

以“商权”撬动大宗商品市场“控制权”

——三井物产发展模式研究及对大型流通企业的借鉴

五矿发展 王则衡 汪佳琳

摘要：在全球大宗商品市场，以三井物产为代表的日本商社，以商权参与全球大宗商品市场竞争，通过小比例参股海外矿山获取资源包销权，布局航运物流确保供应链安全，并借助多样化手段实现资金融通，成功实现大宗商品产业链布局。其主要做法对国内产业链供应链安全保障与流通业务发展有着积极的借鉴意义。

“商权”即商品的使用价值与投资价值，以“商权”为中心，即看重投资目标的商业价值与其在产业链中所起到的作用。在全球大宗商品市场，日本商社的影响力和控制力不可小觑，大部分世界级矿山背后都有日本商社的身影，商社以“商权”保障了日本国内资源的安全供应，并获取了超额利润。

一、日本综合商社及三井物产发展概况

综合商社作为日本独特的商业体制，拥有悠久的历史，可追溯至明治维新时期。明治政府鼓励发展商业，三井、三菱、住友等家族以商促产、以产促商，不断拓展业务版图，历经百年发展形成影响力，逐步控制日本经济命脉。第二次世界大战后，日本综合商社被强制解体，直至二十世纪五十年代，日本经济基本恢复，受到管制的贸易朝着自由化的方向发展，日本综合商社再一次实现发展。¹

区别于其他类型的企业组织，综合商社往往背靠财团、渗入实业，形成了贸易流通企业+实体产业+金融机构相互较链的“铁三角”商业布局。以三井财团为例，三井住友银行是其中重要的金融企业；三井物产则定位为综合商社，商船三井主要从事航运流通业务，履行贸易流通职能；三井造船等则为实体企业。企业间相互持股，形成你中有我、我中有你的合作关系，形成了独具特色的日本商业模式。

三井物产的使命定位于服务日本国内经济建设与产业资源保障，并在海外资源控制上发挥了不可或缺的作用，是最早一批投资于海外矿产的日本企业。三井物产设有七大核心业务板块²。其中，矿产金属资源板块主要子公司14家，员工634名（占公司人数的1.39%），不含子公司仅有278人。据三井物产年报（截至2020年3月31日）披露，三井物产年度营业收入68850亿日元（约合人民币3992亿元人民币³），归母利润3915亿日元（约合人民币227亿元），员工合计45624人，而矿产金属资源板块就贡献了1833亿日元（约合人民币106亿元）的归母利润，占三井物产整体利润总量近半，既保障了日本国内的资源供应，同时获取

¹ 参考自《日本综合商社的发展历程及相关支持政策》作者：商务部流通产业促进中心 赵红星

² 分别为：钢铁制品、矿产金属资源、能源、机械与基础设施、化学工业、个人生活用品与创新、创新与企业发展这七大业务板块。

³ 本文汇率均按5月29日汇率计价，1人民币约17.2457日元。

了规模利润。⁴

二、三井物产发展的“商权”之道

正如国内改革开放之后对资源日益增长的需求态势，日本战后经济的高速发展对金属矿产资源提出了较高的需求。但日本自然资源匮乏，多种资源依靠国外进口，在这种形势下，日本综合商社发挥贸易流通功能，在全球投资矿产资源，以签订长期购买协议为基础，综合运用多种手段实现对矿产资源“商权”的控制，稳定国内矿产资源供给。

（一）扭住“龙头”控资源，小比例参股获得包销权

三井物产早在上世纪七十年代便开始投资海外矿山，投资方式包括买方代理、权益投资与参与管理，在资源品种上尤其看重铁矿资源，主要策略是：一是关注世界级矿山项目，依托丰富的铁矿石资源与成本竞争力，扩张与发展已有资产，增强盈利基本盘，由此可降低风险，为未来发展提供一定的保障。二是巩固与三家铁矿石供应商关系，维持均衡投资组合。三是持股比例较低，通常在 10% 以下，以较低的份额维持商业联系，在保障资源获取的同时不易引起矿山对控制权的担心。四是通常与其他日本商社形成合资企业或共同参股投资，以此降低风险，互利共赢。简而言之，就是扭住“龙头”（三大矿），全面参与全球铁矿石资源布局。

早在 20 世纪 70 年代，三井物产便成立三井物产铁矿石发展公司，参与罗布河铁矿石合资公司（Robe River Iron Ore Joint Venture），2000 年力拓收购原合资公司运营方。依托力拓与合资公司自有铁路与港口，其成功实现了铁矿石自 West Angelas 矿到船只的运输过程。目前，在合资公司中，力拓公司持股 53%，三井物产铁矿石公司持股 33%，新日铁持股 14%；三井物产与必和必拓的合作相对较多，目前在澳大利亚皮尔巴拉地区有四个合资项目，如下表。2021 年 6 月 2 日，三井物产达成协议收购必和必拓的 Western Ridge 铁矿床 7% 股份（必和必拓和伊藤忠商事将分别拥有 85% 和 8% 的股份）。Western Ridge 由位于西澳大利亚皮尔巴拉地区的四个露天铁矿组成，具有很强的成本竞争力。

表 1：三井物产投资必和必拓海外铁矿一览表

项目名称	地区	财年 权益产量 (2020 年 3 月)	股东方	收入确 认方式
Mt Newman Joint Venture	澳大利 亚	总产量约 1940 万吨	必和必拓持股 85% 三井-伊藤忠铁矿石 持股 10% 伊藤忠矿业能源澳 大利亚持股 5%	合并法， 部分通 过分红 计算。
Yandi Joint Venture	澳大利 亚		必和必拓持股 85% 伊藤忠矿业能源澳 大利亚持股 8% 三井物产铁矿石持 股 7%	

⁴ 本文汇率均按 5 月 29 日汇率计价，1 人民币约 17.2457 日元。

Jimblebar Joint Venture	澳大利亚	必和必拓持股 85% 伊藤忠矿业能源澳大利亚持股 8% 三井铁矿石勘探开发持股 7%
Mt Goldsworthy Joint Venture	澳大利亚	必和必拓持股 85% 伊藤忠矿业能源澳大利亚持股 8% 三井物产铁矿石持股 7%

数据来源：三井物产 2020 年综合报告

2003 年，三井物产投资淡水河谷（Vale）母公司（Valepar S.A），拥有其 15% 的股份。随着淡水河谷与其母公司的合并，目前三井物产占淡水河谷股份比重约为 5.4%。作为淡水河谷的股东，三井物产在稳定铁矿石资源的同时，获得稳定的分红与相应的贸易收入。除铁矿石外，三井物产积极投资铜矿、镍矿与煤矿，合作方包括英美资源、嘉能可、住友金属矿山株式会社等。

（二）把住“航道”建物流，保供应链安全可控

三井物产主要以参股形式投资产业链企业，而不参与其实际运营，但在物流方面却加大自主控制力度。商船三井是目前全球最大的干散货航运公司之一，同时商船三井也是目前全球最主要的铁矿石海运商之一，中国很多大型钢铁企业的承运方都是商船三井。

2003 年，商船三井与全球最大的钢铁企业宝钢签署长达 15 年合约期限的澳大利亚铁矿石委托协议，2004 年又与宝钢签订 20 年巴西铁矿石运输协议⁵。2005 年 4 月，商船三井与鞍钢签订 3 年期巴西铁矿石运输协议，2009 年又与鞍钢集团续签了铁矿石长期海运协议。商船三井有底气与中国大钢厂签署长达 20 年的运输协议，不仅在于三井财团对上游矿山资源端的掌控力，还在于商船三井自身雄厚的运力基础。

（三）依托“融资”配服务，以资金提升链条粘性

三井物产一手托资源、一手托物流，在商权控制上则通过资金融通构建更紧密的关系，“资金”成为与客户建立长期合作的“粘接剂”。

三井物产主要融资政策包括：一是通过金融机构（包括国内寿险公司与银行）或通过公司债进行融资，以获取长期资金。值得一提的是，三井物产 38.37% 股份被金融机构所持有。三井物产通过与国内外金融机构保持长期的、多维度的合作关系，实现了长期的资金获取。二是通过政府金融机构及项目融资方式满足项目大额资金需求。三是全资子公司融资并非通过金融机构，而是通过内部资金服务实现融资，通过内部金融机构与公司海外机构实现融资。四是作为上市公司通过股票实现融资。

在直接融资层面，三井物产通过债券与商业票据实现融资，截至 2020 年 3 月 31 日，三井物产进行货架注册的国内债券达 2100 亿日元（约合人民币 122 亿元），三井物产已发行的欧洲中期票据金额高达 261 亿日元（约合人民币 15 亿元）；三井物产通过参与海外金融市场实现资金融通，如三井物产（美国）股份有限公司发行价值 15 亿美元的国内商业票据，三井物产金融服务（欧洲）有

⁵ 参考自《三井帝国在行动——揭开日本财团的中国布局》第二节 向全方位和纵深发展 白益民 中国经济出版社

限责任公司发行总价值达 15 亿美元的欧洲商业票据。⁶与此同时，一大部分的有息负债以日元或美元计价，考虑到利率与资产货币，三井物产积极通过各类外汇、利率金融工具对冲风险。

除此之外，三井物产与其他日本企业亦可自政府金融机构获取资金与服务。日本国际协力银行（JBIC）以补充民间金融机构业务为出发点，其职责中便包含了“促进日本在海外重要资源的开发和获取”。2013 年，在与必和必拓合作的金布巴铁矿石项目中，三井物产与伊藤忠均通过日本国际协力银行实现融资；2014 年，日本国际协力银行协同部分私有金融机构为三井物产提供贷款，主要用于 West Angelas 铁矿的产能扩张与物流设施建设。2017 年，日本国际协力银行为三井物产纳卡拉物流项目提供 10.3 亿美元融资（共 27.3 亿美元），剩余部分由民营企业提供，其中包括三井住友银行与三井住友信托银行⁷。

日本石油天然气·金属矿物资源机构（JOGMEC）是为解决日本企业海外资源投资问题所设立的机构，可提供情报、资金、技术等领域的支持。2016 年，JOGMEC 与三井松岛株式会社形成合营公司，共同开发澳大利亚东部的煤炭项目。⁸

日本贸易保险（NEXI）为全资国有机构，可为不被商业保险所覆盖的对外交易提供保险。⁹在三井物产纳卡拉物流项目中，日本贸易保险便为私有金融机构所提供融资进行保险。

三、三井物产“商权”控资源模式带来的启示

（一）以小额参股模式获取商权，稳定资源供给

相比于日本商社，国内企业在海外矿产收购中，收购比例更高、且更偏爱单独收购。而国内外在文化背景、法律制度、人员雇佣等层面存在差异，如何合规收购、建设与运营海外矿山便成为国内企业需面对的问题。

对此，中央企业可参考三井物产投资模式，与国内矿山运营方、港口企业、贸易企业合作，共同投资海外矿业。以实现商权为目的，同国际矿业巨头或当地矿业公司展开合作，以相对低的股比维持商业合作关系，借力外部公司规避运营风险。在保障国内核心资源供应的同时，围绕核心资源开发多种服务。学习国外矿业公司先进经验，以小比例参股，逐步提高持股比例或进行海外矿产收购。¹⁰

（二）以运力把握物流环节，控制流通渠道

商船三井通过配置不同业务类型的船舶，增强自身的运输能力，牢牢掌控大宗商品流通环节；庞大的运输团队带来规模效应降低运输成本，促进商船三井利用获得运价优势并承揽更多的业务。

根据商船三井的发展经验，参与码头建设与开发、将码头建设融为自身发展体系，与独立开设码头相比，不仅能节省资源和成本、提高运输效率，还能将码头租借给其他航运企业，从而加强产业链上各企业间的联系。

商船三井能够在干散货市场占据霸主地位的另一优势在于其背靠的三井财团在上游资源端的布局。为促进稳定发展，我国航运企业可借鉴商船三井发展经

⁶ 三井物产在其年报中特别强调，其更倾向于获得长期、稳定的资金获取，并不依赖于商业票据或短期借款这样的资金筹集方式。

⁷ 参考自日本国际协力银行官方网站 <https://www.jbic.go.jp/en/index.html>

⁸ 参考自日本石油天然气·金属矿物资源机构（JOGMEC）官方网站，<http://www.jogmec.go.jp/>

⁹ 参考自日本贸易保险官方网站 <https://www.nexi.go.jp/en/index.html>

¹⁰ 张东明. 中国企业海外矿产资源并购模式及风险分析[D]. 湖南大学, 2017.

验，构建航运业和能源业相结合的发展体系，进一步加深二者之间的关系。¹¹

（三）以多样融资模式实现融资，实现产融结合

矿产资源的并购与开发需要大量的资金保障。以淡水河谷为例，其大股东包含了资本世界投资者、资本研究全球投资者、黑石集团等金融机构，而三井物产能够布局海外优质资源原因之一便是拥有了优质且多样的融资渠道。目前，银行融资在中国企业海外矿产投资中占比较高。而在银行融资中，亦存在金融机构海外投资起步晚、信息对接不畅、银行贷款数量少等问题。

对此，中央流通企业应活用股权、债权类融资渠道，积极利用国内外金融市场；重视专业化的中介机构，通过金融与非金融中介机构获取各类专业服务；对于不确定性较强的矿产开发项目，当用好政府性质金融资源与保险工具，以此实现流通类央企在大宗领域的资金融通。¹²

¹¹ 智峤生,《国际航运市场分析及我国航运企业发展策略分析》[J],现代营销(经营版),2021,03,150-151

¹² 李秀英. 中国矿业企业跨国并购的金融支持问题研究[D].中国矿业大学,2017.