

# 依托风险管理构筑大宗商品规模发展的护城河

## ——嘉吉发展模式研究以及对大型流通企业的借鉴

五矿发展 牟昱帆 曹淑泰

摘要：近年来，中央企业在大宗商品贸易领域风险事件频发，风险管理存在“短板”。本文通过嘉吉（Cargill）发展模式对标研究，阐述了其抗御周期的核心能力—赋能价值的风险管理体系，回顾了中央企业大宗商品贸易领域存在的主要问题，分析了中央流通企业如何依托风险管理构筑大宗商品规模发展的护城河。

嘉吉公司，四大粮商之一，成立于1865年，迄今已有165年经营历史，是全球最大的粮食贸易出口商，美国最大的私人公司，业务横跨五大洲及66个国家，粮食业务长期雄居全球榜首，在中国拥有合资和独资企业多达27家。嘉吉依托风险管理推动大宗商品规模发展，对中央企业在大宗商品领域提升竞争力具有较高的参考价值。

### 一、嘉吉发展脉络及业务布局

#### （一）嘉吉发展百年脉络

嘉吉经历近两个世纪发展，其发展脉络及业务扩张就是现代资本主义在大宗商品领域的发展史。

##### 1.早期时代（1865年-20世纪40年代）：贸易起家

嘉吉成立之初，主营粮食仓储和贸易，逐步构建物流网络并开展跨境交易。19世纪末，美国恰逢西进运动，小麦和玉米主产区发生变动，嘉吉总部所在地与其邻近，粮食仓储和贸易业务得到快速发展。在美国铁路建设的高潮时期，嘉吉抓准时机，构建运输体系，使其具备庞大的交通运输能力，为日后物流发展奠定了基础。期间，美国发生两次农业经济危机，嘉吉趁机屯粮，借助战争进行海外倾销，由此开启跨国扩张之路。

##### 2.全球扩张（20世纪50年代-80年代）：构建产业链

嘉吉通过大规模并购进入谷物加工、肉类加工、钢铁和石油领域，业务种类快速增加。20世纪后半叶，美国数次发生农业危机，嘉吉逆势收购大量农产品，增强垄断势力。嘉吉还争取大量农业财政补贴，进行大规模并购重组，实现了从粮贸商到农业全产业链的蜕变，全球农业龙头地位日渐成型。随着国内业务的饱和，嘉吉借助全球贸易自由化，布局全球，经营版图多元化发展，业务种类快速增加。

##### 3.多元扩张（20世纪90年代-至今）：构建大宗商品帝国

嘉吉积极向农业产业链两端延伸，进军制盐、能源、制药产业，农业全产业链和多元化格局发展成熟。1995年以来，嘉吉一方面通过全球经验和技術，开拓农业产业链和细分领域，开发高附加值产品，巩固其农业老大地位；另一方面通过并购和合作进入电力、能源、制盐等领域，多元化产业布局，做到产业协同、分散风险。

## （二）嘉吉大宗商品领域的业务版图

**1.农业。**全球化布局、全产业链发展，涉及谷物、油籽、棉花、棕榈油和生物燃料等，尤其在谷物的培育种植、运输和加工方面拥有全球影响力，可提供一系列粮食承包和咨询解决方案、作物投入计划等服务。

**2.冶金原料。**嘉吉每年的铁矿石等原材料贸易量超过4000万吨，主要来自澳大利亚、巴西、智利、毛里塔尼亚和南非等国家。每年经营钢材贸易量超250万吨，其中近200万吨的螺纹钢和热轧卷板贸易发生在中国。

**3.金融和风险管理。**嘉吉之所以能成功规避各种金融风险 and 经营风险，要归功于其强大的资本运作能力和资金管理能力。嘉吉设有大量的金融分支机构（表1），业务范围包括在商品市场运用传统工具来进行风险管理以及代理外部投资者进行金融衍生品的交易。

表1：嘉吉金融分支机构

名称	嘉吉价值投资	嘉吉贸易与结构投资	嘉吉风险管理	黑河资产管理公司
主要职责	管理投资基金，专长是投机性价值投资	为客户提供金融风险管理和金融服务，同时为嘉吉提供资金	识别价格风险管理并开发风险管理工具来消除风险敞口	管理基金、管理母公司资金，业务类型包括对冲基金、私募基金和指数化产品

数据来源：长江证券

## 二、抗御周期的核心能力——具有赋能价值的风险管理体系

大宗商品具有显著的周期性，嘉吉能在长达近两百年的经营历程中屹立不倒，核心在于其具有赋能价值的风险管理体系。其风险管理有四个方面的特点：

### （一）风险管理体系“密不透风”

嘉吉风险管理为三级监管体系，严格的逐级报告和审批保证了公司风险实时可控。三级监管程序从下至上分别为：

**1.业务部门风险管理体系。**各业务部门24小时保持对市场的研究，及时提供研究结果和应对策略，并将风险管理数据提交给公司层面风险管理团队。

**2.公司层面风险数据研究。**负责制定风险管理方案，分配各业务部门的风险承受极限，并根据业务部门提交的风险研究报告进行风险评估和审批。

**3.公司高管的风险决策。**负责对风险报告做最终决策。

### （二）风险管理工具“琳琅满目”

嘉吉擅长以客户为出发点，利用风险管理工具，协助管理客户风险。农场契约、商品期货、场外衍生品、指数化产品、气候风险解决方案等多样化的工具和方法，极大满足了公司和客户多元化的风险规避要求。以嘉吉气候风险解决方案为例，嘉吉通过其在金融领域的深耕和农业领域的专业性，利用天气保险、天气类期权、天气类期货将天气对其作物的影响降到最低，从而减少价格风险对农场主的影响。

### （三）风险信息传递“瞬间可达”

嘉吉具备强大的情报收集能力，对物流、资金流、信息流做到全程监控，瞬时可知各国的天气信息和谷物行情。同时，嘉吉风险管理部门也并非孤立地分析单因素影响，而是将多因素综合起来，利用精密算法模型进行风险评估。如嘉吉

对各项气候指标进行实时监控和记录，再利用评估模型来预估天气因素对产量、收入和利润的综合影响。

#### **（四）风险管理能力“赋能变现”**

嘉吉认为合作对于企业供应链成功有重要意义，为此，嘉吉的做法是开诚布公、利益共享，自己在风险管理上的经验和技术与供应链上的合作伙伴分享，客户也得以结识拥有特殊知识和专长的专家团队，双方共同激发新见解，从而形成新的风险解决方案。

### **三、从嘉吉看央企大宗商品贸易风险管理“短板”**

嘉吉公司能够在高风险市场中持续稳健经营，主要得益于其在风险管理上的常期深耕和巨大投入。而正是由于忽视风险管理，中央企业在大宗商品贸易领域风险频发。典型事件有2003年中航油期货投机巨亏5.5亿美元，2013年中铁物资违规开展融资性贸易，2015年上海“钢贸圈”企业频频爆雷，2018年天津物产（地方国企）资不抵债导致破产重组等。这些在大宗商品贸易领域具有丰富经验的中央企业，出现重大问题和失误，存在的主要短板是：

#### **（一）管理层风险意识、责任意识淡薄**

嘉吉拥有多方位、多层次的风险管控体系，其中最后一道防线就是公司的管理层和决策层。中央企业如此之多地发生大宗商品贸易风险事件，一定因素在于其最终决策层缺乏对于风险的敬畏。中国铁物集团违规开展融资性贸易就是一个典型的案例。2009年到2013年期间，中国铁物集团领导人员不顾法律风险提示，主导并推广中国铁物大量开展钢材、铁矿石、煤炭等大宗商品融资性贸易，放纵风险发生。国有重点大型企业监事会向中国铁物发出“确保公司货权的安全”的《提醒函》后，中国铁物领导人员对警示置若罔闻，未采取有效措施，继续违规开展融资性业务24.4亿元。截至2014年底，中国铁物资产负债率达109.7%，所属13家子企业均已资不抵债，生产经营基本停止，造成国有资产的大量流失。

#### **（二）缺乏专业风险管理团队**

嘉吉之所以能够成为卓越的“风险管控者”，在于其打造了一支专业的风险管理团队。相较而言，中央企业缺乏对于专业、高效的风险管理团队培育和建设，由此，才会导致中航油新加坡公司在2003年违背《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，依托海外子公司进行期货盘面的单边操作，将套期保值工具违规用于投机行交易，造成巨额亏损。中央企业对于风险管理团队的建设目标，应是让企业中的风险“制造者”、风险“参与者”具备识别风险、应对风险和解决风险的能力，真正成为企业中的风险“化解者”。

#### **（三）对风险违规行为反应迟钝，监管不力**

监管有两个层面，一是企业层面的监管，二是外部层面的监管，二者缺一不可。2019年，天津物产集团出现大面积违约的情况。起初，天津物产被媒体曝光的只是流动性危机，同时，天津市政府向辖内金融机构传达了该集团贷款逾期的消息，并以此帮助天津物产寻求贷款展期，而弱化了其真实的经营状况和偿债能力的披露。天津物产作为大宗商品贸易领域的世界五百强国企，资金需求十分庞大，这也导致其每年财务费用高达上百亿元，但自身的经营状况早已无法承担，只能依靠“借新债，还旧债”来维持现状，一旦流动性枯竭，结局就是破产，导致国有资产大量流失。纵观整个天津物产破产重整事件，除企业自身风险控制不力，更有外部对于国有企业借贷政策宽容、对国有企业债务情况监管不力、风险

暴露后反应迟钝的原因。

#### 四、央企大宗商品风险管理体系借鉴

##### （一）建立全面的风险管控体系

嘉吉自上而下制定了完善、合理、监督有力的管理制度和控制制度。中央企业也需要建立全面的风险管理体系。在管理层面，细化采、销业务，聚焦客户管理、合同管理和资产管理等各项流程，明确岗位人员职责权限和责任义务，加强风险问责；在内控层面，要全面涉及交易决策、合同签订、货物权属、货品价格等风险，同时，中央企业应加强大宗商品贸易的当期监督，企业内部审计、风控、纪检监察等部门应强化对贸易管理、货权管理和货款支付等重点环节的监督检查。

##### （二）对潜在风险进行“精细化”认识

现从事大宗商品贸易的中央企业，其风险管理以制度把控为主，是单纯的依靠制度进行风险管控，缺少对真正风险的主观认识。嘉吉在制度把控基础上，更擅长对潜在风险进行“精细化”认识。以气候风险为例，嘉吉会实时监控和研究温度、极端天气、降雨量、风速等十余项同类影响指标，并将各个风险因素综合，利用精密模型来计算，据此评估农作物种植面积、单位产量和价格可能发生的变动。只有摸透、认清自身业务中存在的风险和影响因素，才能更好地进行管理。

##### （三）对风险事项进行“主动化”出击

嘉吉公司会主动利用风险管理工具来保障公司的经营效益。未来，中央企业大宗商品风险管理也可将其作为参考，积极进行行业研究，搭建研究模型，深入研究国家政策、技术革新、原材料价格、海内外事件等，预估各种因素对产品价格、产量、供需关系的影响，建立专门的金融风险团队，利用风险模型和外部风险管理工具来管理市场风险，保障经营效益。中央企业大宗商品风险管理应当从单纯依靠制度被动防守到主动利用保险、期货、期权、互换等工具来主动进攻，形成“被动+主动”的双效发展机制。