

多伦多矿企融资中心地位为何魅力不再？

中国金属矿业经济研究院 周匀

今年3月，加拿大能源及自然资源部长威尔金森在加拿大多伦多举行的加拿大勘探与开发者协会大会上宣布延长矿产资源勘探税收抵免政策（英文简称为“METC”）。这一举措背后的残酷现实是，过去数月内，锂阿公司（Lithium Argentina AG, 2024年11月迁至瑞士）、索莱瑞斯资源公司（Solaris Resources Inc. 2024年11月迁往厄瓜多尔）和法尔肯能源（Falcon Energy Materials Plc. 2024年12月迁至迪拜）等企业相继撤离加拿大；这些企业不仅调整了上市地点，还实际转移了注册地和运营中心。巴里克黄金这样的矿业巨头亦在考虑迁址美国。数据显示，多伦多证交所矿业上市公司数量已经从2010年的1531家（占全球56%）降至2025年初的1097家（占40%），融资规模缩水超50%。多伦多证交所的困境既是资本市场结构性危机的映射，也是全球资源权力转移的缩影。

一、历史根基动摇：从资本引擎到结构失能

（一）传统优势的黄金时代

20世纪后期，多伦多证交所凭借TSX/TSXV（多伦多证券交易所及其创业板的官方简称）独特的风险勘探融资机制成为全球矿业资本引擎。其核心竞争力源于三大支柱：

政策激励。15%矿产勘探税收抵免（简称“METC”）吸引全球初级矿企纷至沓来。

资源禀赋。加拿大本土金、铜、锂储量支撑了 40% 的全球矿业上市资源。

专业生态。覆盖勘探、法律、金融的全产业链服务网络。

（二）结构转型的阵痛期

2010 年以来，多伦多证交所矿业生态加速衰退，具体表现在：

上市资源流失。据统计，2010-2025 年，TSX/TSXV 上市矿企减少 434 家，**IPO 融资额从 12.6 亿美元（2010 年）降至零（2024 年）。**

商业模式失效。大宗商品繁荣期（2008-2013 年）的激进扩张导致矿企负债率超 70%，市场开始陷入“债务-融资”死循环。

政策边际效应。上述宣布的 METC 延期仅覆盖勘探阶段，但无法解决中后期项目资金缺口（如基建基金仅支持成熟矿山）等问题。

（三）典型案例：Solaris 资源“双重撤离”

2024 年 1 月，Solaris 计划向紫金矿业出售厄瓜多尔 Warintza 铜矿 15% 股权（价值 1.3 亿美元），但因加拿大外资审查受阻，交易于 5 月终止。11 月，该公司宣布将总部迁往瑞士，并分拆非核心资产。这一事件凸显政策限制与资本流动的矛盾：加拿大既依赖外资，又以“国家安全”名义排斥关键合作。

二、融资生态崩解：从主动造血到被动失血

（一）初级矿企的生存危机

TSXV 板块超 1/3 企业现金储备不足 20 万美元，低于年均 30 万美元的上市维护成本。例如，**阿尔蒙蒂工业 (Almonty Industries)**，因韩国钨矿开发资金缺口，2024 年 12 月迁往新加坡。康沃尔金属 (Cornish Metals)，因英国锡矿项目融资困难，2025 年 1 月启动迁址评估。

(二) 资本市场的结构性转向

被动投资兴起彻底颠覆传统模式，具体表现在：

基金规模逆转。主动管理型资源基金规模从 2015 年 220 亿加元降至 2025 年 80 亿加元，黄金 ETF 资产同期则增长 300%。

融资门槛抬升。机构投资者对矿企市值要求从 5000 万加元升至 2 亿加元，80% 的 TSXV 企业因达不到这一要求而被排除在外。

(三) 政策“千刀万剐”效应

外资管制。2022 年《加拿大投资法》修订后，中资参与项目受阻（如中矿资源退出锂矿合作）。

税制争议。2024 年资本利得税上调计划导致流通股投资锐减 30%。

养老金缺位。加拿大养老基金项下本土矿业投资占比不足 1%，远低于澳大利亚的 4.5%。

三、全球竞争重构：纽约崛起与新兴枢纽虹吸

(一) 纽约的资本集聚效应

纽交所通过制度创新不断蚕食多伦多证交所份额，具体体现在：

双重股权结构。吸引 Allied Gold 等新兴矿企（2024 年

IPO 募资 5.2 亿美元)。

指数红利。纳入标准普尔 500 指数为巴里克黄金带来年 3-5 亿美元被动资金流入。

政策协同。美国《通胀削减法案》要求关键矿产本土化，推动巴里克黄金将新项目全部布局美国。

(二) 新兴枢纽的“三位一体”优势

迪拜、新加坡通过“资本-资源-政策”组合颠覆格局，具体体现在：

阿布扎比：50 年所得税豁免吸引法尔肯能源（2025 年 1 月与恒胜石墨合作摩洛哥负极厂）。

厄瓜多尔：主权基金直投模式使索莱瑞斯资源迁址后获 2 亿美元开发贷款。

(三) 巴里克黄金的战略迁移逻辑

作为全球第二大金矿商，巴里克黄金的迁址考虑具有风向标意义：

资源重心：内华达州项目贡献其 50%产量，新矿 100%位于美国。

政策红利：美国联邦补贴可降低 15%开采成本；

资本便利：纽交所流动性比 TSX 高出 40%。

四、结论：多伦多证交所的衰退本质与全球矿业秩序重构

多伦多证交所作为矿业融资中心的衰退，远非单一市场周期或政策失误的结果，而是全球资源权力格局、资本流动范式与地缘政治博弈三重变革下的必然产物。其背后折射出

多重维度的深层矛盾：

（一）资源民族主义与资本全球化的冲突

加拿大对外资审查的强化（如 2022 年《投资法》修订），表面上是对“国家安全”的防御，实则暴露了资源主权与全球化资本需求的根本性矛盾。还是以 Solaris 与紫金矿业的交易失败为例，加拿大既要依赖外资来填补初级矿企的融资缺口，又试图通过限制中资参与确保资源控制权，这种“既要又要”的策略导致政策信号混乱。其结果是：本土企业陷入“融资孤岛”，而国际资本转向迪拜、新加坡等政策确定性更高的枢纽。这种矛盾本质上是全球化退潮下，资源民族主义抬头的缩影——各国在关键矿产领域加速“圈地运动”，但资本却因政治风险加剧而选择用脚投票。

（二）矿业资本从“风险偏好”到“避险优先”的范式迁移

过去十年，被动投资工具（如黄金 ETF）的崛起，标志着矿业资本从高风险勘探转向低波动资产。这一转变对多伦多证交所的打击尤为致命：TSXV 平台上 80% 的初级矿企市值低于 2 亿加元，难以满足机构投资者的避险门槛。更深层的影响在于，资本“脱实向虚”削弱了矿业创新的根基。以厄瓜多尔主权基金直投 Solaris 的模式为例，政府资本直接介入项目开发，虽能缓解短期融资压力，却可能导致勘探技术积累断层——毕竟，初级矿企的“高风险试错”曾是加拿大发现巨型矿床的核心动力。当资本只愿为确定性买单，矿业创新的土壤必然不复存在。

（三）地缘政治裹挟下的资源价值链重构

美国《通胀削减法案》要求关键矿产“本土化”，不仅推动巴里克黄金等矿业巨头将产能转移至美国，更重塑了全球矿业的价值链分工。多伦多证交所的困境在于：它既无法像纽约那样凭借政治影响力获取补贴红利，又难以像迪拜那样以税收豁免吸引中资合作。这种“夹缝地位”使其沦为大国资源博弈的“缓冲区”。例如，加拿大试图通过税收抵免政策延长本土勘探激励，但其效果却被美国耗资达 3700 亿美元的清洁能源补贴轻易抵消——后者直接绑定矿产本土化要求，形成对资本和企业的“虹吸效应”。

（四）技术革命与 ESG 合规的双重挤压

区块链、AI 勘探等技术的普及，正在瓦解传统矿业融资的物理边界。如若不能建立数字化资产交易平台，将失去对新兴资本的吸引力。与此同时，ESG 标准从“加分项”变为“入场券”，进一步推高合规成本。多伦多证交所上市的本土矿企的碳排放强度比澳大利亚同行高 20%，而养老基金因 ESG 压力拒绝注资，形成“绿色悖论”——既要低碳转型，却无资金支持。

五、未来：生存窗口与战略突围

多伦多证交所若想避免沦为“次级节点”，需要在五年内完成三项突破：首先是重塑政策信用，设立外资审查“负面清单”，明确国家安全边界，避免将商业合作泛政治化；其次是将资本—技术—ESG 三位一体化，发行“绿色勘探债券”，将碳足迹数据纳入矿权估值模型，吸引 ESG 导向基金；

再次是嵌入美国供应链。借助《美墨加协定》争取关键矿产“友岸外包”资格，成为北美电池产业链的中间枢纽。若继续在保护主义与技术保守中摇摆，多伦多证交所恐将重蹈伦敦金融城的覆辙——从全球中心沦为区域配角，而资源权力的天平将彻底倒向其他地区。