

## 银行金融法律

### 千呼万唤始出来，犹抱琵琶半遮面：一文看懂银行“纸原油”业务

作者：宛俊 | 廖瞰曦 | 郭尹捷

2020 年以来，受新冠疫情和多变的国际局势影响，国际原油价格发生剧烈波动并屡屡创下“新低”，原油市场的剧烈波动引发了大量关注，不少散户投资者抄底热情高涨，国内的原油类基金和银行账户原油交易业务（又称“纸原油”业务）一时间异常火爆，原油类基金更是一度暂停申购。然而，“交易有风险，投资需谨慎”，随着芝加哥商品交易所集团 WTI 原油 5 月期货合约官方结算价低至-37.63 美元/桶，许多投资者遭受了很大损失，引爆社会各界热议。

本文无意于评价此类业务本身的合规性以及相关各方的责任分配问题，仅希望结合公开渠道的信息梳理并分析银行“纸原油”业务的基本机制、性质和相关法律问题。

（友情提示：如您对原油及金融衍生产品了解不多，建议配合阅读文末的附件——相关金融术语解释，以便更好地理解“纸原油”业务。）

#### 一、“纸原油”业务的基本机制

“纸原油”业务并非最近才出现的金融产品，自 2013 年起，各银行便陆续推出了各类与原油相关的账户计价业务，一般统称为“纸原油”业务。根据我们从公开渠道收集的各银行“纸原油”业务协议以及各银行的官方介绍，我们理解，该业务的基本机制如下：

<b>业务概述</b>	“纸原油”业务实际上是由银行向投资者提供买卖报价，以账户记载的形式与投资者完成原油合约买卖的交易，最终使得投资者实现做多或做空原油商品的目的。
<b>挂钩资产价格</b>	参考境外原油期货（WTI原油期货合约和Brent原油期货合约）报价。
<b>交易起点数量</b>	0.1桶。
<b>交易报价</b>	银行会综合考虑国际商品价格走势、交易头寸及市场流动性、汇率等因素后，在价量平衡的基础上开展对客报价，因此， <b>报价并不完全等于挂钩资产（境外原油期货）的价格，境外原油期货价格仅为报价的参考因素。</b>
<b>交易标的</b>	交易标的为银行参照相关期货交易所惯例统一制定的合约。
<b>开仓</b>	又称建仓或开盘，指客户买入或卖出合约的操作行为。分为买入开仓和卖出开仓，分别对应做多（看涨）和做空（看跌）。
<b>平仓</b>	又称平盘，指客户建立一个与原开仓合约交易方向相反的合约，从而完成对于原开仓合约的结算。
<b>强制平仓</b>	客户账户中的保证金比例低至银行规定的一定比例以下时，银行将对客户的持仓强行平仓。
<b>现金结算</b>	“纸原油”业务通过反向操作来实现平仓，均为现金结算，不涉及实物交割。
<b>无杠杆</b>	“纸原油”业务均为全额交易，无杠杆。

（更多“纸原油”业务涉及的金融术语详见附件）

## 二、“纸原油”业务的性质

目前，市场上关于“纸原油”业务的性质认定并未达成一致，“变相期货交易”、“银行理财业务”、“金融衍生产品业务”等观点众说纷纭。

### （一）“纸原油”是期货吗？

根据《期货交易管理条例》的相关规定，期货交易的交易标的应当是标准化的期货合约（或期权合约），且必须在合法设立的期货交易所进行交易，即场内的标准化合约交易。

不可否认的是，“纸原油”业务中客户买卖的标的也是合约，是银行参照相关期货交易所惯例统一制定并对客户发布的合约，但其本质上属于客户与银行两方之间的 OTC 场外合约，而非场内的标准化合约。同时，与期货交易所同时支持实物交割和现金结算不同，“纸原油”业务仅支持现金结算。最后，实践中期货交易通常具备杠杆特征，而“纸原油”业务采用的是全额交易的无杠杆模式。因此，我们理解，从法律法规和市场实践两个维度考虑，“纸原油”应不属于常规意义下的期货范畴。

### （二）“纸原油”是银行理财产品吗？

根据《商业银行理财业务监督管理办法》的相关规定，理财产品是指商业银行按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的非保本理财产品；理财业务是指商业银行接受投资者委托，按照与投资者事先约定的投资策略、风险承担和收益分配方式，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。

首先，“纸原油”不具备银行理财产品的“代客投资和管理”特点。根据目前的公开渠道信息，关于“纸原油”的投资决策均由客户在业务规则框架内自行决定，银行在此过程中并不干预，这与银行理财产品的“代客投资和管理”特点明显不同。

其次，“纸原油”无“托管安排”。根据《商业银行理财业务监督管理办法》的规定，“商业银行应当选择具有证券投资基金托管业务资格的金融机构、银行业理财登记托管机构或者国务院银行业监督管理机构认可的其他机构托管所发行的理财产品”，但在“纸原油”业务下，核算原油数量的交易账户、核算资金的资金账户、保证金账户等均直接在银行开立，并无任何第三方“托管安排”。

最后，《商业银行理财业务监督管理办法》第12条明确提出，“商业银行总行应当按照以下要求，在全国银行业理财信息登记系统对理财产品进行集中登记……”根据我们于2020年5月7日在全国银行业理财信息登记系统（<https://www.chinawealth.com.cn/zzlc/jsp/lccp.jsp>）的查询，各银行目前均未就“纸原油”业务的相关产品进行登记，一定程度上体现出银行也未将该类产品列为银行理财产品进行处理。

综合上述分析，我们倾向于认为“纸原油”应不属于银行理财产品。

### （三）纸原油是金融衍生产品吗？

衍生产品起源于金融领域，一般认为，通过衍生产品交易可以锁定未来价格达到套期保值或投机的目的。根据《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》第3条，“衍生产品是一种金融合约，其价值取决于一种或多种基础资产或指数，合约的基本种类包括远期、期货、掉期（互换）和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的混合金融工具。”目前，市场实践中利率（包括存贷款利率、国债、企业债、票据等）、汇率、大宗商品、信用和权益这五大类资产是衍生产品交易的基础资产。

根据目前公开渠道的信息，我们倾向于认为“纸原油”属于金融衍生产品，原因在于：

1. **“纸原油”合约的价值取决于境外原油期货：**客户向银行买入的“纸原油”合约价值挂钩对应的境外原油期货，具备了衍生产品的基本特征，即“价值取决于一种或多种基础资产或指数”，且价值波动与挂钩的境外原油期货价格具有高度的相关性；
2. **“纸原油”合约实际上是银行与客户之间的金融合约：**如《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》第3条所述，从法律性质上，金融衍生产品是一种金融合约，属于双方当事人达成的合意，是双方意思表示达成一致的合同安排；在商业效果上，金融衍生产品是一种风险管理工具，由于不同主体对于风险的认识不同，通过金融合约的方式实现风险在不同主体间的转移，以达到规避风险或投资的目的。“纸原油”合约一定程度上满足了前述特征，尽管银行可能将通过其他交易对冲其在“纸原油”合约项下的风险敞口，但就“纸原油”合约本身而言，其实际上属于银行与客户之间达成的以境外原油期货为挂钩基础资产的两方金融合约，实现了原油价格风险在银行与客户之间的转移。

值得一提的是，银行为对冲其在“纸原油”业务项下的风险敞口，我们猜测，银行有可能会先在内部轧差全部客户的多头和空头指令，以确定其在“纸原油”业务项下将相应持有的（轧差后的）净多头或空头头寸，并进一步与其他金融机构（该等机构应具有相关境外交易所的会员资质）开展背对背交易，针对净头寸相应下单建仓，实现其在“纸原油”业务项下的“做市商”角色，规避原油价格波动风险。

### 三、“纸原油”业务的相关法律问题

#### （一）“纸原油”业务目前似乎并无可以直接适用的规范性文件

与同为账户商品的“纸黄金”业务不同，目前，我们未在公开渠道检索到监管部门有关“纸原油”业务的任何规范性文件。值得一提的是，我们发现银行在其“纸原油”业务的协议文本中提到“银行将根据国家监管规定对人民币买卖账户原油的总交易净额设定上、下限”，但未公开披露该等“国家监管规定”具体为何。因此，我们猜测，各银行的“纸原油”业务在具体开展过程中可能受限于监管部门的窗口指导。此外，如“纸原油”业务最终被认定为金融衍生产品业务，银行需取得《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》项下开展衍生品业务的相关资质并满足相应的合规要求。

#### （二）银行对冲“纸原油”业务项下风险敞口的建仓方式和外汇结算通道有待进一步观察

为对冲“纸原油”业务项下银行的风险敞口，银行可能需要将内部轧差后的净头寸进行下单，最终实现在相关境外交易所的净敞口建仓，目前，公开渠道尚无法获知各家银行完成下单的建仓方式和交易结构。此外，由于“纸原油”属于完全的境内交易，而银行在针对净敞口建仓过程中大概率涉及跨境交易，我们理解，该过程最终必然会涉及境内外资金的跨境资金结算（例如，有银行此前曾因账户原油产品已达到其“人民币账户商品和账户外汇总交易净额上限”而暂停账户原油买入）。该等结算具体依赖于何种外汇通道，也有待进一步观察。

#### （三）银行潜在的适当性义务

《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 72 条明确提及金融机构在金融产品销售过程中应当履行适当性义务，充分披露产品风险，即：“适当性义务是指卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生品等高风险等级金融产品，以及为金融消费者参与融资融券、新三板、创业板、科创板、期货等高风险等级投资活动提供服务的过程中，必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品（或服务）销售（或提供）给适合的金融消费者等义务。卖方机构承担适当性义务的目的是为了确保金融消费者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定，并承受由此产生的收益和风险。在推介、销售高风险等级金融产品和提供高风险等级金融服务领域，适当性义务的履行是‘卖者尽责’的主要内容，也是‘买者自负’的前提和基础”。

尽管“纸原油”产品的性质尚不明确，但考虑到其属于银行向投资者提供的金融服务，上述关于金融机构的适当性义务仍具有一定的适用性。考虑到“纸原油”的交易机制相对复杂，投资者需手动进行开仓、反向平仓等操作，挂钩/参考的境外原油期货价格波动较大，不少投资者缺乏对“原油期货”的基本了解，银行应注意充分披露“纸原油”所涉及的各类风险（包括此前市场普遍认为仅存在理论可能性的穿仓风险）并在产品销售过程中严格履行其适当性义务，仔细甄别客户的风险承受能力。

### 四、结语

疫情影响下的金融市场频频出现黑天鹅事件，面对波动愈发剧烈的金融市场，风险控制作为金融行业的生命线，显得更加重要，正如国务院金融稳定发展委员会在 2020 年 5 月 4 日第二十八次会议中指出的，“要高度重视当前国际商品市场价格波动所带来的部分金融产品风险问题，提高风险意识，强化风险管控。要控制外溢性，把握适度性，提高专业性，尊重契约，理清责任，保护投资者合法权益。”

## 附件一 相关金融术语解释

原油	是世界上“非同质性”大宗商品之一，在被提炼成原油产品（如汽油、柴油、航空汽油等）之前，实用价值并不大，人类对原油产品的需求决定了原油的价值。
原油期货	以 <b>原油为基础资产</b> 的远期交易标准化合约。目前，国际市场上关于原油价格的主要期货为Brent原油期货合约和WTI原油期货合约。
Brent原油期货合约	指北大西洋北海布伦特原油期货合约，主要在洲际交易所（Intercontinental Exchange，英文简称“ICE”）和纽约商品交易所（New York Mercantile Exchange，英文简称“NYMEX”）上市交易。
WTI原油期货合约	指西德克萨斯轻质低硫原油期货合约，主要在NYMEX上市交易。（ <b>WTI原油期货合约与Brent原油期货合约共同构成国际市场油价的重要标杆，由于挂钩的底层原油资产不同，一般情况下，WTI原油期货合约的价格会低于Brent原油期货合约，且价格波动更大。</b> ）
WTI原油期货合约交割日	根据NYMEX交易所规则，WTI原油期货合约当前交割月份的交易须在交割月前一个月的25日之前的第3个营业日进行交割；若该月25日不是营业日，则交易须在25日前一个营业日之前的第3个营业日交割。 <b>由于期货合约在交割日将完成交割，市场主体不得不处理手中的相关持仓，交割日更容易出现价格波动。</b>
原油期货交割	Brent原油期货合约和WTI原油期货合约均允许实物交割和现金结算交割。其中，现金结算指期货合约到期后，不进行实物交割，而是按照交易所规则和结算价格进行现金差价结算。
开仓	又称建仓或开盘，指客户买入或卖出合约的操作行为。分为买入开仓和卖出开仓，分别对应做多（看涨）和做空（看跌）。
平仓	又称平盘，指客户建立一个与原开仓合约交易方向相反的合约，从而完成对于原开仓合约的结算。
强制平仓	指交易的浮动亏损导致客户缴纳的保证金充足率低于约定比例时，银行有权主动代客平仓的行为。
移仓	又称转期，指将近月合约转换至远月合约（即修改持有合约的到期日）。例如，将5月到期的合约更换成6月到期的合约，若6月合约开仓价高于5月合约的平仓价格，则客户移仓后所买入（或卖出）的账户原油份额（数量）将减少，但在移仓时点，客户账户的资产总额不变（不考虑移仓手续费）。移仓可由客户在最晚交易时间前的任意时间自行操作或委托银行到期自动进行移仓。
穿仓	指客户的账户资产权益为负值的情形，即由于市场缺乏流动性，导致客户持有的合约未能及时完成平仓，并在预先设定的强制平仓止损价格以下（如持有的是做空合约，则在止损价格以上）完成平仓结算，最终在亏损本金/保证金的同时，还需承担根据结算价格计算后的额外亏损。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 宛俊

电话： +86 21 6080 0995

Email: [jun.wan@hankunlaw.com](mailto:jun.wan@hankunlaw.com)