

案例正文：

原油一夜暴“负”：中行原油宝穿仓爆雷¹

0 引言

为顺应世界原油贸易新格局之势，借助全球能源结构转型的契机，推进我国期货市场的对外开放程度和国际化进程，我国稳步推进原油期货上市。与此同时，伊朗突然爆发反政府危机引发人们对原油供给的担忧，而美国由于受到寒冷天气的影响对于原油的需求增加，使得国际油价持续走高。中国银行巧借这一时机推出了“原油宝”产品，一经推出便吸引了众多投资者，同时也获取了一定的收益。

但在 2020 年，俄罗斯退出 OPEC+、沙特宣布降价增产、新冠肺炎疫情在全球爆发，种种事件的发生促成了全球对于原油的需求量大大减少，而原油的供给还维持在原有水平的局面，这使得原油期货市场价格剧烈下降，在 4 月 20 日更是跌破低价以 -37.63 美元/桶收盘²。此次原油价格的暴跌，使得全球的投资者都处在对市场预期悲观的情绪当中。这一历史事件更是震荡了大洋彼岸的中国银行，中行“原油宝”投资者的仓位防线被击穿，不仅亏尽本金，更是陷入巨额平仓的漩涡中。曾经宣传在原油市场大展宏图的原油宝产品，如今却成为理财领域的黑天鹅，这场风波引起社会的广泛关注。身处舆论漩涡的原油宝产品在产品的设计、风险管控和流程等方面都引起了各界的质疑。究竟“原油宝”是普通理财产品还是投机性产品？中行的迷惑性操作是否存在问题？事件背后又带来了什么影响？

1 利好形势引投资，背后风险遭隐蔽

1.1 巧借机遇，赚取收益

自 2017 年 7 月以来，受美国原油库存下降、投资者对延长减产的预期强烈，同时沙特肃贪巩固政权、沙特和伊朗冲突等地缘政治风险的影响，国际原油价格连续上涨。在进入 2018 年后，由于伊朗突然爆发反政府危机引起人们对原油供给的担忧，而美国由于受到寒冷天气的影响对于原油的需求增加，使得原油的生产减慢，库存量仍在持续下降，美元也出乎预料的走弱，国际油价的持续走高。

1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、高卜元、华东理工大学商学院陈亮（通讯作者）、山东农业大学经济管理学院的董传雯、周密、刘荣杰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

²资料来源：“4 月 20 日 -37.63 美元/桶油价前后的国际石油现货市场”，重庆石油天然气交易中心

与此同时在国内，2018 年正在稳步推进原油期货上市，同时清理整顿各种交易场所也获得阶段性成效，大量的原油现货交易的地方交易所被清理。这一系列利好的消息，吸引了众多机构，中行正是巧借这一时机推出了“原油宝”产品。

“原油宝”产品的定位是为境内投资者提供境外期货交易的通道。其原理（见图 1）是投资者在银行开设相应的综合保证金账户，签订协议，实现做多与做空双向选择的原油交易。而银行作为做市商提供报价并进行风险管理，银行在境外期货交易所开设大账户，接受境内投资者交易指令后，汇总到大账户下单执行，执行的实际成交价格再分拆结算到每个境内投资者上，对境内投资者收取 100% 的保证金，不具备杠杆效应（见图 2）。原油宝产品一经推出，便给投资者带来了不菲的收益。正如该产品推出时的宣传口号：“E 融汇恭祝您 2018 年在原油市场大展宏图”，投资者利用账户买卖“虚拟”原油通过“对赌”国际原油的价格来赚取差价收益，在 10 月美原油期货曾一度涨至 75 美元/桶，2019 年国际油价更是达到 2016 年以来的最大涨幅，油价一路涨，使得很多投资者收益不菲。

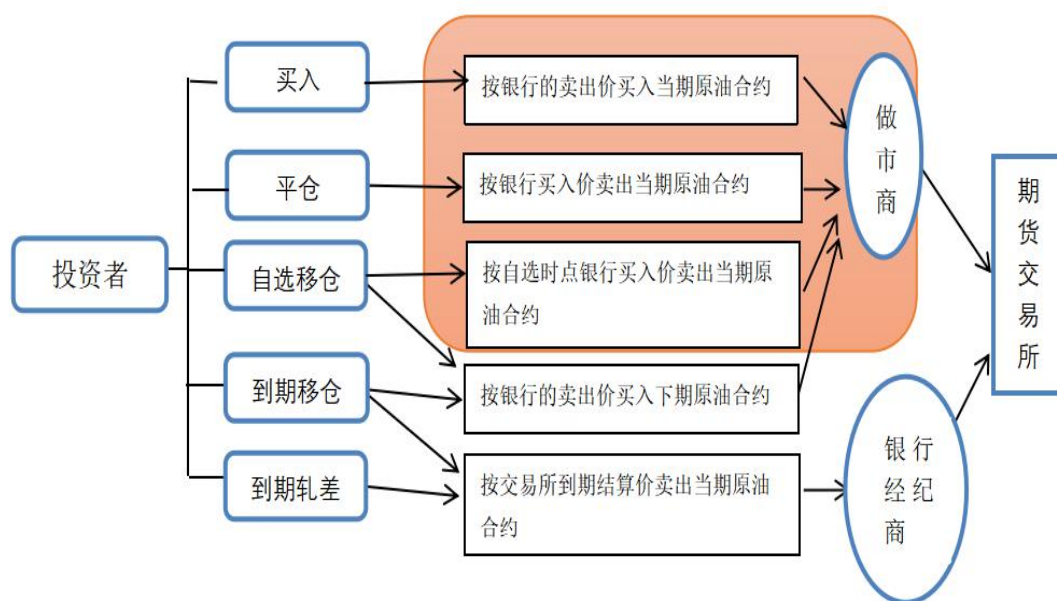
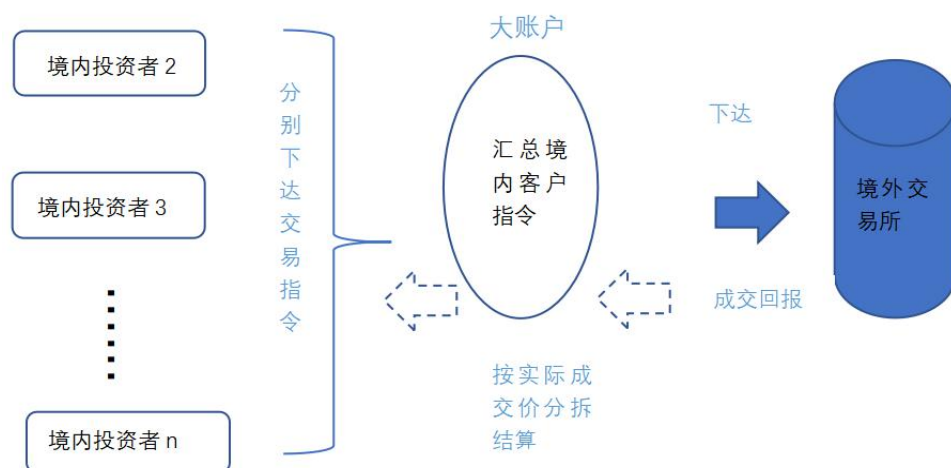


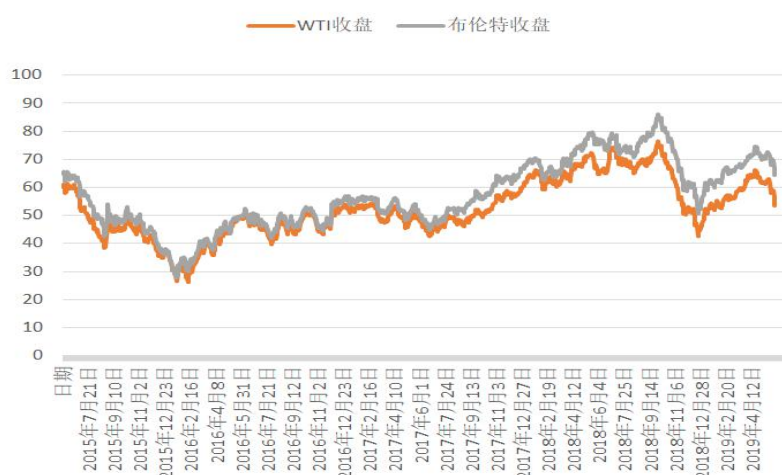
图 1 原油宝产品原理图³

³资料来源：“一文读懂原油宝交易原理” <https://xw.qq.com/cmsid/20200426A0D7SQ00?f=newdc>

图2 银行在原油宝中的作用⁴

1.2 低估风险，埋下隐患

基辛格曾说：“谁控制了石油，谁就控制了所有国家。”原油是国际最大的大宗商品之一，对于国家工业的发展具有重要作用。原油期货不仅对于原油现货市场来说影响重大，对于改善原油金融体系也有着重要作用。2018年中国的原油期货正式在上海国际能源交易中心挂牌上市，希望通过推出原油相关的理财产品在原油期货市场分一杯羹。但国际原油期货的价格受到石油供需、地缘政治、经济因素、投机因素等多重因素的综合影响，从长期来看一直处于剧烈波动的状态（见图3）。全球油价的巨大不确定性对于通过“对赌”国际原油价格赚取收益本身就具有很大的风险，而产品本身通过账户买卖“虚拟”原油所承担的风险也是无法估计的，但利好的形势使得中国银行所设计的原油宝产品并没有合理预估潜在风险的可能性，为未来的发展埋下隐患。

图3 原油期货价格波动情况⁵

⁴资料来源：“如何看待中国银行原油宝事件？”https://m.sohu.com/a/391621503_120461026

⁵资料来源：英伦财经

2 “原油宝”变“高压锅”，风险终无处遁形

2.1 原油市场低迷，中行“诱导”投资

从2020年年初以来，原油价格一路下跌，原油市场低迷，其主要原因还是在于原油的市场供求失衡。从需求端来看，在新冠肺炎疫情的影响下，全球性的停工停产抑制了国际上对于原油的需求；从供给端来看，美国、俄罗斯、沙特三个世界主产油国无视全球石油消费需求的断崖式下跌，正进行一场持续激烈的石油价格战，使国际原油产能严重过剩。原油供给端过剩而需求端不足的现状注定了2020年上半年原油市场的下跌行情。由于原油市场低迷，三月初原油暴跌之后，中行看到原油到达了历史低位，大力向投资者推荐原油宝产品，并表明产品风险较低，“诱导”投资者进行投资，号召中国投资者们去抄底（见图4）。

此前，中国银行官方微博平台发布《简单四步教你玩转原油宝！》，宣传道“E融汇作为一款集多种金融产品于一身的交易利器，对于没有专业金融知识的投资小白，是否也有好玩有趣又可以赚钱的产品推荐呢？当然有啦！那就是原油宝！”。原油宝作为R5等级的高风险产品，被中行包装成R3等级的理财产品，并声称适合普通小白投资者进行理财投资。在这样的产品风险等级设定下，原油宝类产品从一个本金亏损率极高、收益波动极大的高风险类产品，包装成为存在亏损可能但可能性较低的适宜投资产品。但在三月份原油暴跌的背景下，投资者抄底情绪本就渐浓，又在中行对原油宝产品大力吹捧的影响下，越来越多的中国投资者开始进军WIT原油期货市场，在几次试水尝到甜头之后，其投资额也越来越多，殊不知危险正在逼近。

【投资】原油比水还便宜，中行带你去交易！

中国银行江西分行 3月27日



图4 中行原油宝宣传图

2.2 打破门槛限制，抄底风波加剧

原油期货自诞生以来，就受到广大投资者的追捧，成为国际期货市场上重要的期货品种之一，但随之而来的市场风险也远高于普通的商品期货。对国内投资者来说，直接参与原油投资渠道较少且门槛较高。上海期货交易所原油期货作为我国第一个境内特定品种，需要考虑原油期货对税收等方面的影响，加之我国资本市场尚不成熟并且缺乏相应的经验和机制，致使监管层与市场都对原油期货秉持谨慎态度，避免投资者蒙受巨大损失。中国非理性投资者层出不穷，于是原油期货开户在资金、知识检测、交易经验等方面都进行了限制，形成了较高的开户门槛，从而将经验缺乏的散户投资者挡在门外。

与原油期货不同，“原油宝”被设计为具有期货属性的银行金融理财产品，但实际上是所谓的“纸原油”。它既可以做空，也可以有保证金，使其虽具有期货特点，但又不直接在期货交易所交易，这就在一定程度上降低了入手原油期货产品的门槛。中国（香港）金融衍生品投资研究院王红英院长将“原油宝”定义为“具有期货属性的场外金融衍生品”⁶。在国内资本市场上，这种具有极高风险的金融产品，显然仍处在市场监管模糊地带。在原油期货中，为了防止中小散户不理智地进入高风险领域，设置的一手 1000 桶的交易单位，而“原油宝”则将交易起点拆分为 1 桶，最小递增 0.1 桶，使得广大的中小散户投资者将其低门槛、无杠杆的特点放大，而忽视其存在的巨大风险，在没有适当匹配自己风险承受能力的情况下就盲目参与其中。

自 2013 年工商银行首次推出账户原油以来，中行、建行、交行、民生等多家银行迅速跟进，并以中行和工行的交易量最多。随着今年三月初原油暴跌，国内投资者掀起浓厚的抄底情绪，纷纷投资账户原油。对此，深圳厚石天成基金总经理侯延军称：“据说这半个月期货公司很忙，很多跑市场的岗位都调回柜台协助开户，因为很多人排队开户抄底原油。”中行一位理财经理也表示：“最近前来咨询账户原油的客户数量很多，以前的时候一年也没有几个”。由于开户便利、门槛低，越来越多的做多投资者抄底账户原油，甚至将中行原油宝产品“买爆”⁷。

3 风险一触即发，巨亏引发热议

3.1 负值交割，打破“暴富”梦

2020 年 4 月 15 日，芝商所发布公告表示，国际市场上增添了多重影响原油价格的因素，NYMEX 能源期货将有出现以零或负值价格交易结算的可能，如果

⁶ 资料来源：中行原油宝低门槛，暴露银行创新业务风险，第一财经网。

⁷ 资料来源：抄底原油，怎料一天爆亏超 30%！投资者中行原油账户却被冻结，新浪财经。

上述情形出现，芝商所将仍保持所有交易和清算系统的正常运行。而在此规则调整下，WTI 原油期货价格首次跌至负值，也直接触发了中行“原油宝”穿仓事件。2020 年 4 月 20 日，WTI2005 期原油合约交割的前一天，即将交割的 WTI2005 原油期货收盘暴跌 300%，WTI5 月合约价格首次跌入负值，在收盘跌至-37.63 美元/桶，使得国内抄底原油的投资者损失惨重，不仅本金全损，而且还要倒赔银行的钱，同时也上演了空头紧逼多头的场面。因为空头随着交割日的到临，手握空单合约的越来越少，本应是多空对手局，而现在是 WTI5 月合约价格暴跌，空单不动等待着 WTI5 月合约价格进一步走低，多单急抛平仓却不能或不情愿被接手，原来的黑黄金现在却像一个炸弹，无论谁捧在手上都会被炸的粉身碎骨。5 月 WTI 原油合约同时也影响 6 月 WTI 原油和布伦特原油，使其双双暴跌，WTI 原油盘中一度跌超 40%，跌至 10 美金附近。基本上多头的市场哀声一片，尤其是抄底中行原油宝的投资者，单日亏损就超过 30%，实际亏损远远不止。

中行原油宝产品恰好在 4 月 20 日晚自动转期，但自动移仓却没有执行。原油宝交易时间截止到当天的 22:00，此时虽然 WTI5 月合约价格暴跌，但是在原油宝截止时间价格还在 11 美元，并没有跌到负值，但是中行的原油宝停止交易了，而远在大洋彼岸的交易市场还有 4 个半小时的时间才结束，正是这个交易的时间差以及中行没有按约定及时移仓，导致原油宝投资者们的损失进一步加大。由于结算价格尚未确认，21 日所有投资者的账户被冻结，并处于浮亏状态。随即中行发布公告称，正积极联络 CME（芝加哥商品交易所），确认结算价格的有效性和相关结算安排，暂停 WTI 原油合约当日交易。

3.2 投资者抱团，寻求诉讼维权

有关“负油价”，其实芝商所早在 2020 年 4 月 8 日便发布过相关公告，虽然公告距东窗事发时间间隔较短，规则的快速修改不满足行业的征询和过渡期标准的一般情形并存在较大争议、规范性有待商榷，但作为产品设计责任方的中行却并未向投资者进行相关风险提示，并未尽全面的告知说明义务。显然对于原油宝穿仓事故，中行的这波操作，并不能让原油宝的投资者们认同，心甘情愿地去接受高达 90 亿元亏损的现实。在正常的交易机制下，按照银行之前与客户的约定协议中事先指定的方式，WTI5 月合约要么到期移仓 6 月合约，要么到期轧差处理，而中行并没有执行约定协议，却以国内虚拟盘原油宝截止交易之后的价格进行结算，给投资者带来巨大的损失。投资者们愤怒了，他们的权益受到了侵犯，于是开始联合起来进行集体诉讼，并对中国银行提出了质问。

首先，中行原油宝产品存在漏洞。原油宝将到期移仓或轧差定为期货合约到期的前一天，但是中行并不会进行原油的实物交割，而一旦出现极端情况，就会

大大增加交易的流动性风险。在中行发布的原油宝产品说明中提到：“原油宝产品与期货合约类似，当合约到期时会根据协议约定按客户事先指定的方式进行移仓或轧差。”上海高级金融学院教授陈欣教授认为：“将移仓的时间设为合约到期前一天，是具有较大风险的，因为一旦出现重大信息，就会使市场发生较大波动，从而对交易造成流动性风险。”在原油宝合约中，其WTI5月的最后交易日为4月20日，最终交易截止时间为北京时间22点。但是在22点之后，WTI5月合约却继续交易，并按北京时间2点28分至2点30分的均价计算当日结算价。正是在这四个多小时时间内，该合约出现了流动性不足的严重空逼多行情。

其次，投资者质疑中行未按规定在保证金比例低于20%时强平。根据《中国银行股份有限公司金融市场个人产品协议》中的条款，中国银行可以根据市场实际情况确定强平最低保证金比例。当前强制平仓保证金最低比例要求为20%，但在实际交易过程中，当多位投资者出现保证金比例低于20%的情况时，中行并没有及时进行强制平仓操作，反而随后以最低价格进行成交并补交保证金，近而造成巨额亏损。

最后，投资者认为中行对投资者的风险提示不足。芝加哥商品交易所修改系统，原油期货价格可为负值，但是中行对此却没有及时向顾客发出风险警告提示，从而一定程度上降低了投资者的风险意识。除此之外，中行涉嫌向不合格投资者提供高风险产品。中行原油宝产品虽然不加杠杆，但实际上原油价格的波动极大，早已超过了银行对理财客户的风险等级要求，然而中行却将其与理财产品混在一起销售。目前部分投资者联合起来已经对接了律所，拟在北京、上海同时发起集体诉讼，诉求为不欠中行交割款，并追回全部投资本金。诉讼理由集中在：原油宝客户的适合性，中行涉嫌夸大宣传；平台的投资逻辑漏洞；中行操作不当。另外，成都地区的投资者也先后到当地银保监会、人民银行投诉，但监管部门尚未表态。投资人聚集一起正在准备下一轮的集合申诉。

4 “一夜爆负”引争论，多方机构作何解

4.1 中行多次回应，奈何一波未平一波又起

2020年4月21日凌晨，美国WTI原油期货5月合约（美国西得州轻质原油期货）以史上第一个负数结算价交割——负三十七点六三美元，中行原油宝“穿仓”事件由此引爆。该事件一经发生，中国银行于4月22日晚间发布了《关于原油宝业务情况的说明》，对原油宝穿仓事件做出第一次正式回应，回应中，中国银行对原油宝产品的设计、交易机制等相关事项做出说明。接下来，中国银行又分别于4月24日、29日发布了《关于“原油宝”产品情况的说明》。但两次产品说明中均未对广大投资者所关心的中行风险控制是否到位、产品设计方面是

否存在瑕疵等问题做出明确回应。5月5日，中行再次发布公告称，中行各相关分支机构正在积极、诚挚地与相关投资者进行协商沟通，争取在平等自愿的基础上协商和解，如若无法和解，也可通过诉讼途径解决纠纷。同时，中国银行指出，将保留依法向外部相关机构进行追索的权利。

原油宝事件的和解协商工作尚未结束，中国银行的其他理财产品似乎也受到抵制，遭遇了“信任危机”。中行原油宝穿仓事件爆发以来，随着投资者质疑声浪不断蔓延，中行正在发售的部分理财产品也受到打击，产品募集失败率大幅上升，多支理财产品因未达到募集成立条件而以失败告终。面对愈演愈烈的大众舆论以及监管机构介入等多方压力，中国银行对于原油宝事件的合理解决，成为其长远发展道路上的关键一环。

4.2 其他行幸免于难，银行商品交易“断腕求生”

纵观原油宝事件始末，WTI原油期货价格异动只是导火索，而隐含其背后的专业投资工具降门槛、“平民化”处理带来的巨大风险也成为事件发生的深层动因。与原油宝类似的部分理财产品，银行虽然未将产品定位为期货或期权产品，但是此类产品具备了与相应衍生品相似的交易机制。这就意味着，产品的风险、收益都将显著超过投资者购买的常规保本型理财产品，即此类产品客户应定位于专业投资者，而并不适合于普通投资者参与。各家银行推出的账户原油产品，其具体销售政策虽各有不同，但从整体上来看，客户进入门槛要远远低于国内期货市场，也促使大量不明情况的新进入投资者投机行为的产生，为高风险工具“平民化”埋下祸根。反观中行原油宝事件，与之区别的工行、建行等银行，基本在4月14、15日为客户完成（主力合约）移仓，“逃过一劫”。

随着原油宝事件的进一步发酵，中国的银行账户商品交易领域纷纷进入了全面自查梳理阶段。4月27日，工行发布公告暂停账户原油在内的多类账户商品的开仓交易。工行是原油宝事件后国内首家主动发布公告，宣布暂停所有能源和农产品账户交易的大行。工行宣布公告后，业内多家商业银行也先后宣布暂停本行内账户原油产品开仓，多家银行的实际行动表明银行账户商品交易将被按下“暂停键”。

4.3 投资者莫衷一是，“适当性”问题引发热议

随着原油宝事件进一步发展，中行迎难而上，协商出一套穿仓事件的解决办法。针对“原油宝”总投入1000万以下的客户，将有机会从中行拿回20%的保证金；而总投入1000万以上的大客户，将被认定为具有高风险投资经验的、专业性的投资者，需自行承担全部保证金损失。至于所有投资者穿仓部分的损失将全部由中行兜底承担。由此也引发了投资者态度的分化：部分投资者自认风险，

选择签订和解协议，就此事件做出了结；而部分投资者质疑中行产品管理等方面存在纰漏，选择“硬抗”，自发进行“维权”活动。反观原油宝事件发生前，伴随着国际原油价格的大幅波动，投资者仿佛是看见了市场机遇，依托于银行账户原油开户的低门槛以及便捷性特征，大量相关产品的投资小白涌入市场。一方面，从“卖者尽责”角度来看，金融机构在产品源头就应注意产品是否具有实际可操作性、目标投资者是否定位准确，同时时刻保持对经济形势的敏感性；其次，金融机构还应考虑销售购买便利性与适当性义务履行的平衡，减少事后争议，避免发展“近视”。另一方面，从“买者自负”角度来看，投资者应理性投资，在对产品进行充分了解后，根据自身实际风险承受能力，做出慎重选择；中行原油宝穿仓事件后，由于部分投资者对和解方案不满，自发组织维权，使得社会舆论声浪愈演愈烈。这背后反映出的是金融机构产品设计和风控能力亟待加强，公众对衍生金融工具的认知水平也亟待提高。

5 尾声

2020年4月29日，美国西得州轻质原油期货临近收盘的走势如同一只飞转直下的利剑，出现了冲破0价位水平面的历史性一幕，探至负值交割，触发大洋彼岸中行原油宝穿仓事件，使得中行及其多头投资者陷入巨亏漩涡。中行作为中国四大行之一，推出“原油宝”产品的资质无需置疑，该事件引发的纠纷，其实质也并非是投资者无法接受倒贴钱的事实。金融衍生产品本身就具有极高的风险性，期货交易更是一场零和博弈。黑天鹅事件发生的概率虽然极低，但一旦发生便会带来致命打击。如何提高金融产品管理机构的专业管理能力？如何防范金融产品极端风险？如何加强投资者风险意识和判断力？一系列隐藏已久的问题借中行原油宝事件被集中揭露出来，今后，中国金融业发展道阻且长。

（案例正文字数：7009）

启发思考题

1. 中行“原油宝”产品产生的背景是什么？
2. 中行原油宝产品的交易规则是什么？其设计存在哪些风险？
3. 中行在原油宝业务中是如何践行适当性原则的？金融机构该如何履行好这项义务？
4. 通过案例对投资者、中行以及监管机构有什么启示？我国商业银行风险管

理存在的问题、金融机构该如何利用金融衍生工具防范极端风险？

中国管理案例共享中心