



中国航运 信托基金 操作指引与法律解读

金海◎著

抓住航运周期底部投资机遇，
金融板块与航运服务业、
高端制造业
协同共赢，整合航运产业链资源

中信出版集团

中国航运 信托基金

操作指引与法律解读

金海◎著



图书在版编目 (CIP) 数据

中国航运信托基金操作指引与法律解读 / 金海著

— 北京 : 中信出版社 , 2017.7

ISBN 978-7-5086-7707-1

I . ① 中… II . ① 金… III . ① 航运 - 信托基金 - 中国 - 指南 IV . ① F832.49-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 127351 号

中国航运信托基金操作指引与法律解读

著 者 : 金 海

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者 : 中国电影出版社印刷厂

开 本 : 787mm × 1092mm 1/16

印 张 : 22

字 数 : 312 千字

版 次 : 2017 年 7 月第 1 版

印 次 : 2017 年 7 月第 1 次印刷

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-7707-1

定 价 : 69.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线 : 400-600-8099

投稿邮箱 : author@citicpub.com

创新航运金融制度，开启国际航运新纪元

金海博士的新书《中国航运信托基金操作指引与法律解读》付梓之际，嘱我为新书写一篇序言，我既高兴，又倍感力不从心。

我和金海博士相识于2009年5月份。当时，金融危机对我国航运业、造船业冲击之大，前所未有；国务院又于4月份发布了国发〔2009〕19号文件，明确提出建设上海国际金融中心和国际航运中心这一战略任务。由于我在国际海事律师行工作过多年，2000年起在国内组织过几次航运金融方面的学术报告会，让我对航运金融有所认识。然而，这两个事件，让我认识到中国航运金融时代来了。因此，我们于2009年5月举办了第一期船舶融资高级培训班，此后的4年间，邀请国内外十余个国家的80多位专家，举办了120场高端讲座。金海就是当时第一期培训班的学员。同年，金海入读上海交通大学攻读海商法博士，研究方向即为航运信托基金。金海曾先后赴哥伦比亚大学法学院和纽约大学斯特恩商学院就读，同时他在美国北方航运基金的工作，也为他继续这一研究提供了绝佳的实务经验。

该书的出版，既具有航运金融创新的标志性意义，又具有指导实践的实用价值。除指导金海博士课题研究之外，我还指导了其他多位博士生和博士后开展航运金融领域的研究，取得了一定的创新性研究成果。之所以选择这一领域持续开展研究，源于我们对国际航运特点和发展规律的认识。

国际航运的四大特点

国际航运具有国际化、资本密集型、技术密集型和劳动力密集型四大基本特点。自改革开放开始，我国之所以能在短短 30 年左右的时间一跃成为世界航运大国，主要对接的是劳动力密集型特点，然而，今后我们不能再主要依靠人口红利来推动国际航运事业的发展。现在，国家实施工业 4.0 战略，主要对接的是技术密集型特点。但是，要引领世界航运发展，实施海洋强国战略，建成具有全球资源配置能力的国际航运中心，贡献于民族复兴，就必须对接国际化和资本密集型这两大特点。金海博士的这本专著，也是对接这两大特点的产物。

第三次世界贸易革命

从国际航运的发展规律来看，真正的国际航运始于海上贸易时代。人类社会最初的贸易形式是“一手钱，一手货”。卖方在其店铺门口将货物交付买方，买方将钱款支付卖方。因此，卖方交付货物、货物所有权转移、风险转移、买方支付对价，四者是同时在卖方门口完成的。即使是后来发展起来的异地贸易和边境贸易，也往往是卖方在异地开设店铺，自行将货物贩运到异地的店铺从事贸易，这一特征没有改变。

第一次世界贸易革命是海上贸易。最早的海上贸易始于大约 3 000 年前的地中海。当时船东、船长和贸易商往往是同一个人，尽管船上也会搭载其他贩卖货物的商人。船长购置船舶，驾船将货物贩运到地中海周边的各个港口，同时也从这些港口采购货物。船东卖货是在船上完成的，所采购的货物往往也由当地的卖方送到船上交割。因此，卖方交付货物、货物所有权转移、风险转移、买方支付对价，四者还是同时完成的。所不同的是，这四者不再是在卖方门口完成，而是在装货港买方船舶甲板上完成，这就是早期的离岸贸易（FOB 贸易）。因此，卖方的责任不再是

在其店铺门口就免除了，而是延伸到了装货港。

海上贸易所面临的主要问题是海上风险。海上航行时常会遇到大风大浪，必要时船舶必须减载，因此就要抛货。船上的商人们为了同舟共济，对于采取抛货措施没有异议，但是无论抛谁的货，谁都不愿意，这是陆上贸易不会遇到的新问题。为了解决这一问题，古希腊人创新了一项法律制度——共同海损，并于公元前9世纪将其镌刻在石碑之上，流传至今。这一法律制度的基本思想是抛谁的货由船长决定，所遭受的损失由全部得以保全的货物和船舶按照得以保全的财产的价值分摊。由于即使自己的货物没有被抛，也会因为抛了其他人的货而分摊损失，因此在海上贸易过程中发生风险几乎是必然的，从而催生了海上保险。今天全世界的保险即源于此。

希腊人创新了共同海损制度，奠定了海商法，催生了保险法，抓住了第一次世界贸易革命的机遇，成了第一个国际航运中心，其民族吃了3000年的红利。直到今天，希腊的国际航运实力依然远超我国。

随着海上贸易的繁荣和发展，贸易商不再到各个港口去采购货物，而是希望卖方将货物送到卸货港来，即进行到岸贸易（CIF贸易），这就催生了第二次世界贸易革命。此时买卖双方不再面对面地进行交易；卖方的责任不再仅仅延伸到装货港，而是进一步延伸到了卸货港；卖方交付货物、货物所有权转移、风险转移、买方支付对价不再同时完成，彼此之间出现了时间差。这一时间差导致贸易面临的主要问题不再是海上风险，而是买卖双方之间的信用风险。

英国人在几百年前完善了提单制度和信用证制度，将实物贸易转变成了单证贸易，解决了这一信用问题。与第一次世界贸易革命相同，第二次世界贸易革命通过运输法律制度创新，再一次解决了世界贸易面临的新问题。

以提单为基础的国际商务单证体系，使英国抓住了第二次世界贸易革命的机遇，成为第二个国际航运中心，成就了其日不落帝国的辉煌。

由此可见，贸易的变革催生了贸易革命，谁抓住贸易革命的机遇，

谁就能获得巨大的发展红利，引领世界发展，实现民族复兴。要想抓住贸易革命带来的机遇，就必须进行制度创新，解决贸易面临的根本性问题。贸易革命也总是伴随着国际航运中心的潮起潮落，因此，国际航运中心的核心地位和作用，不是构建集疏运体系，而是为贸易、运输和结算制定国际游戏规则，从而掌握国际话语权和定价权，成为引领世界发展的领头羊。

今天，跨境电商从根本上颠覆了传统的贸易模式，卖方的责任不再仅仅延伸到卸货港，而是进一步延伸到买方的门口。贸易正在逐步摒弃 FOB 和 CIF 模式，实现门到门的贸易，并因此呼唤门到门的运输。我国电商产业发展迅猛，为我国抓住第三次世界贸易革命这一战略机遇提供了可能。如果我们能够抓住第三次世界贸易革命带来的机遇，构建“一带一路”所倡导的互联互通网络，实现门到门的贸易和运输，改变过去 3 000 年一以贯之的国际航运交易模式和运输格局，就能实现凤凰涅槃、浴火重生，开创国际航运的新纪元。为此，按照前述 3 000 年的发展规律，要想抓住这一机遇，就必须进行制度创新。

航运金融制度创新

对接第三次世界贸易革命，开展国际航运制度创新，并不局限于航运金融这一领域。但是，为了对接国际航运资本密集型这一特点，开展航运金融制度创新，是推动国际航运发展的必由之路。

首先，航运法律决定了国际航运的话语权，航运交易决定了国际航运的定价权，而航运金融对于选择船舶登记地和所适用的法律、集聚航运资源起到了决定性的作用。因此，如果说航运金融是航运法律和航运交易的幕后推手，实不为过。

其次，受金融危机的影响，西方传统从事航运金融的银行、基金公司、租赁公司等纷纷退出这一领域，而我国经济和金融的发展，使得越来越多的银行、基金公司、租赁公司等进入这一领域。这一变化为我国

发展航运金融提供了新的市场空间。

然而，我国在船舶抵押贷款、船舶基金、船舶融资租赁、海上保险等船舶融资领域的法律制度还十分薄弱；国际传统上的航运金融游戏规则，与我国的商业文化、交易习惯和航运发展所面临的问题迥异。这些都决定了我国在发展航运金融产业时，不能照搬国际传统做法，必须进行制度创新。

航运产业受天气、自然环境的影响很大，是一个重资产服务行业，加之其国际化的显著特点，决定了航运业既非第一产业，亦非第二产业，也非第三产业，它既具有生产功能，也具有服务功能。然而，说到底，航运业是服务于贸易的，没有航运业，贸易就难以开展。当前，制约我国对外贸易发展，特别是跨境电商贸易发展的根本是国际运输体系，包括基础设施和法律保障体系，还难以实现互联互通。因此，国际航运未来的发展必须实现轻资产化，使之更符合第三产业的特性。航运企业要实现轻资产，主要依靠航运金融手段，这也决定了必须开展航运金融制度创新。

航运金融制度创新显然不局限于航运信托基金，它涉及金融服务与航运的方方面面，因此，需要航运、金融和法律界同仁的共同努力。国际经济疲软、航运市场低迷，固然对我国航运业的发展造成了深远的影响，但是，我们也应该看到，世界正在发生深刻变化，我们能否顺应这种变化，对接国家发展战略，实现“弯道超车、变道超车”，是航运事业成败的关键。金海博士的这本专著，在这方面做了有益的尝试。

赵劲松

国家社科基金重大项目

“完善我国海洋法律体系研究”首席专家

2017年5月,《中国航运信托基金操作指引与法律解读》终稿经多次修改试读已成,预计夏天即可由中信出版社出版发行了。这些年我在美国纽约大学和哥伦比亚大学游学实属不易,“流光容易把人抛,红了樱桃,绿了芭蕉”,终于有一天,我可以收藏这份线装的美丽,笔墨润泽,经年依然书香如故。

陈寅恪先生曾教诲我“士之读书治学,盖将一脱心志于俗谛之桎梏”。许多年来,我先后就读于6所大学,爱惜分阴,孜孜求学,唯最要紧的是要耐得住这寂寞的日子。拜谢许多年来一路上师长、同学、同行和知己的鼓励和帮助。

继我的两本译著《海上帝国》和《航运金融手册》由中信出版社出版后,这本书是我的第一本中文专著,历时6年写作而成,集航运、信托、基金和法律领域专业知识为一体,并与实务相结合,是目前我国航运金融领域完整理论体系的研究论述之作。

根据《海事财经》(Marine Money)的评估,从2007年至2014年,航运服务的融资总额达到了年均820亿美元。这些航运资本主要包括银行贷款、企业债券、公开股票和其他资金来源,如租赁、私募和公募资本、可转换债券和私募配售等。目前,银行信贷、出口信贷、融资租赁、首次公开募股、债券等,是比较成熟并被广泛使用的航运融资方式。其中,传统银行贷款是发展最早、使用最为普遍的融资方式。随着近年来航运业不

断发展和壮大，航运融资的方式也在不断创新并变得多样化，再也不局限于银行贷款。

全球今后3年内将存在近1 000亿美元的航运资产投资机会，包括新造船、二手船和再融资，这个假设基于我们对于目前欧洲银行动态的保守估计和观察。即使新的船舶融资机构入场，消化这近1 000亿美元，现存船舶融资机构也只会缩减现有航运资产存量的8.6%。新的船舶融资机构的总投资体量只占市场空间的一小部分，整体航运投融资市场空间巨大。

目前欧洲银行持续缩减船舶贷款，它们持有的航运存量资产大幅减少，融资行需要减记账面价值；众多欧洲银行需要满足《巴塞尔协议Ⅲ》的监管要求，防范与债务危机有关的国际风险，资本充足率标准压力巨大；大多数船舶贷款融资银行疲于降低现有手持海工资产的不良率和违约率，这进一步限制了欧洲银行对航运板块新资金的注入。

相比较而言，我国的航运投融资市场是非常活跃的，全球航运投融资市场有从西部向东部转移的明显特征。2016年我国十大融资租赁公司船舶融资金额达115亿美元，其中新造船融资约51亿美元，售后回租融资约64亿美元，这一数据较2015年船舶融资租赁市场的投放金额增加了近40%。预计2017年我国船舶融资租赁投放金额将处于120亿~150亿美元的水平。

航运融资是指船舶、航运企业凭借其资信能力在金融市场融通船舶投资资金的行为。航运融资额巨大和融资长期性决定了其内容和操作的复杂性。目前国内外航运业呈现以下特点：

(1) 航运业是资本密集型产业。

(2) 航运市场正在复苏，但是各个细分市场机会不同。

(3) 在过去的8年间，船舶融资银行持续去杠杆，这一趋势仍将继续。

(4) 有能力继续提供新船舶融资贷款的金融机构会关注那些有丰富的资源、良好的资产负债表以及身处优势细分市场的船东。

(5) 尽管银行是最大的航运资本提供机构，但对于那些有兴趣、有能力投资航运业的新资本来源而言，航运市场仍有巨大投资机会。

(6) 每一家航运投资金融机构都有一套独特的标准，寻求融资的船东必须了解每家机构的特点，从而决定选择哪一种资金来源。比如德国信贷交通银行（DVB）是目前市场上少数几家可以对单船公司贷款的船舶融资银行。

航运产业和股市、债市、汇率、利率和大宗商品市场的变化趋势相互影响，也和财政政策、货币政策、市场流动性、通货膨胀水平和国际贸易等宏观经济变量紧密联系。在研究航运产业时，要用方法论来系统研究它们的相关性，同时根据实测的宏观数据来验证，以积极主动地进行航运投融资判断、决策和配置，实现航运资产的保全、保值和增值。

航运投资不是静态的，而是和其他投资板块联动的。目前经济投资主要板块包括股市、债市、汇率和利率等。相对其他投资板块而言，根据航运波罗的海指数在历史最高点 10% 左右徘徊，是否可以考虑船舶是比较好的相对价值洼地？另外，目前股市和债市同处于下跌通道，资本逐利性驱动实物资产包括船舶资产的长期价值配置，航运投资窗口时机开始显现。

航运投融资成本和利率紧密相关。长期利率变动的一个权重因素是通货膨胀。在过去 300 年里，超级通货紧缩（物价整体下降超过 20%，某一次或者某 1 个月里物价当月翻倍）发生了 19 次。在过去 100 年里，超级通货膨胀发生了 37 次。自从 2008 年国际金融危机以来，为什么货币超发，通货膨胀通道没有打开，但是人民币利率却长期处于下行通道？依据经济逻辑，可以理解超发的货币在供给端，对应的需求端没有显著增长，伴随居民消费价格指数（CPI）下行没有驱动通货膨胀发生。

通货膨胀的预期越高，长期名义利率越高。但是就实际利率而言，受巨大的庞氏宏观债务和虚弱的实体经济拖滞，美、日和西欧国家等

主要发达国家政府负债率极高，仅其产生的利息支出实体经济就难以支撑，从而导致其中央银行被政府债务拖累，被迫大量超发货币或者实行零利率甚至负利率，而且汇率和通货膨胀/紧缩等方面的差异也可能导致各国之间的名义利率显著分化。同时，广义货币（M2）的规模由于受央行宏观审慎评估体系（Macro Prudential Assessment，简称MPA）和商业银行主管部门评判银行运营质量的评级体系（CAMELS）考核方式的制约，商业银行资产负债表的结构随之变化。在商业信贷缩小的同时，同业往来规模增加。表面上看来流动性充足，但是实际航运企业融资更加困难。

我国政府积极关注航运产业。2017年2月21日中央政治局会议提出：“要稳定和完善宏观经济政策，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。”中共中央政治局4月25日就维护国家金融安全进行第四十次集体学习。“在充分肯定成绩的同时也要看到，当前经济向好有周期性等因素，经济结构调整任重道远，面临不少挑战，必须坚持用新常态的大逻辑研判经济形势。”怎么理解“积极”的财政政策？如果财政政策积极，鼓励扩大产能，债务可能会进一步膨胀，人民币汇率同期变化，相应的航运运费也会变化，其滞后效应会影响航运资产的价格。另外，随着今年美联储加息上升通道的方向确定，为维持目前中美利差的稳定，中国央行会相应上调政策利率的概率较大，因此人民币短期利率将上行，债券市场持续下跌，影响航运企业通过债券融资的资金池容量。

航运和国际贸易息息相关。相对于服务业价格和资产价格的变动影响，汇率变动和可贸易商品也紧密相关。目前国内广义货币反映现实和潜在购买力，其增速大部分被资产和服务类商品所吸收。由于购买力下降，可贸易商品价格下跌，造成通货紧缩会推动汇率保持长期升值走势。同时，长期汇率变化会影响国际贸易结构、方向和贸易量，这些变化会产生新的机会，导致原有航线的调整和新航线的开辟。

航运资产定价没有永远的涨和跌，航运投融资必须看趋势和周期。趋势和周期并不相同，无论趋势是上升还是下降，其过程都会有周期伴

随。经济趋势反映的是潜在经济增长率的变化，潜在经济增长率是指在各种资源得到最优和充分配置的条件下所能达到的理论上最大的增长率。相比较，周期特征反映了既定潜在增速下要素利用率的变化。趋势增速的变化可以从边际回报递减的需求侧和劳动力要素引导的供给侧进一步解释。

航运周期在多重周期叠加中决定航运经济的表现。中信建投证券周金涛（2016 年过世）和广发证券刘煜辉、郭磊研究指出，世界经济周期波动由 4 个层级组成，包括最长的康德拉季耶夫周期，套着 3 个库兹涅茨周期（房地产周期），一个库兹涅茨周期套着两个朱格拉（产能）周期，一个朱格拉周期套着 3 个库存周期。从周期来看，中国经济处于一轮库兹涅茨周期的下降期、朱格拉周期的起步前段以及主动补库存周期的尾段。从历史上看，无论是经济还是利率，都受多重周期叠加的影响。具体而言，库兹涅茨周期决定产业格局，朱格拉周期决定产能伸缩，库存周期决定产量平滑。2017 年应该是美欧等发达经济体库存周期的高点，无论是滞胀还是通货紧缩都只是经济下行过程中的表现形式。从周期来看，2017 年应该是风险释放的开始。2017 ~ 2019 年将是全球经济增长基本动力的回落期，也是本轮朱格拉周期的回落探底阶段，而从更广泛的角度看，它意味着全球货币宽松时期的结束与清算，库兹涅茨周期进入萧条阶段，是中国经济周期的四周期共振低点。就航运投融资而言，危机和机遇并存，但是船舶资产投资机会因细分市场而异。

长期航运周期的经济标的物定价由供给侧和需求侧、资本流动性、产业特征、船舶技术进步和创新，以及海事组织公约和政府规定共同决定。航运业有着明显的周期，包括繁荣和低迷阶段。例如，在低迷阶段，航运业的特征为运营现金流较少、船舶价值较低、长期租约机会较少，融资资金来源和渠道较少。

航运周期是受到船舶资产的供给和需求传统因素影响的。在上百年的航运周期演变中，航运市场中供给侧和需求侧的决定因素是持续动态进化的。总结来说，需求侧的发展受到世界宏观经济、可贸易商品进出

口、平均运输距离和吨英里、地缘和政治危机、运输运营成本和货运联运方式等影响；供给侧受到世界商船规模、船队利用率、新造船订单、拆船速度、运费收入和“一带一路”政策等制约。同时，航运业各个细分市场之间的互补作用对航运业的供需关系也有着交叉影响。

因为航运具长周期的特征，在繁荣市场中新造船的交付或者在低迷市场中老旧船的拆解都需要时间，所以供给侧和需求侧的船舶运力变化必然会有时间上的滞后。一般来说，“货运高峰期和低谷期”是由非弹性需求曲线向供给曲线移动时产生的。对航运经济研究来说，遗憾的是没有两个航运周期是相似的，且繁荣期和低迷期在时间跨度上有明显的差异。

我们观察到航运产业在新常态经济走势中由资本驱动的权重日益增加。这种观察基于目前船舶制造大型化，呈现资本密集型特征。比如最大、最复杂的液化天然气船和大型集装箱船的造价都是以亿美元为单位，全球船队的总体价值也以万亿美元为单位。从历史上说，银行为航运业提供了主要资金支持，但是面对众多的约束规定，银行再提供资金支持的意愿较小，而新资本进入航运业的意愿非常高，资金形式和通道广泛。这种观察也是符合目前低迷航运周期特征的，具体表现为有较高的准入壁垒，个别细分市场比如干散货市场控制力高度碎片化，大多数的航运企业都是未评级的中小型企业，处于行业整合早期状态和在大产业周期压制下的补库存周期的局部波动中。虽然大宗商品的品种结构和地缘结构会引起价格波动，但是做出航运业总体复苏的结论还为时尚早。

由于航运业具周期性特点，也由于船舶资产的价值巨大，长期租约的配置会产生稳定的现金流，航运资产特别适合长期价值投资配置，也适合在资本市场上的资产证券化。航运公司以及投资者需要在整个航运周期的低成本区间购置船舶资产，投资者需要在整个航运周期的低成本区间进行航运公司股权投资，以降低平均成本，获得长期稳定的收益。在公司治理机制上，管理团队必须把投资者的长期利益放在首位，这样

才能一起营造一个强大的航运环境，在其中可持续地健康发展。

夏天来了，鸟鸣晨风暖。我静静站着，发现了世界，世界也染绿了我，忆起往昔啼笑。继续奋力向前奔跑吧！我的2017年。

金 海

自记于立夏早晨的上海

2017年5月5日

第一章 航运投资实务及理论概要	1
第一节 市场机遇与风险	1
第二节 航运投资策略与风险管理	33
第三节 理论问题及法律障碍	56
第二章 中国航运信托基金的法律地位	83
第一节 中国航运信托基金概念的界定	83
第二节 中国航运信托基金的法律性质	106
第三节 中国航运信托基金的法律关系	113
第三章 中国航运信托基金信托财产所有权归属	163
第一节 中国航运信托基金信托财产物权理论分析	163
第二节 信托财产所有权的行使方式	189
第四章 中国航运信托基金受托人谨慎义务	193
第一节 中国航运信托基金受托人谨慎投资义务	193
第二节 受托人经营信托财产之谨慎退出	207
第三节 中国航运信托基金受托人谨慎义务之监督	238