为总体平均财政赤字在 2026 年收窄至 GDP 的 4.8%，并在 2027 年进一步收窄至 4.6%。然而，净石油进口国可能因油价高企而面临进口账单急剧上升的压力。净石油进口国（包括其他资源密集型和非资源密集型经济体）的财政赤字可能扩大。在其他资源密集型经济体中，总体财政赤字预计将从 2025 年占 GDP 的 3.7%升至 2026 年的 4.0%；在非资源密集型经济体中，则预计从 2025 年的 4.2%扩大至 2026 年的 4.6%。这些事态发展可能限制净石油进口国向受能源成本上涨影响的低收入家庭提供支持的能力。

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：2026 年和 2027 年非洲主要宏观经济指标展望

	Real GDP growth		Inflation		Current account balance		Fiscal balance	
Country	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Algeria	4.1	4.2	3.3	2.6	–1.4	–3.4	–13.3	–14.3
Angola	2.9	3.3	17.7	15.3	3.4	1.0	–1.1	–2.1
Benin	6.6	7.1	2.5	2.1	–5.8	–5.2	–2.7	–2.4
Botswana	1.2	3.5	6.3	4.7	–6.7	–4.4	–8.9	–8.0
Burkina Faso	5.4	5.8	2.1	1.7	–3.0	–2.4	–4.2	–3.8
Burundi	4.3	4.6	22.1	13.7	–6.3	–5.4	–3.6	–3.1
Cabo Verde	4.7	5.0	2.6	2.3	1.1	–1.8	–1.3	–1.0
Cameroon	4.0	4.1	3.5	2.7	–4.1	–3.9	–1.9	–0.7
Central African Rep.	2.9	3.9	3.9	2.9	–6.6	–5.1	–4.0	–3.4
Chad	3.6	3.5	4.0	3.3	–3.0	–3.9	–2.2	–2.8
Comoros	3.4	4.0	3.7	2.6	–5.9	–5.0	–2.7	–2.4
Congo	3.3	3.4	3.4	3.1	2.9	2.6	4.3	3.9
Congo, Dem. Rep.	5.0	5.6	6.4	5.4	–4.2	–2.8	–3.4	–2.1
Côte d'Ivoire	6.2	6.5	2.6	2.0	–2.0	–2.5	–3.0	–3.0
Djibouti	6.5	6.8	2.4	1.7	14.1	14.6	–1.9	–1.0
Egypt	4.0	4.3	14.7	14.6	–4.6	–4.5	–7.0	–6.4
Equatorial Guinea	–1.7	–1.4	3.1	2.9	–2.4	–3.3	–2.1	–3.4
Eritrea	2.8	3.2	5.1	4.9	10.1	12.4	–3.3	–2.9
Eswatini	4.0	3.5	4.0	3.5	–1.0	–1.2	–6.4	–5.4
Ethiopia	7.8	8.5	14.1	8.8	–1.1	–0.9	–2.4	–1.9
Gabon	2.7	3.1	3.1	2.3	1.1	–2.4	–4.4	–5.7
Gambia, The	4.9	5.0	5.2	4.9	–5.6	–4.5	–1.7	–1.2
Ghana	5.0	5.4	9.0	7.2	3.0	2.7	–2.6	–2.2
Guinea	9.3	9.8	4.2	3.6	9.6	9.2	–3.5	–3.7
Guinea-Bissau	4.9	5.1	2.5	2.2	–5.2	–3.4	–3.6	–3.2
Kenya	4.6	4.7	5.4	4.8	–2.8	–2.2	–6.1	–5.8

	Real GDP growth		Inflation		Current account balance		Fiscal balance	
Country	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Lesotho	0.5	1.8	5.7	4.3	–8.7	–4.5	2.1	3.1
Liberia	5.0	5.3	8.2	6.7	–14.8	–13.2	–2.7	–2.4
Libya	6.5	4.3	2.5	2.2	6.1	3.5	2.2	1.6
Madagascar	3.0	4.5	9.0	6.5	–7.5	–6.0	–4.4	–3.8
Malawi	2.3	3.3	24.6	18.7	–17.5	–15.3	–10.7	–10.0
Mali	6.0	5.9	3.1	2.5	–5.8	–5.0	–3.2	–2.9
Mauritania	4.4	4.7	2.5	2.6	–8.6	–6.7	–0.9	–0.5
Mauritius	2.8	3.8	6.0	3.9	–7.0	–4.3	–7.3	–5.4
Morocco	4.2	4.3	2.4	2.3	–3.5	–3.4	–3.7	–3.2
Mozambique	2.1	3.5	6.2	5.2	–28.8	–32.7	–6.4	–7.0
Namibia	2.0	3.5	6.1	4.5	–16.4	–12.6	–6.0	–4.8
Niger	6.6	6.4	3.8	2.3	–6.3	–5.7	–3.6	–2.7
Nigeria	4.1	3.7	16.2	13.0	5.8	4.1	–2.3	–2.5
Rwanda	7.0	7.4	5.6	4.8	–14.9	–14.2	–6.0	–5.6
São Tomé and Príncipe	2.4	3.2	11.5	8.6	–6.4	–5.0	–1.4	–1.6
Senegal	5.2	5.9	2.3	1.2	–8.9	–5.7	–8.1	–7.2
Seychelles	3.1	3.4	1.8	1.9	–5.6	–4.6	–1.2	–0.7
Sierra Leone	4.2	4.8	9.2	7.2	–5.9	–4.6	–4.3	–2.8
Somalia	3.1	3.4	5.2	4.1	–9.9	–8.8	1.1	–0.7
South Africa	1.2	1.6	3.9	3.6	–1.4	–1.6	–5.1	–4.7
South Sudan	22.0	6.8	21.8	16.8	–0.4	–1.5	1.6	3.0
Sudan	2.1	3.2	78.3	51.3	–5.1	–4.4	–2.9	–2.4
Tanzania	5.4	6.1	3.8	3.7	–3.0	–2.2	–3.4	–3.5
Togo	5.9	6.2	2.1	1.6	–3.2	–2.5	–2.9	–2.6
Tunisia	2.1	2.8	5.7	5.4	–5.3	–4.7	–6.1	–5.6
Uganda	6.2	8.0	6.0	4.5	–5.6	–3.7	–6.9	–5.9
Zambia	5.0	6.3	9.3	7.2	0.8	3.1	–2.7	–1.9
Zimbabwe	4.3	4.5	14.7	10.1	–0.2	1.3	–0.7	–0.5

数据来源：非洲发展银行集团，东北证券；注：经常账户余额和财政余额则以占 GDP 的百分比(%)表示

图 19：原油价格走势



数据来源：Wind，ICE，东北证券

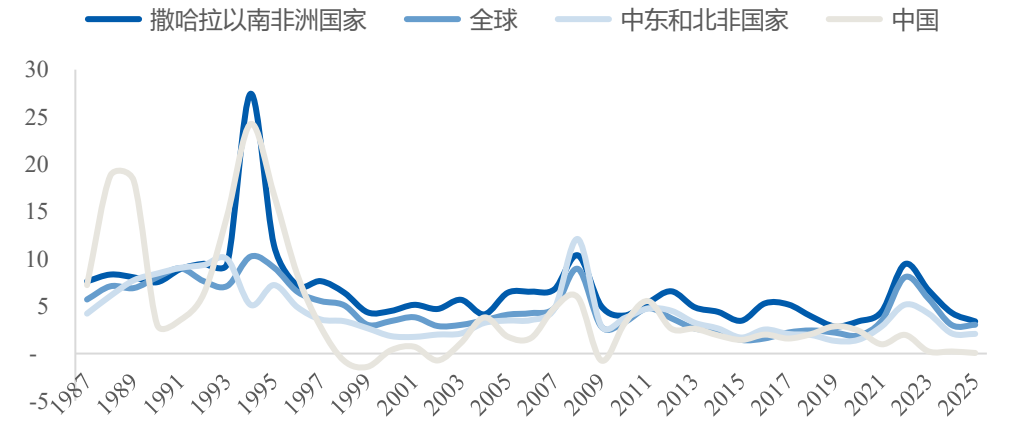
仅供内部参考，请勿外传！

图 20：天然气价格走势



数据来源：Wind，NYMEX，东北证券

图 21：全球和部分地区 CPI 同比情况(%)



数据来源：iFind，世界银行，东北证券

世界银行预测撒哈拉以南非洲 2026 年通胀中位数 4.8%，2027 年/2028 年 3.8%。世界银行认为通胀放缓在非洲多国蔓延，但地缘风险或将逆转已有成效。据世界银行 2026 年 4 月报告，撒哈拉以南越来越多国家消费者通胀持续回落，但各国通胀放缓节奏差异显著。区域通胀中位数由 2024 年 4.4%降至 2025 年 3.7%。受中东冲突预期影响，2026 年通胀预计回升至 4.8%；随后逐步缓和，在 2027~2028 年回落至约 3.8%。非洲约 70%的经济体（47 国中 33 个）2025 年通胀增速较前一年放缓。2025 年通胀回落国家呈现以下特征：通胀中位数降至 3.3%；其中 8 国通胀回落至个位数水平。到 2026 年，两位数通胀国家数量预计由 2024 年 13 个进一步下降。

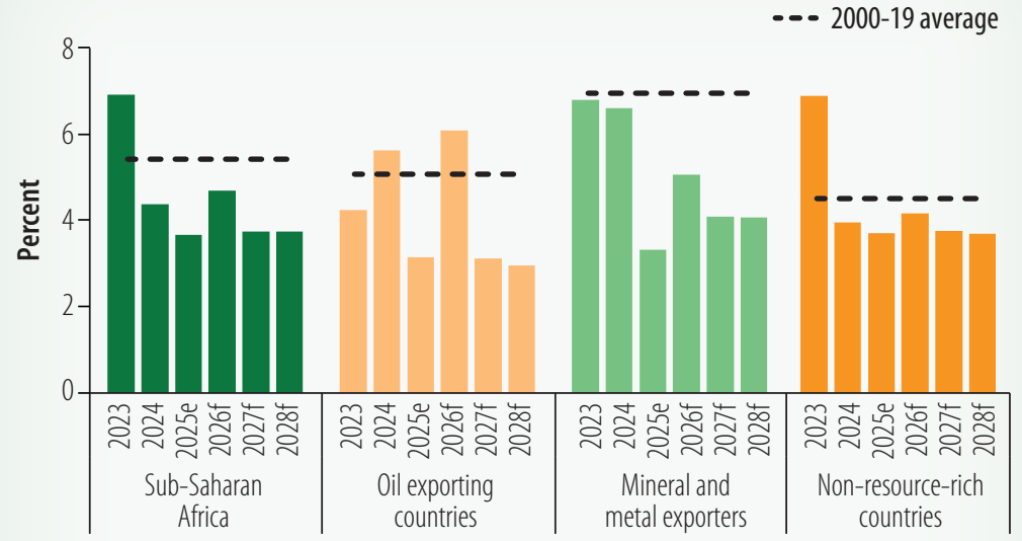
通胀回落主要源于：全球食品与燃油价格下行、外部收支改善、本币汇率走强、货币政策收紧见效。国际粮食与油价自 2022 年年中高点持续回落，非欧佩克产油国增产抬高全球石油库存，帮助压低油价。良好气候条件、农业增产也助力多国通胀降温。与此同时，非洲关键出口大宗商品（金属、饮料）价格维持高位，支撑多国外部收支、助推本币升值，抑制进口成本。美元走弱进一步强化这一趋势。持续收紧的货币政策，在抑制需求端涨价、锚定通胀预期方面起到关键作用。

2026 年预计石油出口国、矿产与金属出口国通胀反弹幅度显著高于非资源出口国。
1）石油出口国：通胀由 2024 年 5.7%回落至 2025 年 3.2%；2026 年回升至 6.2%，

仅供内部参考，请勿外传！

2027－2028 年回落至 3.1%；2025 年通胀下行，主因全球油价回落（但油价仍存在波动）。**2）矿产与金属出口国：**通胀同样显著下行，由 2024 年 6.7%降至 2025 年 3.4%，但预计 2026 年回升至 5.2%，2027－2028 年回落至 4.1%。**3）非资源出口国：**通胀从 2024 年 4.0%回落至 2025 年 3.7%；预计 2026 年上行至 4.3%， 2027–2028 年均值回落至 3.8%。

图 22：撒哈拉以南非洲 CPI 通胀情况预测



数据来源：世界银行，东北证券；注：通胀按照 CPI 同比变动百分比衡量，图表展示的是各组中位数，数据截至 2026 年 4 月 7 日

展望后市，区域普遍性通胀降温能否持续，取决于全球大宗商品，尤其是食品、燃油价格能否继续回落。审慎的财政与债务管理，叠加提升生产力的相关政策，有助于支撑非洲货币维持走强态势。安哥拉、埃塞俄比亚、加纳、尼日利亚等多国通胀压力缓和，为区域进一步放松货币政策创造空间。但风险依旧存在：全球经济不确定性、持续的中东冲突、国内财政纪律松弛，有可能再度催生物价上行压力，或延缓甚至逆转货币政策常态化进程。

仅供内部参考，请勿外传！

表 2：撒哈拉以南非洲货币政策利率

Country/region	Current rate (%)	Months on hold	Last change (pp)	YTD change (pp)
Angola	17.5	2	-1	-1
Botswana	3.5	4	1.6	0
Eswatini	6.75	9	-0.25	0
Gambia, The	14	0	-2	-2
Ghana	14	0	-1.5	-4
Kenya	8.75	1	-0.25	-0.25
Lesotho	6.5	4	-0.25	0
Malawi	24	0	-2	-2
Mauritius	4.5	13	0.5	0
Mozambique	9.25	1	-0.25	-0.25
Namibia	6.5	5	-0.25	0
Nigeria	26.5	5	-0.5	-0.5
Rwanda	7.25	6	0.5	0.5
South Africa	6.75	3	-0.25	0
Tanzania	5.75	8	-0.25	0
Uganda	9.75	17	-0.25	0
Zambia	13.5	1	-0.75	-0.75
WAEMU	3	0	-0.25	-0.25
CEMAC	4.75	3	0.25	0

数据来源：世界银行，东北证券；

注：西非货币联盟（WAEMU）数值为西非国家中央银行（BCEAO）设定的最低投标利率；中非货币共同体（CEMAC）数值为中非国家银行（BEAC）设定的招标利率，数据更新截至 2026 年 3 月 27 日

仅供内部参考，请勿外传！

2.3. 产业结构：现状为工业基础薄弱的服务业化，自然资源贡献较高

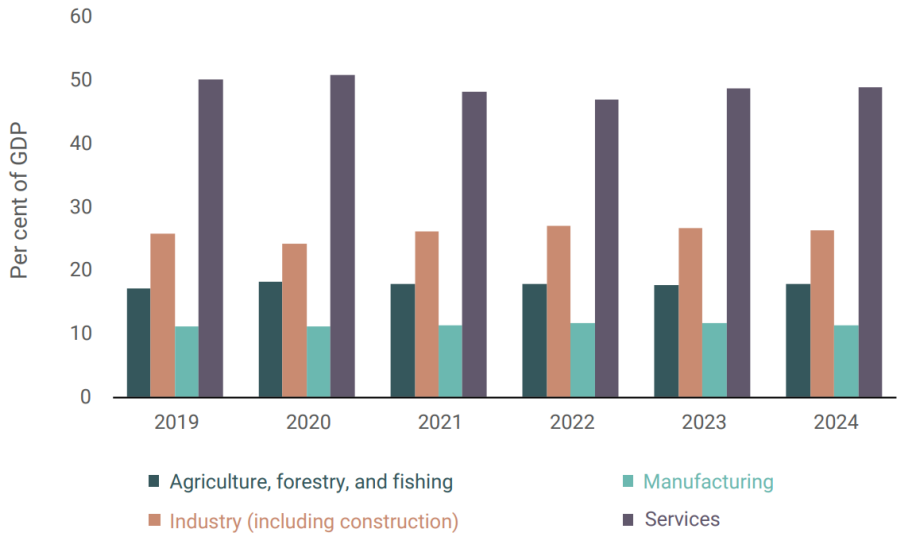
产业结构方面，非洲工业基础仍薄弱，形成无工业化的服务业化。据联合国统计，服务业持续在非洲经济产出中占主导，2024 年占 GDP 比重达 48.8%；其次是工业（26.2%，其中制造业占 11.3%）；农业占比 17.9%。前沿技术与创新具备巨大潜力，能够推动非洲服务业（以及制造业）转型升级，提升其对 GDP 的贡献，当前多数非洲国家服务业仍以传统业态为主。与此同时，大部分经济体依旧依赖农业，因此需要配套政策与投资，依托前沿技术与创新，同时兼顾气候变化带来的影响，以此提高农业生产效率。

石油租金角度，撒哈拉以南非洲 2021 年约 3.8%，全球平均水平 1.4%。据世界银行，石油租金指一国原油产出按区域市场价格核算总价值，扣除全部开采成本后的超额收益；石油租金占 GDP 比重，是国际通用衡量经济体油气资源依存度的核心指标。指标仅覆盖原油开采环节，不包含下游炼化、成品油产业收益。2021 年，全球平均石油租金水平 1.4%，其中石油租金最高的国家是利比亚 56.4%、伊拉克 42.8%、刚果(布)34.4%、安哥拉 28.3%、沙特阿拉伯 23.7%；撒哈拉以南非洲中，石油租金较高的还有乍得 16.8%、加蓬 15.6%、赤道几内亚 14.9%、尼日利亚 6.2%。

天然气租金角度，撒哈拉以南非洲 2021 年约 0.5%，与全球平均水平大致相当。据世界银行，天然气租金是按照国际价格计算的天然气生产价值与生产总成本之间的差别。2021 年全球平均天然气租金水平 0.52%，撒哈拉以南非洲 0.49%；全球天然气租金最高的国家包括东帝汶 29.4%、文莱达鲁萨兰国 13.9%、卡塔尔 12.0%、乌兹别克斯坦 11.0%、巴布亚新几内亚 9.1%等。

矿产租金角度，撒哈拉以南非洲矿产租金 2.9%，全球平均水平 0.8%。据世界银行，矿产租金是按照国际价格计算的矿产存量的生产价值与其生产总成本之间的差别。此处纳入计算的矿产包括锡、金、铅、锌、铁、铜、镍、铝土岩和磷块石。2021 年，撒哈拉以南非洲矿产租金 2.9%，全球平均水平 0.8%；全球矿产租金最高的国家包括刚果(金)28.8%、赞比亚 28.2%、蒙古 26.6%、新喀里多尼亚 16.8%、智利 16.2%、马里 16.2%等。

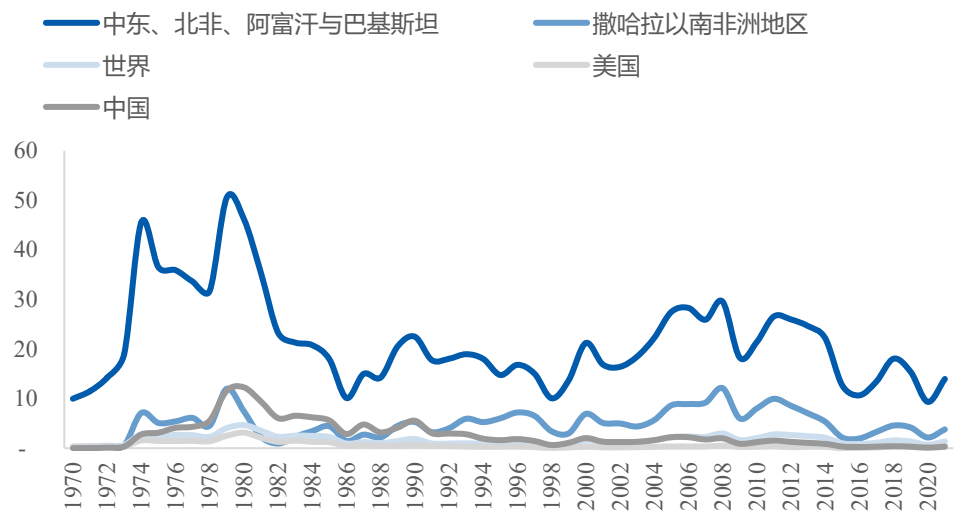
图 23：非洲各行业 GDP 贡献比重



数据来源：联合国，东北证券

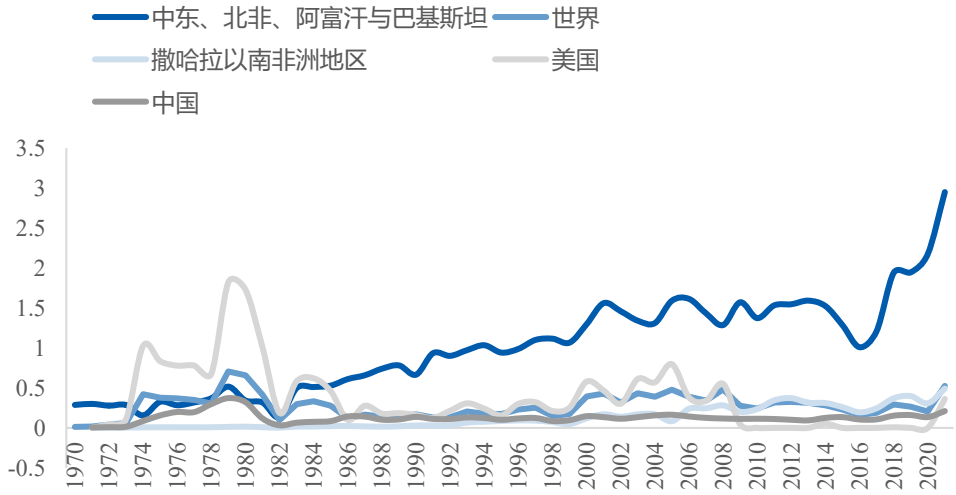
仅供内部参考，请勿外传！

图 24：全球及部分地区石油租金占 GDP 百分比情况



数据来源：世界银行，东北证券

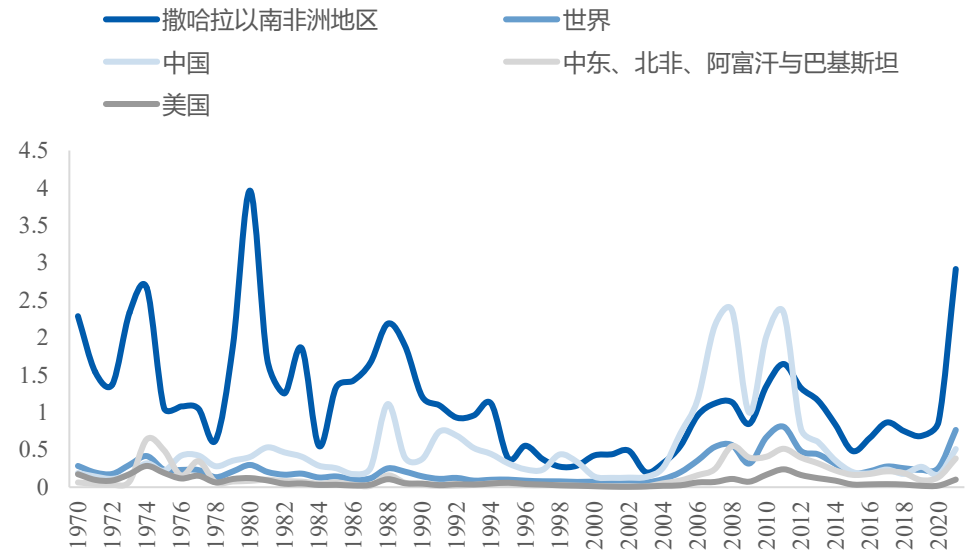
图 25：全球及部分地区天然气租金占 GDP 百分比情况



数据来源：世界银行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

图 26：全球及部分地区矿产租金占 GDP 百分比情况



数据来源：世界银行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

3. 汇兑：非洲货币市场化程度不一，2025 年以来撒哈拉以南汇率整体走强

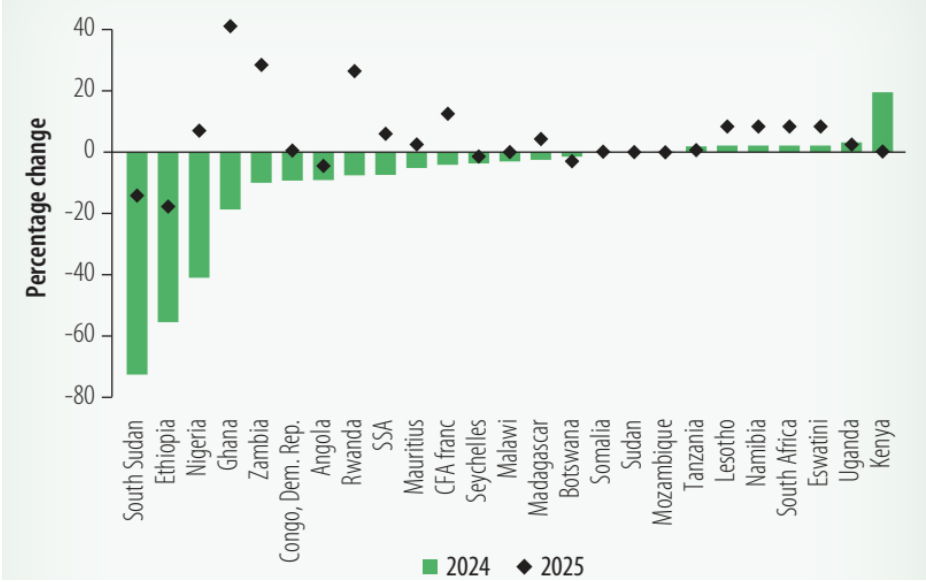
3.1. 整体视角：2025 年以来撒哈拉以南非洲货币整体走强

2025 年，加纳塞地、刚果法郎、赞比亚克瓦查兑美元升值显著。受全球与国内金融环境边际宽松、外汇流入增加（多国推进市场改革、外商直接投资上行）、大宗商品利好推升出口收入、美元整体走弱等因素支撑，非洲货币逐步走强。加纳塞地在 2025 年迎来大幅反转，成为去年全球表现最优货币。依托黄金出口创纪录、货币政策收紧、IMF 支持改革落地与债务重组成功改善市场情绪，2025 年 12 月塞地兑美元同比升值超 40%。截至 2025 年末，刚果法郎、赞比亚克瓦查是区域内表现次优货币，同比分别升值 28%、26%。刚果法郎走强的基础是外汇储备攀升，背后源于全球铜需求回暖；通胀下行、刚果央行定向外汇干预与流动性管理举措，同样为本币形成有力支撑。赞比亚克瓦查受益于电气化、人工智能相关基础设施需求拉动全球铜价大涨；提振矿业产出的改革带来出口收入改善，叠加债务重组持续推进，进一步巩固汇率。此外，新规限制境内交易使用外币，提升了市场对克瓦查的需求。

2025 年埃塞俄比亚比尔、南苏丹镑兑美元贬值最多。2025 年表现最弱的货币为埃塞俄比亚比尔、南苏丹镑，截至 12 月末兑美元同比分别贬值约 18%、15%。南苏丹货币贬值主因战争造成途经苏丹的石油管道中断，外汇流入严重受限；可用于进口支付的外汇稀缺，物价大幅上涨，2024 年年中至 2025 年年中通胀持续维持三位数；石油收入管理失当、财政失衡、外汇投机升温等结构性问题，进一步加剧本币下行压力。埃塞俄比亚外汇市场化改革承压，自 2025 年 12 月末以来，平行市场汇率溢价升至接近 50%区间；作为应对，埃塞俄比亚国家银行持续出台举措打造更具竞争性外汇市场，包括上调部分经常账户交易外汇额度。

2026M1~7 撒哈拉以南非洲汇率整体继续走强。据世界银行统计，2025 年撒哈拉以南非洲地区的发展中经济体新本币单位兑美元均值 1490，较 2024 年统计区间（M8~12）均值-4%；2026 年 M1~7 均值 1412，较 2025 年全年平均水平-5%。

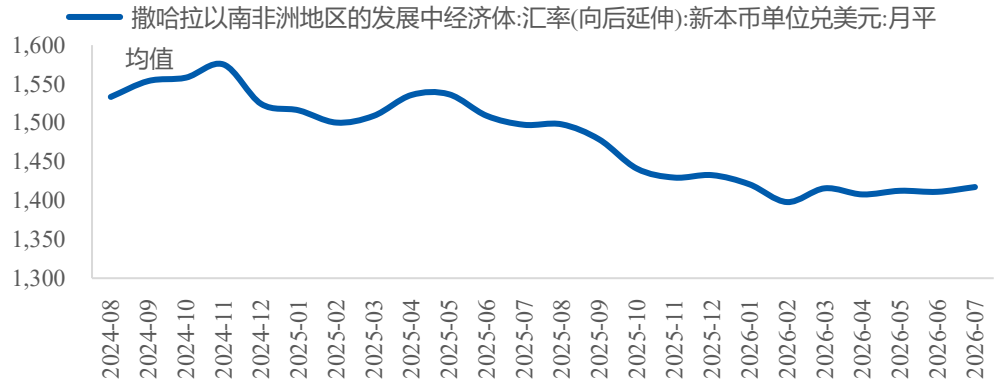
图 27：撒哈拉以南非洲货币汇率变化情况（2024 年&2025 年）



数据来源：世界银行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

图 28：撒哈拉以南非洲发展中经济体汇率情况



数据来源：世界银行，东北证券

3.1.1. 尼日利亚：2023 年 6 月统一外汇交易市场，2026 年汇率回升

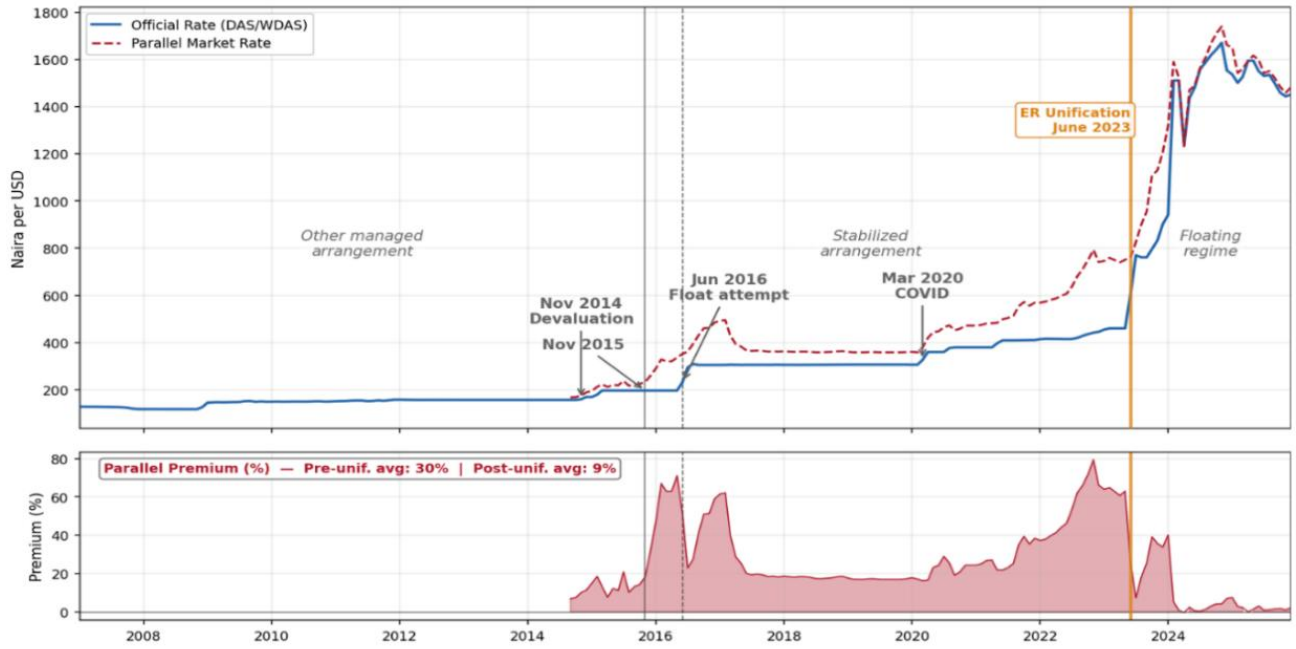
尼日利亚 2023 年 6 月统一外汇交易市场，并最终在 2024 年过渡至浮动汇率制度。自 2000 年代以来，尼日利亚汇率制度长期呈现多重汇率并存特征：央行制定并管控的官方汇率、平行市场汇率同时运行。在正式交易中，官方汇率是主要政策锚；但在外汇管制与额度配给背景下，平行市场汇率往往反映外汇真实边际成本。在这种双重汇率结构下，长期行政稳定措施之后，一旦外部冲击与国内压力加剧，就会出现剧烈且代价高昂的汇率调整。2023 年 6 月，尼日利亚统一外汇交易市场，终结了多窗口、受管控的汇率体系，果断转向由市场决定汇率的政策框架，并最终在 2024 年过渡至浮动汇率制度。汇改之前，官方汇率更多是政策调控工具，而非真实价格信号。官方汇率走势呈阶梯形态：长期保持刚性，间断性集中贬值（例如 2014 年 11 月、2015 年 11 月、2016 年 6 月、2020 年 3 月）。月度汇率长期近乎不变，12 个月滚动标准差仅约 2.7%。平行市场汇率持续变动，反映进口商承担的外汇边际成本，但同时持续受到市场摩擦、流动性约束影响。

尼日利亚汇改配套重大货币政策重校准，MPR 大幅上涨。尼日利亚本次汇率改革并非孤立推进，配套实施重大货币政策重校准，目标是恢复价格稳定、锚定新制度下的通胀预期。汇率统一后，货币政策利率（MPR）大幅上调至 27.5%，货币市场利率显著上行。银行同业拆借利率波动率较前期明显回落，自 2025 年 8 月起与常设存款便利利率（SDF）走势高度贴合，体现市场流动性持续过剩。国库券、贷款利率上行幅度更大，代表金融环境收紧。与之对比，储蓄存款利率小幅抬升，始终处在 3%－7%区间，远低于货币政策利率与存款便利利率的上调幅度。据尼日利亚央行，2026 年 5 月尼日利亚 MPR26.5%，自 2026 年 2 月以来维持不变。

2026 年截至目前尼日利亚奈拉汇率显著回升。据洲际交易所统计，2017 年~2022 年，美元兑尼日利亚奈拉稳定在 300~450 区间，均值 368；2023 年汇改后尼日利亚奈拉汇率显著下降，2023 年 12 月美元兑尼日利亚奈拉汇率均值 830 较 1 月+83%；2024 年/2025 年美元兑尼日利亚奈拉均值 1480/1521，同比+132%/+3%，约为汇改前的 4 倍。2026 年截至 7 月 27 日，尼日利亚奈拉汇率同比回升，美元兑尼日利亚奈拉稳定在 1376 附近，较 2025 年全年水平-10%。

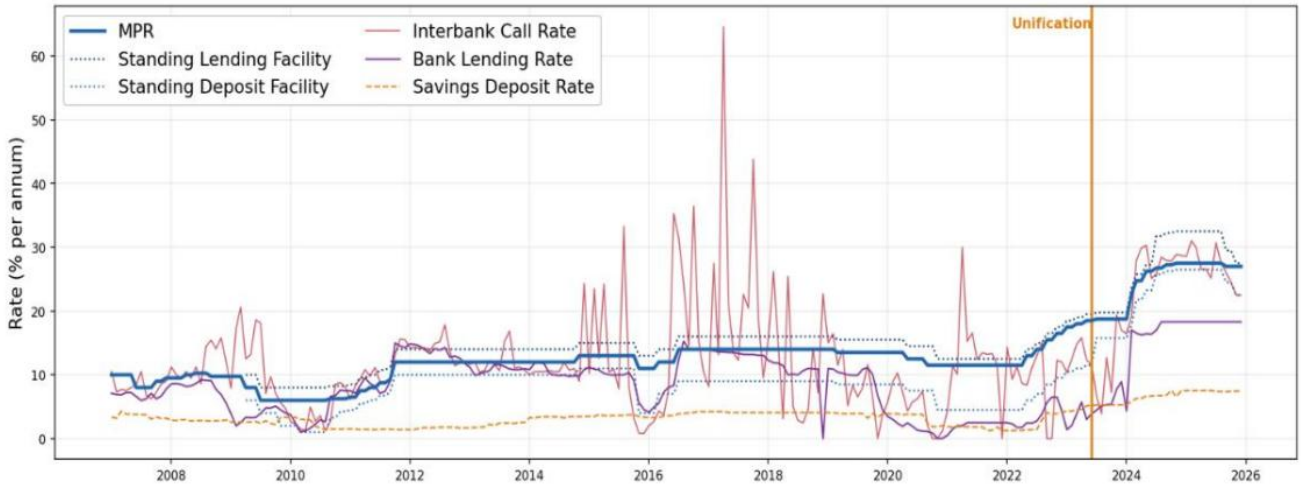
仅供内部参考，请勿外传！

图 29：尼日利亚官方利率与平行市场利率



数据来源：IMF，东北证券

图 30：尼日利亚中央银行货币政策走廊与市场利率



数据来源：IMF，东北证券

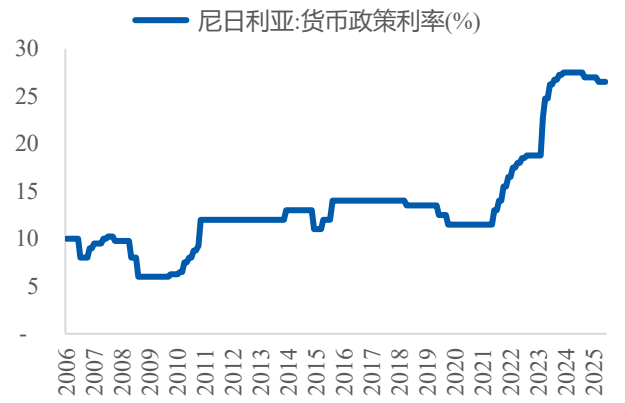
仅供内部参考，请勿外传！

图 31：尼日利亚汇率情况



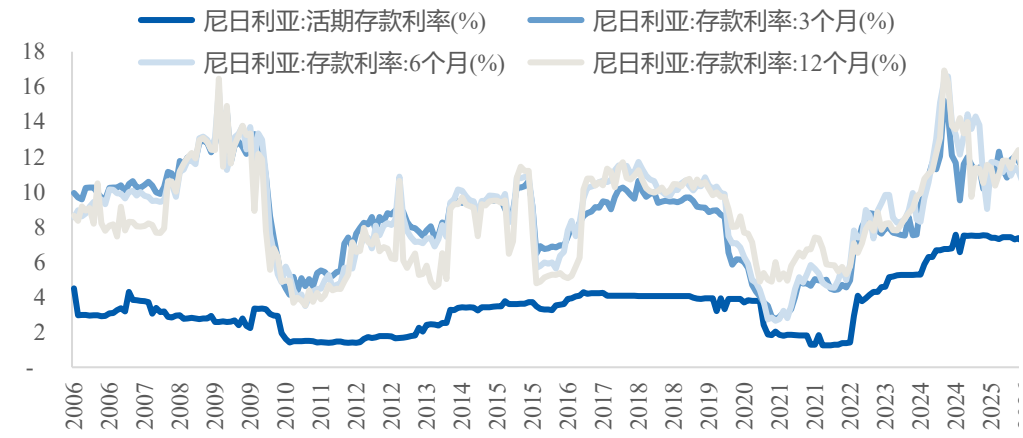
数据来源：Wind，洲际交易所，东北证券

图 32：尼日利亚 MPR 情况



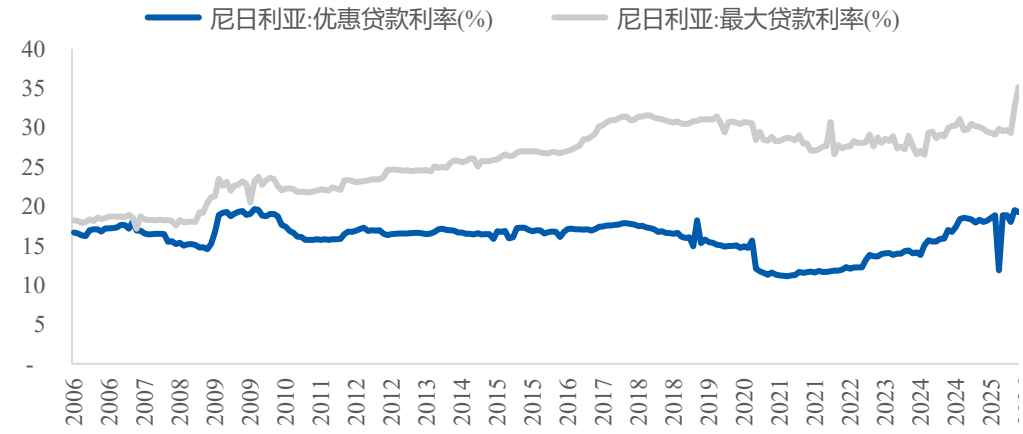
数据来源：Wind，尼日利亚央行，东北证券

图 33：尼日利亚存款利率情况



数据来源：Wind，尼日利亚央行，东北证券

图 34：尼日利亚贷款利率情况



数据来源：Wind，尼日利亚央行，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.2. 埃塞俄比亚：2024 年 7 月推行市场决定汇率制度，2026 年汇率降幅收窄

埃塞俄比亚于 2024 年 7 月推行由市场决定的汇率制度。汇改制度取消扭曲程度最高的外汇限制，推动官方汇率与平行市场汇率快速收敛。

汇改前，埃塞俄比亚平行市场溢价已突破 100%。外汇改革之前，埃塞俄比亚平行市场溢价自 2013 年初持续上行，2022 年年末开始急剧攀升；2023 年 11 月溢价突破 100%，并在 2024 年 6 月末之前维持高位。溢价扩大与外汇严重短缺、外汇管制收紧同步体现：消费品进口规模收缩。同一时期，埃塞俄比亚国家银行外汇储备持续下降，央行仅向燃油、化肥、药品等刚需品类投放官方渠道外汇。除 2021 年 10 月、2023 年 10 月短暂修复外，直至 2024 年 6 月，外汇储备能够覆盖的进口时长始终不足 1 个月。

汇改后，外汇储备明显回升，但仍处于较低水平。平行市场溢价快速回落，2024 年 9 月初接近零。此后溢价再度抬升，2024 年 10 月末约 16%，随后收窄并在 12 月末稳定于个位数区间；2025 年 5 月初再度扩大至约 17%。据世界银行统计，埃塞俄比亚 2024 年底外汇储备 37.8 亿美元，同比+87%；据 IMF 统计，埃塞俄比亚外汇储备在 2025 年 4 月回升至 44 亿美元，大约可覆盖近两个月的预期进口需求。

汇改后平行市场溢价依然存在。多重结构性因素，可以解释汇率统一之后平行市场溢价依然存续的现象。尽管官方外汇市场承担供需出清职能，但多重因素持续催生剩余供需压力：(1)经常账户剩余管制：特定交易购汇存在额度限制，通过官方渠道获取外汇的交易成本偏高；(2)资本账户管制（尤其针对资金外流）：资金需求同时受本外币资产相对收益率影响；(3)金融市场发展滞后，缺少适配各类投资者需求的对冲工具，难以形成有效市场竞争。

简要对比安哥拉、埃及、埃塞俄比亚、尼日利亚汇改：非洲四国汇改后平行市场溢价普遍回落，但收敛节奏分化显著：埃及溢价快速消除、汇率企稳最为顺畅，安哥拉调整周期漫长且溢价易反复；各国仍留存程度不一的经常账户外汇管制，叠加资本账户开放度差异，共同影响双轨价差的持续性。

重大汇率调整落地后，平行市场溢价普遍进入下行通道。汇率改革六个月后，安哥拉溢价 48%、埃及 0.2%、埃塞俄比亚 12.4%、尼日利亚 0.3%。安哥拉的溢价在改革后 34 个月逐步回落至 15%，但两轮冲击下再度上行，改革 21 个月最高反弹至 44%，调整周期显著更长。与之对比，埃及汇率调整之后连续 11 个月平行市场溢价低于 1%，汇率企稳过程更加平稳、持续性更强。

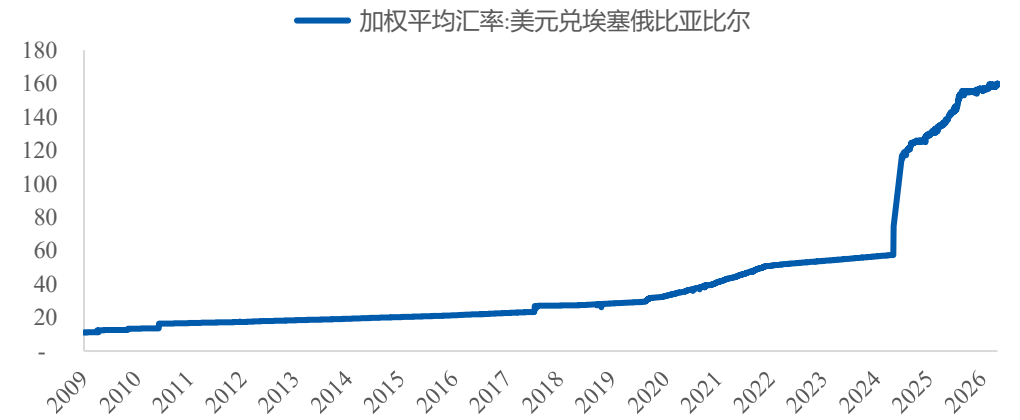
即便推行大范围外汇改革、取消普遍的外汇配给，部分经常账户外汇交易限制通常仍然保留。安哥拉、埃塞俄比亚、尼日利亚维持部分经常账户交易管控，埃及仅保留一类限制。这类剩余管制通常会限制经常项目交易获取外汇的渠道、抬高购汇成本；和此前大范围外汇配给政策相比力度有所弱化，但仍可能催生平行市场的增量外汇需求。宏观层面的影响相对有限：埃及、埃塞俄比亚、尼日利亚实际有效汇率（REER）保持稳定；安哥拉在汇率统一之后本币持续温和贬值，说明官方汇率大体贴合国际价格走势。除此之外，受管控的经常账户交易仅占居民消费很小一部分，在 CPI 篮子权重偏低，进一步缓和了价格扭曲与外汇压力。

外汇改革之后，各国资本与金融账户管制力度差异巨大。安哥拉、埃塞俄比亚对国际收支资本账户实施更严格管控；埃及、尼日利亚监管规则仅覆盖资本交易总量的 10%－20%。

仅供内部参考，请勿外传！

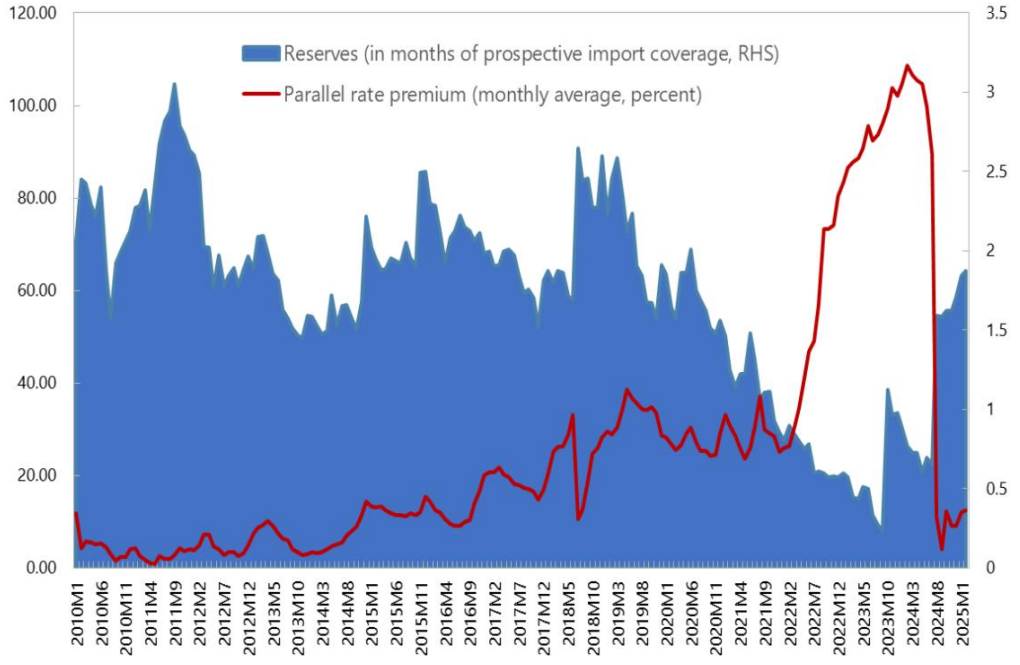
2026 年埃塞俄比亚比尔贬值速度大幅减缓。据埃塞俄比亚央行统计，2009 年~2023 年，埃塞俄比亚比尔汇率处于波动下行区间，美元兑埃塞俄比亚比尔由 12 逐步上升至 55；2024 年汇改后埃塞俄比亚比尔汇率快速下行，2024 年 12 月美元兑埃塞俄比亚比尔均值 125，较 1 月+122%；2024 年/2025 年美元兑埃塞俄比亚比尔均值 78/138，同比+43%/+77%；2026 年截至 7 月 27 日，美元兑埃塞俄比亚比尔均值 157，较 2025 年全年平均水平+14%。

图 35：埃塞俄比亚汇率情况



数据来源：Wind，埃塞俄比亚央行，东北证券

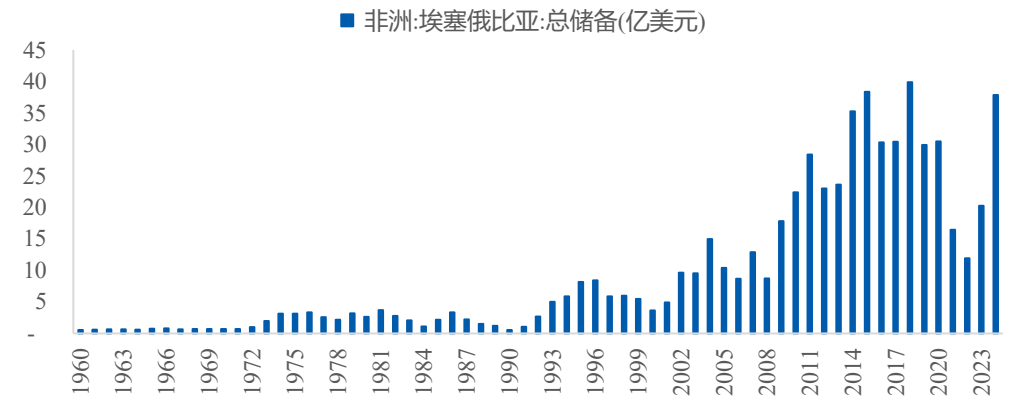
图 36：埃塞俄比亚外汇储备充足度与平行市场溢价



数据来源：IMF，东北证券

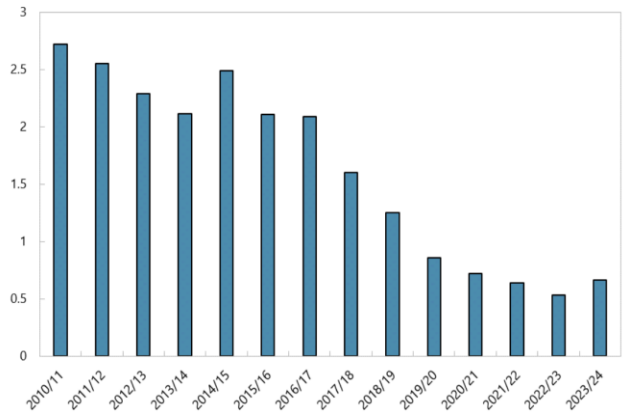
仅供内部参考，请勿外传！

图 37：埃塞俄比亚外汇储备情况



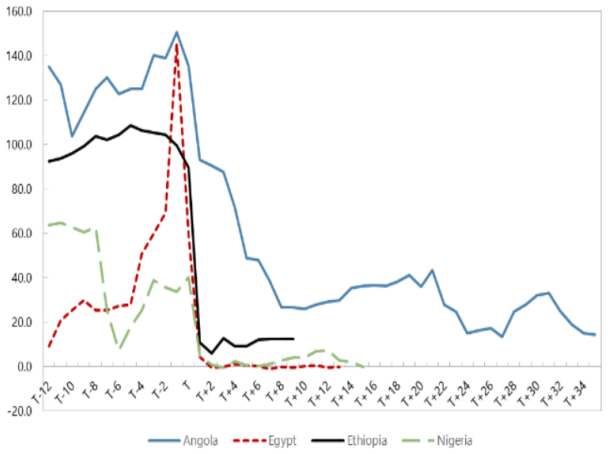
数据来源：iFind，世界银行，东北证券

图 38：埃塞俄比亚耐用消费品进口占 GDP 比重(%)



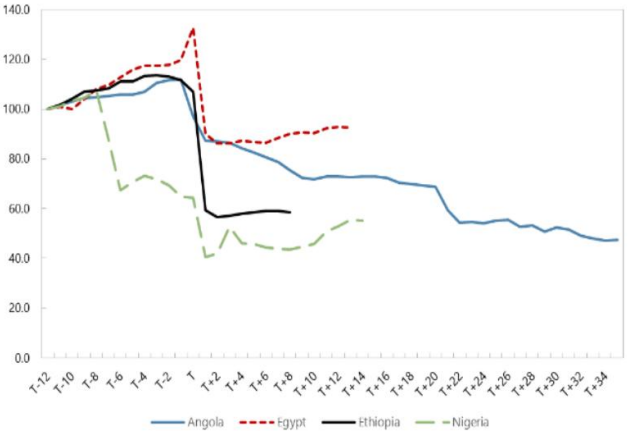
数据来源：IMF，东北证券

图 39：部分非洲国家平行市场溢价(占官方汇率,%)



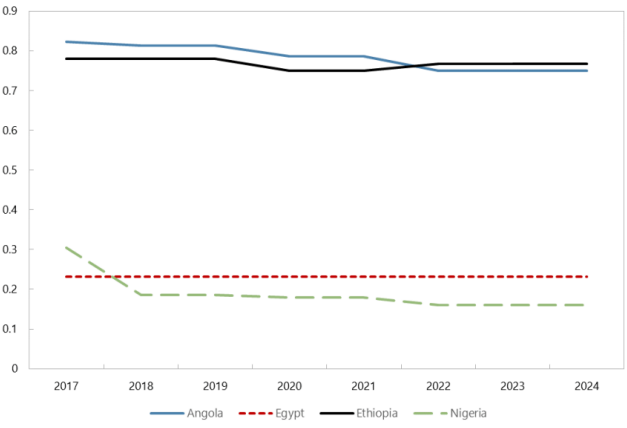
数据来源：IMF，Haver，东北证券；
注：T 代表实施重大汇率调整当月

图 40：部分非洲国家实际有效汇率指数



数据来源：IMF，东北证券；
注：T-12=100，T 为汇改当月

图 41：部分非洲国家金融账户限制指数



数据来源：IMF，东北证券

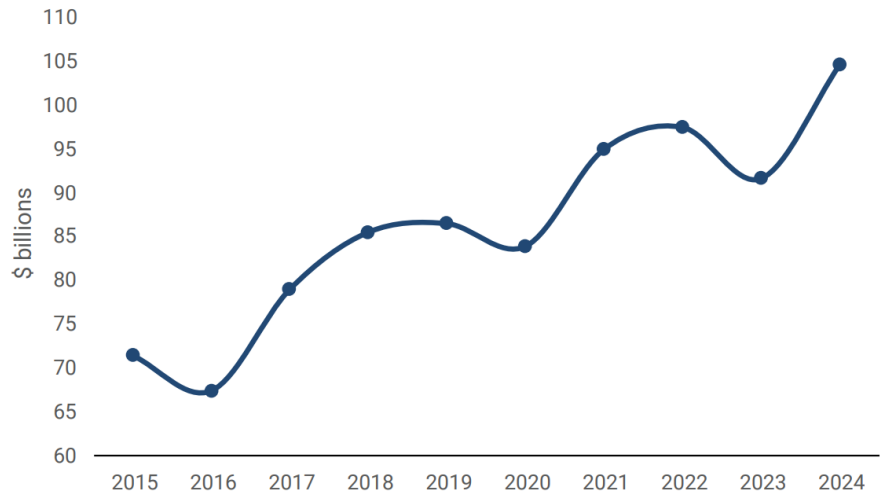
仅供内部参考，请勿外传！

3.2. 侨汇：规模显著增长，转账成本高昂

非洲侨汇规模增长迅速，2024 年达 1046 亿美元。得益于侨民接纳经济体经济表现强劲、货币环境趋于稳定，2021 年~2024 年非洲侨汇流入规模年均增长 10.1%，总量升至 1046 亿美元，持续改善区域经常账户收支。2024 年侨汇流入规模位居前列的国家分别为埃及（296 亿美元）、尼日利亚（213 亿美元）与摩洛哥（125 亿美元）。

非洲跨境侨汇转账成本高。尽管侨汇仍是大量非洲民众的重要生计来源，但非洲跨境侨汇转账成本相较于其他地区仍处于极高水平。2024 年 11 月，向非洲汇出 200 美元资金的平均转账费率为 8.22%，而全球平均费率为 6.5%。2025 年一季度，通过银行渠道办理侨汇转账的平均费率达 21%，非银行渠道转账费率为 6.3%。马拉维的侨汇转账成本最高，费率达到 44.5%；紧随其后的是安哥拉（16.4%）与博茨瓦纳（14.9%）。

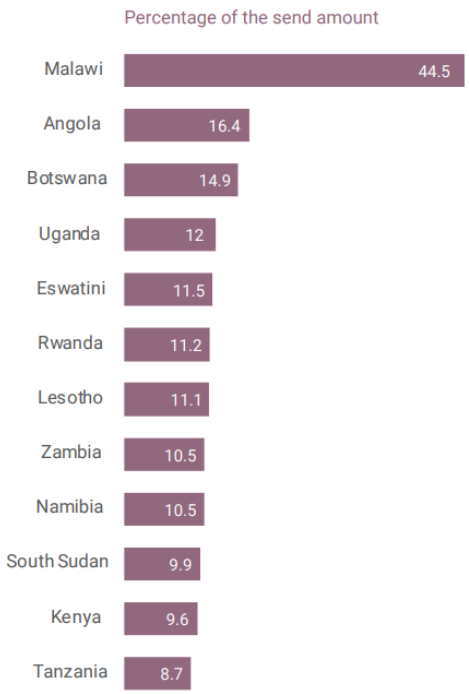
图 42：非洲侨汇总流入规模情况



数据来源：联合国，Remitscope，东北证券

仅供内部参考，请勿外传！

图 43：非洲部分国家汇款平均转账成本（银行及非银行渠道）



数据来源：联合国，Remitscope，东北证券；注：统计时段为 2025Q1

仅供内部参考，请勿外传！

4. 投资建议

重视非洲地产链机遇，关注海外产能落地顺利标的。水泥市场因运输半径限制市场区隔显著，不同地域市场景气度差异大，高景气市场的属地优势产能价值巨大。重视撒哈拉以南非洲等需求长期空间大、增长确定性强的海外新兴市场机遇。另外，目前中国水泥行业工程师红利显著，收并购后增效预期明显，关注国际并购项目推进。

关注非洲细分区域市场宏观经济发展情况与本币汇率走势。撒哈拉以南非洲城镇化与基建需求长期具备增长潜力，为水泥产业提供广阔发展空间，但同时需考虑区域内多数经济体抗波动能力偏弱，经济增速、本币汇率易出现阶段性震荡，将直接影响基建项目推进节奏与中资企业海外业务经营汇兑收益。



仅供内部参考，请勿外传！

5. 风险提示

宏观经济风险：水泥行业周期性特征显著，其需求与全球及目标市场国家的宏观经济走势高度相关，宏观经济波动、增速放缓将直接导致水泥需求下滑，进而影响相关公司的产品销售量和销售价格。受全球通胀、货币政策调整、债务压力等因素影响，部分国家经济复苏乏力，基建投资缩减、房地产市场低迷，叠加新兴市场货币贬值、购买力下降等问题，给出海企业的营收和盈利带来不确定性，同时也可能联动影响原料、物流等环节成本，进一步加剧经营压力。

海外业务风险：当前国际形势复杂，地缘政治冲突、经贸纠纷、金融市场动荡、大宗商品价格震荡等因素加大了世界经济发展的不稳定性和不确定性风险，加之不同国家政治、经济、社会、宗教等复杂多样，法律体系也不尽相同，以及外汇储备、汇率波动等多种不确定性因素，都会给相关公司的国际化经营发展带来挑战。

竞争格局风险：撒哈拉以南非洲等水泥市场目前整体盈利性较优，但后续风险逐步显现。随着市场红利释放，大量新产线投产及原有产线技改升级，若产能释放速度超过需求增长，将出现供需恶化局面。同时，国际巨头与本土企业加大布局，市场竞争加剧，部分企业可能采取低价竞争策略，加之优质资源和渠道被先进入者占据，行业整体盈利能力或将下降，竞争力较弱的出海企业面临市场份额流失风险。

原料成本上涨：水泥是能源依赖性产业，煤炭和电力成本在熟料生产成本中占比较高。受海外局势、供需格局、政策等多方因素的影响，能源市场仍存在诸多不确定性。另一方面，在“双碳”目标下，能耗、降碳、安全、环保、超低排放及矿山整治等要求不断提高，相关公司需要不断加大技改投入，致使各项生产要素成本增加。

仅供内部参考，请勿外传！

研究团队简介：

濮阳：上海交通大学金融学硕士、金融学本科。曾作为建材、公用事业分析师，在长城证券、西南证券、兴业证券任职。曾获2022年东方财富最佳分析师建材前三名、2021年金牛最佳分析师建材第五名、2021年上半年东方财富最佳分析师建材第一名、2021年东方财富最佳分析师建材第三名。2022年7月加入东北证券，现任东北证券建材组首席分析师。

庄嘉骏：北京大学金融硕士，中山大学地理科学本科，曾任职于华为、思为科技。2022年加入东北证券，现任建材新材料分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

仅供内部参考，请勿外传！

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630