

PDF-CASE2020014

“原油宝”到底是宝还是“爆”？¹

案例正文

摘要：随着国际局势日趋紧张，OPEC 和非 OPEC 国家的减产协议还迟迟未能达成，国际油价有了下跌的趋势，于是国内众多投资者纷纷跃跃欲试想要通过做多石油期货赚取差价的利润。期货的投资者需要很充分的知识储备以及全面的分析技巧，对于原油期货更是如此，不仅需要期货本身价值进行考量，还需要洞察大国博弈及政治因素等对原油供求的影响。本案例选取 2020 年 4 月 21 日凌晨中国银行旗下个人理财的一款个人账户原油业务“原油宝”发成穿仓事件，导致数千投资者不仅亏光了本金，而且还欠了银行一大笔钱。为什么一款个人理财产品会出现让投资者“赔本倒贴的买卖”？本文通过详细介绍事件发生的起因及经过，分析穿仓事件的原委，探究责任的划分。

关键词：原油期货；金融衍生品；中国银行；金融创新产品

0.引言

北京时间 4 月 21 日凌晨，一则原油期货跌为负值的新闻轰动全球。隶属于芝加哥商品交易所集团（CME）的纽约商品交易所（NYMEX）的一款西德克萨斯轻质原油（WTI）5 月期货合约的官方结算价收报-37.63 美元/桶，历史上首次收于负值。大洋彼岸的数万名中国投资者，成为这一历史的亲历者。他们在中国银行购买的一款名为“原油宝”的个人理财产品，此产品挂钩 WTI 原油期货这

-
1. 本案例由合肥工业大学经济学院的刘晴、郭猛、李曼撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、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行为是否有效。

一合约价格，因此结算于-37.63 美元/桶，这些投资者不仅亏完本金，还倒欠银行钱。自 2004 年国内第一只银行理财产品发行至今，商业银行理财业务第一起穿仓事件就这样诞生在奇幻的 2020 年。伴随事件的持续发酵，围绕原油宝产品设计、宣传、投资者适当性、风险提示和移仓处置各环节的一系列问题成为探讨焦点，中行的态度也开始从强硬坚持要求客户赔付转变成为积极与客户沟通协调双方诉求。那么，原油宝这一穿仓事件因何而起？为何在国有大行会发生如此令人匪夷所思的穿仓事件？大资管时代，维系着亿万家庭财产安全的财富管理行业和投资者自身，监管机构又应该从中吸取怎样的教训？

1.原油期货的发迹史

1.1 石油期货 溯本求源

世界石油工业诞生已经有 150 多年的历史，但真正意义上自由贸易的国际石油市场是在 20 世纪 60 年代后期才从萌芽状态逐步发展起来。在 20 世纪的前 70 年里，尽管存在着两次世界大战以及一些世界性的冲突，但是石油价格还是相当稳定的，西方跨国石油公司巨头通过“租让协议”控制中东地区绝大部分石油资源，控制石油的输出，进而控制石油价格。1960 年石油输出国组织欧佩克（OPEC）的成立标志着当时西方世界石油价格的控制权开始逐渐向 OPEC 转移。

20 世纪 70 年代在沙特阿拉伯和伊朗先后爆发了石油危机，石油价格开始随着 OPEC 对石油供应的控制而大幅上涨。20 世纪 80 年代，非 OPEC 石油生产国的石油产量逐渐超过了 OPEC 产量，全球石油首次出现供应过剩的局面，随之油价暴跌的“反向石油危机”标志着 OPEC 单方面决定石油价格的格局逐步瓦解，世界石油市场进入了以市场供需为基础的多元定价阶段。随着国际油价的波动加剧，石油市场产生了规避价格风险的强烈需求，在这样的背景下为了降低石油价格的波动风险，国际石油期货市场在 20 世纪 90 年代迅速发展起来。

1.2 原油期货 定价因素

期货市场是在现货市场基础上发展起来的，所以期货市场的进一步发展必然不能脱离现货市场。期货市场与现货市场对新的市场信息的反应非常接近，期货价格与现货价格运动的方向基本一致，并且两者的价格变动幅度也非常接近，即原油期货价格与原油现货价格之间相互引导，存在着长期的均衡关系。

国际原油市场的价格是由原油现货市场和期货市场的价格共同决定的。因此，影响原油现货价格的因素，即原油市场供需矛盾等因素也会影响原油期货价格。

然而，原油期货价格与现货价格也会出现短时间的偏离，因此还有一些特殊因素会影响原油期货价格，如投资基金的炒作等金融因素。

除此之外，原油作为商品，与其他商品一样，其价格也是由供需关系决定的，但是原油不是一般的商品，它是重要的战略物资，是一种特殊的商品，对于国际原油价格影响因素很多，在很大程度上还受国际政治、经济、外交和军事的影响。综上所述，影响原油期货价格的因素有以下几点：①现货市场因素；②投资基金炒作；③美元、汇率、利率及资金；④突发事件和政治因素。

1.3 WTI 期货 前世今生

目前，在原油期货交易中，影响最广泛的原油期货合约共有三种：纽约商业交易所（NYMEX）上市的 WTI（West Texas Intermediate，即西德克萨斯轻质原油）期货合约；伦敦国际石油交易所（IPE）上市的 BRENT（北海布伦特原油）期货合约；以及新加坡国际金融交易所（SIMEX）的 DUBAI（迪拜原油）期货合约。WTI 原油期货诞生于 1983 年，由于合约有很高的流动性和透明度，其价格逐渐成为国际市场的标杆价格。1985 年末，OPEC 内部出现分歧，导致原油价格大幅下挫，OPEC 成员之一的沙特阿拉伯决定放弃官方制定价格的方式，改以参考 WTI 定价。1986 年 WTI 原油期货更是将其它各大交易市场纳入参考范围，其他 OPEC 产油国相继效仿。由于 WTI 原油期货在国际原油市场上举足轻重的地位，因此所有在美国生产或销往美国的原油在计价时都以 WTI 原油期货价格作为基准。

“5 月 WTI 原油期货合约”是本次案例的主角。专业术语叫做“WTI2005 原油”，其中“WTI”表示美国西德克萨斯轻质原油，“20”表示 2020 年，“05”表示 5 月份。WTI 原油是一种轻质、甜味的原油混合物。“轻”是指其低密度和低硫含量，是转化为汽油和柴油的理想选择。合同的股票代码 CL 表示“粗轻”。

2. 账户原油：开宗明义，林林总总

2.1 账户原油 初露锋芒

账户原油，或称记账式原油、纸原油，是一种个人凭证式原油。拥有账户原油业务的银行参考国外原油期货价格进行报价，投资者则在账面上买卖“虚拟”油，采取只计份额不提取实物原油，赚取原油价格的波动差价。由于账户原油参考国外 WTI 原油期货或者是 BRENT 原油期货的价格，随其价格涨跌进行实时变动，因此可以看作是金融衍生品的衍生品。

之所以会出现账户原油而非真正的原油期货这种形式，是因为当时在中国境内的期货交易所还未把原油加入商品期货中，同时市场上有投资原油期货的这种需求，但境外投资原油期货操作性很差，于是工行在 2013 推出了属于自己的账户原油，开启了全民投资“原油期货”时代。

表 1：上期所原油期货业务和工行的账户原油业务细则比较

Table 1. Comparison of the Rules for Crude Oil Futures Business of Shanghai Futures Exchange and ICBC's Account Crude Oil Business

类别	上期所原油期货	工行账户原油
交易单位	1000 桶/手	0.1 桶/手
开户要求	>50w 人民币； 10 笔以上境内模拟期货交易记录	无
保证金制度	5%	100%
交易费用	21 元/手	2~3 元左右（价格根据市场需求变化）

（数据来源：上海期货交易所官网、中国工商银行官网）

2018 年 3 月 26 日，原油期货在上海期货交易所上海国际能源交易中心正式挂牌上市交易，但是相比于上期所的原油期货（表 1 所示），无论是开户要求、保证金制度还是交易费用和交易单位，账户原油都具有更高的安全性和更低的交易门槛，所以在原油期货投资市场上就更受欢迎。

2.2 账户原油 较短量长

随着工行在 2013 年推出的账户原油迅速在市场上受到热捧，建行也在 2016 年推出了自己的账户原油，交易形式几乎和工行账户原油相差无几。同时原油价格的进一步走低，使得参与账户原油的投资者越来越多，工行和建行通过账户原油的点差也获益颇丰。2018 年 1 月 2 日，中行也通过旗下 E 融汇 APP 推出“原油宝”产品。产品介绍中写到：这是一款面向个人客户发行的、挂钩境外原油期货合约的权益资产，客户可以自主进行交易决策的产品。其中相挂钩的境外原油期货合约是纽约商业交易所上市的 WTI 原油期货合约。

三大行虽然都可以进行和原油期货相挂钩的账户原油业务，但仔细对比可以发现交易机制不尽相同（如表 2 所示）。

表 2：建行、工行和中行账户原油业务细则对比

Table 2: Comparison of Operating Rules for Account Crude Oil among CCB, ICBC and BOC

类别	建行账户原油	工行账户原油	中行账户原油
产品名称	账户原油	账户原油	原油宝
交易时间	周一至周五 每天 9:00~ 次日 4:00	周一至周五 每天 9:00~ 次日 4:00	每天 8:00~24:00 最后交易日 8:00~22:00
移仓日期(相比于最后交易日)	提前 5 天左右	提前 6 天左右	提前 1 天
保证金制度	100%	100%	100%
点差 (2020 年 3 月)	3%左右	0.9%~1.8%	2.5%左右
交易制度	T+0	T+0	T+0
预警保证金比例	60%	50%	50%
强平保证金比例	50%	20%	20%
最小交易起点(桶)	0.1	0.1	1(4月份变为10)
最小递增单位(桶)	0.1	0.1	0.1

(数据来源:中行官网、工行官网、建行官网)

从表中还是可以看出三种产品的差异,尤其是在交易时间、移仓日期、强平保证金比例和最小交易起点方面差异尤为明显。从交易时间来看,中行的账户原油业务“原油宝”略小于工行和建行的账户原油产品;从移仓日期来看,中行“原油宝”相比与前两者晚了 4-5 天;从强平保证金比例来看,建行的比例远高于中行和工行;从最小交易起点来看,中行“原油宝”的交易起点也远高于前两者。

2.3 “原油宝”运作机制

“原油宝”作为一个产品,中行在卖产品给投资者是为投资者提供挂钩原油价格的交易服务。这种业务方式类似经纪业务,但中国证监会目前尚未向任何机构颁发境外期货经纪业务许可证,并且尚未出台境内单位或个人从事境外期货的办法。但是这种交易方式并不像期货公司的纯经纪业务。国内期货公司的经纪业务形式是客户通过期货公司下单,然后期货公司根据指令去场内交易,与客户的交易编码是一一对应的,而且收取的费用只是建仓移仓的手续费,而不是通过买卖价差获取利润。

产品名称

原油宝，即：个人账户原油业务

产品介绍

原油宝是指中国银行面向个人客户发行的挂钩境外原油期货合约的交易产品，按照报价参考对象不同，包括美国原油产品和英国原油产品。其中美国原油对应的基准标的为“WTI 原油期货合约”，英国原油对应的基准标的为“布伦特原油期货合约”，并均以美元（USD）和人民币（CNY）计价。中国银行作为**做市商**提供报价并进行风险管理。个人客户在中国银行开立相应综合保证金账户，签订协议，并存入足额保证金后，实现做多与做空双向选择的原油交易工具。

原油宝产品为**不具备杠杆效应**的交易类产品，按期次发布合约，合约采取“交易品种+交易货币+年份两位数字+月份两位数字”组合方式命名。

图 1：“原油宝”产品介绍**Figure 1: Product Introduction of "Crude Oil Treasure"**

（资料来源：中行“原油宝”产品业务说明）

从内在机理上看，这种交易方式实质上更像是在“原油宝”产品业务说明中提到的“做市商”，中国银行为投资者提供的挂钩价格服务类似为客户提供一个对手盘，提供“原油宝”产品报价的时候会主动提高原油期货的买入价，同时降低卖出价，这样就可以通过买卖的利差赚取利润。

表 3：经纪商和做市商两者的区别**Table 3: Differences between Brokers and Market Makers**

类别	利润来源	市场角色	流动性贡献
经纪商	主要来自于给投资者提供经纪业务的佣金	经纪人在交易中执行投资者的指令，并没有参与到交易中	在指令驱动市场中，市场流动性是由投资者的买卖指令提供的，经纪人只是执行这些指令
做市商	主要来自于证券买卖差价	而做市商在报价驱动市场中处于关键性地位，与投资者进行买卖双向交易	在报价驱动市场中，做市商是市场流动性的主要提供者和维持者

综合经纪商和做市商的定义，中行在“原油宝”这个角色可以理解成经纪商和做市商的混合体，实质上并没有驱动市场报价、参与投资者的交易中，也没有单单收取业务佣金、作为纯服务的经纪商，这样就使得“原油宝”这类账户原油变成了一种金融创新产品。

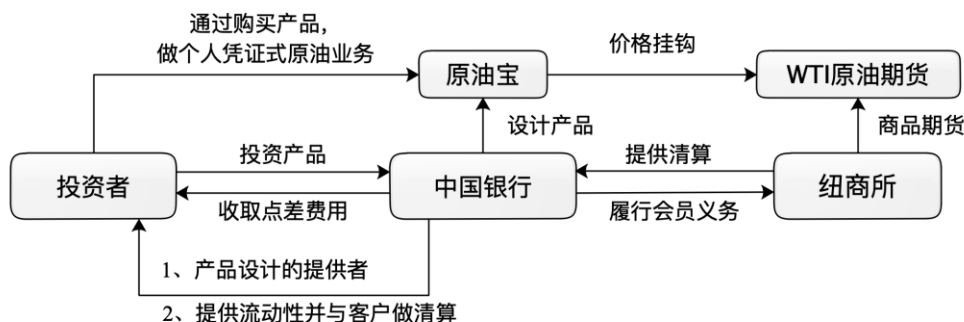


图 2：“原油宝”业务的运作机制

Figure 2: Operation Mechanism of "Crude Oil Treasure" Business

在其运作的机制中，中行作为投资者交易账户原油的中间商，提供“原油宝”这一设计产品，按照相挂钩的 WTI 原油期货价格为投资者提供带有点差的报价，通过控制点差大小，满足产品对于流动性的需求，同时为投资者提供清算服务。而面对芝加哥交易所集团（CME）旗下的纽约商业交易所时，中国银行便履行其会员义务，按照“原油宝”投资者实际交易的情况与交易所做同方向同手数的交易，实现境内投资者投资国外原油期货的交易行为。

3.穿仓始末：金玉其外，败絮其中

3.1 产品宣传 真真假假

2018 年 1 月，“原油宝”作为个人理财产品被中行推出。在中行对外发布的产品介绍中写道，“原油宝”是实现做多与做空双向选择的原油交易工具，个人客户需要在中国银行开立相应保证金交易账户（简称“交易专户”），并签订协议、存入足额保证金后才可以交易。在中国银行的官方宣传渠道里，“原油宝”都被定性为“交易起点低”、“渠道便捷”，适合“刚接触原油市场的投资者”。在同年 6 月，中国银行在其官方公众号发文称：“原油宝”这一产品适合“没有专业金融知识的投资小白”。

简单四步教你玩转原油宝！

中国银行微银行 2018-06-01

现在的年轻人，都喜欢将自己的小金库通过投资理财的方式，达到资产增值的效果，但是往往收益甚微。

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**！

图 3：中行微信公众号中的宣传

Figure 3: Publicity in BOC WeChat Public Number

但真正让“原油宝”进入公众视野还是在今年3月。随着国际油价的大幅波动，WTI原油期货合约价格一路走低，在3月3日至3月9日期间更是出现断崖式下跌，价格由48美元/桶下跌至28美元/桶附近。一时间，市场上抄底原油的声音不绝于耳，银行也趁机加大了相关产品的宣传力度。然而在向投资者推荐过程中，中行似乎“低估”了原油产品的价格风险。2020年3月，中行江西分行还在其官方微信公众号上发文，标题为《原油比水还便宜，中行带你去交易》。其中举例称，如投资者在3月5日做空100桶美国原油合约，在3月9日平仓，5天时间收益率将超过37%，这款投资便被冠上了“黑金”投资一说。

而实际上对于参与期货投资的客户来说，不仅不能是“投资小白”，而且还得具有很强的期货相关的专业知识才能从事相关期货业务。“原油宝”这一产品，产品定价挂钩境外原油期货，属于金融衍生品的衍生品，中国银行作为“做市商”在中间推动交易，多方参与的交易需要各方完全履行交易中的责任，才能确保交易能够按照协议方式正常进行。下图是上海国际能源交易中心针对境内普通投资者的入市交易流程。在入市阶段就要求投资者要了解期货市场，同时要需要为交易做好心理、知识和信息等准备，而交易原油期货更应如此。

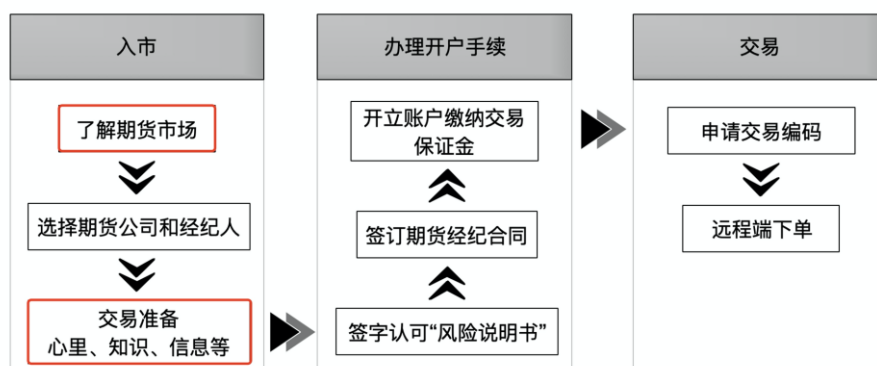


图 4：境内普通投资者入市交易流程

Figure 4: Procedures for Ordinary Domestic Investors to Enter the Market

（资料来源：上海国际能源交易中心）

3.2 芝商公告 屡次三番

因为“原油宝”实行的是100%保证金制度，不带杠杆。只要原油交易价格不为负数，客户做多的时候，银行是不存在任何风险的，客户最多亏完所有本金。但是在今年4月，芝商所集团交易规则发生了重大改变，允许结算价格为负，甚至允许报价为负的原油期货上市，这改变了此前“原油宝”类产品的风险属性和投资操作逻辑，投资者的风险敞口也由本金损失为限扩大到穿仓倒赔。

4月3日，芝商所通知，修改了IT系统的代码，允许“负油价”申报和成交，4月5日生效。

The screenshot shows the CME Group website header with navigation links: CME Group, MARKETS, DATA, SERVICES, EDUCATION, a search icon, a user icon, and a LOG IN button. The main content area features a red-bordered box with the following text:

Changes to Price and Strike Price Eligibility Flags for Certain Energy Products

To: CME Globex and Market Data Customers
 From: Global Market Solutions and Services
 #: 20200403
 Notice Date: 03 April 2020
 Effective Date: 05 April 2020

This Sunday, April 5 (trade date Monday, April 6), as an operational step toward potentially supporting negative pricing and strikes, the MDP 3 Security Definition (tag 35-MsgType=d) for these Energy outright futures and options on CME Globex will be flagged as eligible to trade at negative prices. The options on futures will also be flagged as negative strike price eligible.

Trading at negative prices for these outright markets will not be supported at this time. Negative strike prices will not be listed.

图 5：能源产品价格更改公告

Figure 5: Announcement of Price Changes of Energy Products

(资料来源：CME 官网)

4月8日，芝商所集团公告称，如果主要能源交易品种价格跌为负值，将清算所有测试计划，以保证市场正常运行。4月13日，OPEC+石油联盟宣布达成历史性减产协议，5月1日至6月30日减产970万桶/天。4月15日，芝商所再次发布消息称，近期市场变化使得纽约商业交易所某些能源期货品种可能以零值或负值交易或结算，而芝商所集团交易系统将支持负值交易及结算。但中行的风控机制并没有及时进行调整，也没有对规则做任何改变。

The screenshot shows the CME Group website header with navigation links: CME Group, MARKETS, DATA, SERVICES, EDUCATION, a search icon, a user icon, and a LOG IN button. The main content area features a red-bordered box with the following text:

Testing Opportunities in CME's "New Release" Environment for Negative Prices and Strikes for Certain NYMEX Energy Contracts

To: Clearing Member Firms
 From: CME Clearing
 #: 20-160
 Notice Date: 15 April 2020
 Effective Date: 15 April 2020

Recent market events have raised the possibility that certain NYMEX energy futures contracts could trade at negative or zero trade prices or be settled at negative or zero values, and that options on these futures contracts could be listed with negative or zero strike prices. Were this to occur, all of CME's trading and clearing systems would continue to function normally. Support for zero or negative futures and/or strike prices is standard throughout CME systems. All file and message formats support such prices, and we have a variety of products which have long behaved in this manner, for example NYMEX BY (WTI-Brent Bullet) futures contracts and NYMEX BV options on those futures contracts.

图 6: 纽约商业交易所能源合同存在负价格的可能

Figure 6: The Energy Contract of NYMEX May Have Negative Price

(资料来源: CME 官网)

4月20日, 负油价成真。纽约商业交易所 WTI 原油 5 月合约结算收跌 55.9 美元, 跌幅 305.97%, 报-37.63 美元/桶。这是自 WTI 原油期货 1983 年在纽约商业交易所开始交易后首次跌为负值。



图 7: WTI 原油期货的历史价格走势

Figure 7: Historical Price Trend of WTI Crude Oil Futures

(数据来源: Trading view)

3.3 穿仓高潮 剥茧抽丝

3.3.1 油价低迷·下跌背景

WTI 原油期货合约自从设计出来以后, 除了在 2008 年的美国次贷危机的影响下价格大幅下降, 其合约价格在 2014 年之前都是呈现为震荡上升的趋势, 但是从 2014 年之后, 合约价格就开始变成了震荡下降的趋势。形成了近几年低油价的大背景。

时间回到 2014 年, 以沙特为首的 OPEC 国家为打垮竞争对手美国页岩油公司, 大肆增产以降低油价。自 2014 年 6 月至 2016 年 1 月, WTI 原油期货价格一路从 102.2 美元/桶左右暴跌至 30 美元/桶左右。但不曾想到美国页岩油企业靠借债存活了下来, 最终 OPEC 不得不拉拢俄罗斯减产旨在提升油价。但由于俄罗斯与沙特最终未能就减产协议内容达成一致。于是大家就看到了“喜闻乐见”的场面: 俄罗斯和沙特开始打起了价格战, 双方开始增加石油产能同时压低价格, 都希望对方因挡不住低油价而减产, 并失去本来的市场份额, 从而完成原油市场供需的再平衡。



图 8：WTI 原油在 2014 年 6 月至 2016 年 1 月价格走势

Figure 8: WTI Crude Oil Price Trend Chart from June 2014 to January 2016

(数据来源: Trading view)

与此同时，今年年初的新冠疫情导致全球经济在一季度大规模停摆，由于石油企业停产会付出更高的成本，所以石油生产仍在继续，从而导致了大规模的石油过剩，其中就包括了 WTI 原油期货所交割原油的储存地（美国俄克拉荷马州的库欣镇油库）已经接近饱和。那些有能力交割原油现货的机构会进行实物交割，交割的原油将会储存在美国的库欣镇，等交割价格确定之后就会把原油运走。这几个月，油价处于历史低位，各国纷纷储备原油，美国也不例外，因此库欣镇储油库也处于饱和状态。



图 9：2020 年初到 2020 年 4 月份 WTI 原油价格走势

Figure 9: WTI Crude Oil Price Trend Chart from Early 2020 to April 2020

(数据来源: Trading view)

由于 WTI 原油期货待交割库存已满，原油已经达到了供过于求的局面，于是原油价格便开始陷入价格下跌→储备越多、供过于求→价格进一步下跌的循序。最终经过两轮的油价大跌，使得原油价格从 2014 年最初的 100 美元/桶下降到了 20 美元/桶左右，为油价跌穿做好了“充足的准备”。

3.3.2 原油价格 终成负值

原油近期的供过于求可以说是原油期货价格下降的原因，但是最终交割价格暴跌为负值，跌幅达 55 美元的主要原因还是故意做空期货的空头利用“原油宝”设计出现的问题故意砸盘。



图 10： WTI 原油期货暴跌至-40.32 美元/桶

Figure 10: WTI Crude Oil Futures Plummeted to -\$40.32 /barrel

（数据来源：Trading view）

由于期货合约的交易制度，持仓多头不得不在截止日之前，不计成本地平仓。但实际上，诸多原油投资者都没有足够的费用、物流和仓储能力，包括中国银行在内，都不可能实现原油现货交割。因此剩余空头有计划的压低价格（价格越低越有利于空头），油价开始一泻千里的往下跌，下跌的越多，多头的损失就越多。

由于芝商所在 4 月 15 日修改了能源期货的负价格机制，让原油期货出现负价格成为可能。该机制只能识别期货价格下跌的程度，当多头的保证金亏损到协议的价格，便会被强制平仓，也就是所谓的爆仓，同时多头的爆仓又进一步导致价格的下跌，于是爆仓和价格下跌形成了恶性循环。凌晨 2 点 30 分，当跌幅达

到了 55 美元，最终价格确定在跌至-40 美元/桶附近。“5 月 WTI 原油”期货合约交割价格也随之确定为最后两分钟的平均价格-37.63 美元/桶。

4.穿仓存疑：勿轻小事，小隙沉舟

4.1 移仓换月 满腹狐疑

由于市场上的期货合约均按月交割，临近到期日，如果投资者按照本期交割价格进行平仓亏损较大，同时看涨下一个月的期货，则可以进行移仓换月。操作上其实就是平掉现有合约，同时建立同方向同手数的下一期更活跃的原油合约。

“原油宝”默认到期移仓，如果客户不想移仓，可在移仓日前更改到期方式，选择到期轧差，也就是在到期时系统进行自动平仓，也可在到期日前手动平仓。

问题解答2——关于移仓

④移仓过程中还能交易吗？
不能，移仓前一交易日（比如美油每月19日）系统将在**晚上22:00点冻结保证金，客户不可交易**，在移仓日早上8:00完成移仓，恢复正常交易。

⑤可以不移仓吗？
原油宝目前**默认到期移仓**，如果客户不想移仓，可在移仓日前**更改到期方式**（更改操作详见PPT21页），选择**到期轧差**，即在到期时系统进行自动平仓，也可在到期日前手动平仓。

图 11：中行关于移仓的 PPT 说明

Figure. 11: PPT Explanation of BOC on Warehouse Transfer

（资料来源：中国银行官网）

在每年 1 月份，中行公布当年原油宝产品各期次合约最后交易日。其中，美国原油期货按月交割日大概率在上个月的 20 日左右。而工行在同类产品设立初期，就将移仓日定在每月 15 号前后，相较于交割日“提前一周移仓”。在“5 月 WTI 原油”期货合约中，除了中国银行“原油宝”持仓至结算前一个交易日外，建设银行、工商银行的账户原油产品以及全球最大的原油上市基金 USO（ETF 基金）在一周前都已经完成移仓，因此在遭遇原油期货价格大跌期间得以逃过一劫。

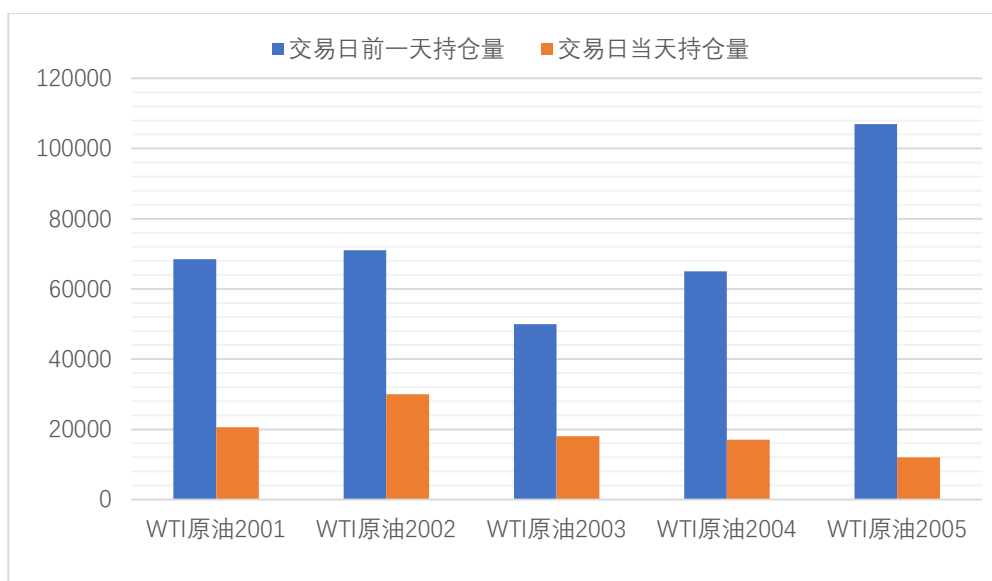


图 12: WTI 原油期货合约交易日最后两天持仓量的比较

Figure 12: Comparison of Open Positions of WTI Crude Oil Futures Contracts in the Last Two Days of Trading

(数据来源: Bloomberg)

从图中可以看出,相比较交割前一日而言,交割日当天的合约持仓量远小于倒数第二个交割日的持仓量。但是持仓到交割前一日才进行移仓换月,不确定因素会大幅增加,“做市商”和投资者都会面临更大的价格波动风险。

4.2 强制平仓 于事无补

中国银行会根据市场的时刻变化是时刻监控投资者保证金账户的保证金是否充足。也正是基于此协议,投资者才放心使用中国银行的“原油宝”产品。在中行和投资者签订“原油宝”业务的协议中规定:当保证金充足率不足 50% 的时候他们会给你预警提醒,当保证金充足率低于最低比例(协议规定为 20%)的时候,中行会按照亏损额从大到小的原则逐笔强制平仓。

协议

第十一条 估值、警告与强制平仓

甲方叙做双向外汇宝、双向账户贵金属、原油宝等各类需占用保证金产品时，将适用以下约定。

- 1、由于外汇市场价格的波动，甲方叙做交易的盈亏随时变动。乙方每日不定时对甲方交易专户的保证金充足率进行估值，甲方可通过网上银行和客户端查询保证金充足率变化的情况。
- 2、甲方交易专户中保证金充足率下降至 50%以下、强制平仓最低保证金比例以上时，甲方应按照乙方提示及时追加保证金。
- 3、甲方交易专户中保证金充足率降至乙方规定的最低比例（含）以下时，乙方将按照“单笔亏损额从大到小”的顺序进行逐笔强制平仓，直至保证金充足率上升至乙方规定的最低保证金比例以上。
- 4、乙方可以根据实际的市场情况，确定强制平仓最低保证金比例要求，并至少提前 5 个工作日公告告知。目前强制平仓保证金最低比例要求为 20%。
- 5、甲方交易账户被司法或其他有权机关冻结、扣划的，自交易账户被冻结、扣划之日起，乙方有权要求甲方增补交易保证金满足保证金充足率要求，或按照即期市场价格将甲方全部交易强制平仓，并撤销所有委托，无需事先通知甲方。

图 13：中国“原油宝”业务协议

Figure 13: BOC Crude Oil Treasure Business Agreement

（资料来源：“原油宝”APP 业务协议）

在此次的原油期货价格暴跌事件中，显然在价格跌到负值以前，便已经达到了可以强制平仓的规定，但是中行旗下中银国际具有芝商所会员资格的控股子公司——中银国际商品期货有限责任公司（BOCI Commodities and Futures LLC）也没有做出任何应对措施。同时在 22 点之后，由于没有提前移仓的中国银行持有大量多头投资者的期货合约，但却找不到对手方平仓，造成拖到最后按照结算价格结算，只能用芝商所提供的 TAS 指令按照-37.63 美元/桶的价格完成了强制平仓。

5.穿仓余波：痛定思痛，悔不当初

5.1 中国银行 公告连连

中国银行因为此事身陷囹圄，亦引起了股市的“蝴蝶效应”。4 月 23 日，中国银行 A、H 股股价集体走低，市值蒸发逾 150 亿元。其中，中国银行 A 股下跌 1.98%，报 3.46 元/股；中国银行 H 股下跌 1.37%，报 2.87 港元/股。

4 月 22 日晚间，中国银行发布了《关于原油宝业务情况的说明》，第一次就原油宝穿仓事件作出回应。在这次回应中，中国银行总共谈了 5 条，只是仅仅对原油宝产品、到期处理、合约结算价、WTI 原油期货 5 月合约处理、强制平

仓等做了名词解释。令投资者失望的是，中国银行此次回应未就投资者关心的产品设计缺陷、风控未尽责等问题作出解释。

4月24日，身处舆论漩涡中的中行再次发布一份《关于“原油宝”产品情况的说明》。说明中表示，对客户在疫情全球蔓延、原油市场剧烈波动情况下，投资“原油宝”产品遭受损失深感不安，并称“将全面审视产品设计、风险管控环节和流程，在法律框架下承担应有责任”。此次说明首次出现了中国银行将会在法律框架下承担应有责任。

4月29日，中国银行作出第三次说明，表示正积极研究并争取尽快拿出回应客户合理诉求的意见，同时，已委托律师正式向CME发函，敦促其调查4月21日原油期货市场价格异常波动的原因。此次说明再次提到了在法律框架下承担应有责任，并且首次承认关于产品设计和风险管控可能出现的问题及隐患。

5月5日，中国银行作出回应“原油宝”产品客户诉求的公告，提到已经收到客户的诉求并会积极与客户进行沟通，自愿平等协商和解。同时也表明若未能达成和解也可通过诉讼方式解决纠纷。

5.2 客户诉求 监管督促

据统计，此次中国银行“原油宝”多头持仓客户共计3621户，凌晨持仓亏损2.1亿，亏光本金还欠中行3.7亿，投资者人均损失16万。4月23日，多位投资者透露，当日凌晨，中国银行已从其“原油宝”账户里划转了全部本金和保证金。同时中国银行客服表示，如果交割款项不足，将视为欠款，银行有权向人民银行申请将欠款记录纳入征信。在双方签订的业务的协议中，如果甲方应付未付资金，乙方有权从资金应支付日至实际支付日，或从资金应支付日至平仓日按日收取逾期利息。逾期利息的利率参照中国银行一年期贷款基准利率执行。

投资者已经把中国银行此次问题反馈给国家信访局，国家信访局也把相关信息转交给了银保监会。“原油宝”投资者为何选择与百年大行维权到底呢？一是难以承受巨额损失；二是质疑其产品操作合理性，想要得到一个公平适当的说法。

“维权阵营”主要分为三种说法：一是低于20%保证金时，银行应强制平仓，按此赔偿；二是4月20日22点停止交易，按此赔偿；三是“原油宝”合同无效，追回所有本金。不过此后中行已经公告称，暂缓向原油宝投资者追缴穿仓损失，并且该欠款行为暂时不会上征信系统。同时诸多投资者已经接到中行电话，沟通

解决原油宝赔偿问题。中行给出的解决方案是：一是愿意承担负价亏损；二是将按4月20日晚22:00价格赔偿20%保证金的解决方案。

原油宝事件发生后，2020年4月30日，中国银保监会表示对此风险事件高度关注，第一时间要求中国银行依法依规解决问题，与客户平等协商，及时回应关切，切实维护投资者的合法权益。同时，要求中国银行尽快梳理查清问题，严格产品管理，加强风险管控，提升市场异常波动下应急管理的能力。2020年5月4日，国务院金融委第二十八次会议指出，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，保护投资者合法利益。

6.穿仓尾声：反思过往，启示未来

顶着数千投资者维权的压力，中行在官网发布一系列公告说明，同时在监管部门的督促下，积极给出多种解决方案，希望安抚这些“亏空”的投资者。从产品虚假宣传看出中行信息披露的失责；从移仓和平仓不合理的规则看出中行产品设计的漏洞；从油价暴跌而中行却无动于衷看出其风控部门反应缓慢。目前，该事件最后处理方式尚未知。在创设之初，行业人士对这个产品充满了美好设想，时至今日或许要引起反思，账户原油到底是产品创新，还是分业监管下被忽视的监管漏洞？这种针对衍生品提供类似做市服务又类似经纪服务的银行创新产品，如何和既有的传统场内衍生品做到监管协同，是这一事件带来的深层次启示。

（案例正文字数：9536）

Is "Crude Oil Treasure" Treasure or Explosive?

Abstract: As the international situation becomes increasingly tense, OPEC and non-OPEC countries have not yet reached an agreement to cut crude oil production. The international oil price has a downward trend. As a result, many domestic investors are eager to make profits by making more oil futures. Futures investors need sufficient knowledge reserves and comprehensive analysis skills, especially for crude oil futures. They not only need to consider the value of futures, but also need to have insight into the influence of big country games and political factors on crude oil supply and demand. In this case, the crude oil business "Crude Oil Treasure", a personal account of personal wealth management under the Bank of China, was found to be a through-position event in the early morning of April 21 2020, resulting in thousands of investors not only losing the principal, but also owing a large sum of money to the bank. Why is there a "loss-money deal" for investors in a personal financial product? This article introduces detailed the cause and process of the incident, analyzes the cause of the warehouse-breaking incident and explores the division of responsibilities.

Key words: Crude oil futures; Financial derivatives; Bank of China; Financial innovation products