

中行“原油宝”的是与非

导言： 2020年注定是不平凡的一年，新冠疫情的爆发让全球经济停摆，美股短期多次熔断，原油暴跌，但万万没想到，国际油价一夜之间，竟跌至负值，并且一度跌至-40美元/桶，更没想到，这颗炸弹被国有四大行之一的中国银行“原油宝”踩中，成千上万的个人投资者在懵懂中面临穿仓追缴资金的噩运。“原油宝”事件到底孰是孰非？给我们带来了哪些教训？

一、“原油宝”事件回顾

WIT05月合约临近交割，在需求塌陷及库容紧张的背景下，市场压力不断增加。4月21日19点开始，油价迎来第一波下跌，从13美元/桶跌至11美元/桶附近，凌晨油价开始第二波下跌，从11美元/桶跌至0美元/桶附近，而凌晨2点开始第三波下跌，从0美元/桶暴跌至史无前例的-40.32美元/桶。最终凌晨2点30分，当日结算价报-37.63美元/桶，跌幅约为305%，出现了该合约上市以来第一个负值结算价。

根据中行“原油宝”协议约定并提前公告，4月20日为原油宝美国原油5月合约当月的最后交易日，交易截止时间为北京时间22点。

为排除当日结算价为负值是由于交易所系统故障等非正常原因造成错价的情况，该行积极与芝加哥商品交易所及市场参与者联系求证，因此决定4月21日暂停挂钩美油合约的原油宝产品交易一天，未影响客户权益。

4月22日早上，中行发布公告，经该行审慎确认，20日WTI原油5月期货合约CME（芝加哥商品交易所）官方结算价-37.63美元/桶为有效价格。

至此，众多参与该产品的个人投资者出现了“穿仓”现象，不仅亏完了本金，还倒欠银行资金，而多数投资者对此没有任何心理准备，甚至对产品特点与风险毫不知晓，引发强烈不满，事态开始发酵。

二、原油暴跌为负的原因分析

此次历史罕见的“负”油价，形象验证了那句俗语“活久见”。但细细想来，作为商品之王的国际原油，在特定历史背景与市场环境下，供需极度失衡的压力、流行性的缺失叠加金融属性的放大效果，出现“负”油价亦在合理之中。

1、基本面供需双煞是根本原因

新冠疫情在全球大面积爆发，全球经济按下了暂停键，交通、运输等行业用油需求大幅萎缩，原油需求快速塌陷；而3月6日OPEC+会议谈崩，沙特报复性开启价格战、产量战，供给快速增长叠加悲观预期，油价更是雪上加霜，虽然4月10日会议OPEC+达成了历史性减产协议，但对于极度塌陷的需求减少量来说仍不足够，同时减产是在5月份启动，4月份供需矛盾并未缓解，原油价格承压。

2、库存接近上限是直接原因

由于供需矛盾加剧，压力向价格传导的同时，也在向库存传导。近期库存持续攀升，源源不断的原油销售不出去，就只能放在库里，但库容毕竟有限，即便仓储成本最高的海上浮仓都装满了原油，各国都接近库容极限，从而导致运输费、仓储费等价格攀升，甚至高过油价。可能有人会问了：为什么不停产？对美国来说，页岩油企业众多，其开发具有周期短、成本高等特点，前期投入后如果关井，油气资源可能转移，无法再度开采，机会成本更大，所以很多中小企业宁愿以更低价格销售原油，也要维持原油开采，甚至个别地区出现了负油价。

3、流动性缺失是导火索

WTI原油是实物交割，4月份最后交易日是20日，越临近交割，市场流动性就越小。不选择进行实物买卖的投资者一般会选择提前离场。但部分机构如中行没有及时平仓导致临近交割仍有大量持仓，而这些机构都不是想参与交割的，恰如前文所说，即使这些机构选择交割，已经没有库容，也没有运输条件来进行交割，所以只能选择平仓，但在市场没有足够对手盘的情况下，卖单只能通过不断的调低价格来平仓，如果依然没有买方呼应，价格就继续向下跌为负值，原油的金融属性会被放大，恐慌性抛盘的情况下，价格会快速失真，所以-40美元/桶的油价并非完全反映基本面，而是极端情况下的金融属性放大后的特例。

三、“原油宝”事件孰是孰非

面对“穿仓”的责任与损失，如果非要追责，其实双方都有责任，银行参与衍生品专业能力不足、产品设计存在风险漏洞、对风险事件敏感意识不强、未对投资者进行相关风险提示等都是导致风险发生的间接原因。而对投资者来说，对参与的产品一知半解，未深入了解产品，风险防范意识薄弱，是导致风险的直接原因。

1、银行的专业水平及监管机制遭到质疑

虽然银行的所有操作都是根据产品合同约定，但在此次事件中，暴露出中国银行

在参与金融衍生产品的过程当中存在的诸多问题。

(1) **产品设计存在漏洞。**“原油宝”产品对标的是美国WIT原油，是一种类期货产品，其具有双向交易、T+0、杠杆交易、到期交割等特点，虽然“原油宝”对客户实行全额保证金操作，但其他期货产品特点依然有效，尤其针对到期交割，个人投资者是无法进行交割的，所以临近交割时客户的选择只能是平仓或者移仓，而流动性问题是期货市场不言而喻的特点，专业的投资者都会提前布局进行移仓，所以产品设计中针对移仓时间的选择，应尽可能提前，但中行却选择在临近交割时移仓，在市场平稳期，可能风险不会很大，但在极端情况下，就是致命风险。

(2) **对市场风险敏感性不足。**其实在风险发生前，芝商所(CME)的各种举措已提醒市场存在“负油价”风险。据悉，4月5日，芝商所允许“负油价”申报和成交；4月8日，芝商所预告称，为了防止能源价格跌至负数，清算所计划调整期权定价模型以作为应对；4月15日，芝商所进一步宣布已经完成了负价格的测试准备工作。种种细枝末节，中行都应该对市场风险加以重视，但是其选择了置若罔闻。

(3) **投教工作缺失 监管工作不到位。**中行对“原油宝”的销售定位是平民化产品，从产品宣传、到前期销售、到后端服务都未对客户进行充分的风险教育，产品特点、产品规则等客户并不知晓，很多客户甚至对“移仓”“平仓”都不了解。此外，在极端情况下，中行也未履行市场风险提示义务，对可能发生的风险未及时告知客户。

2、投资者盲目投资 对产品知之甚少

中行“原油宝”算是给所有投资者一个警醒。参与金融衍生品市场，绝不能盲目，人云亦云。很多投资者购买“原油宝”，只是听别人说原油太便宜了，跌破成本价了，就赶紧去银行买了，而对产品到底是什么？有哪些规则？合约条款是什么？风险点是什么？一概不知，更别提对“交割”“移仓换月”的概念，可能都没有听说过。如果稍微懂些金融的投资者，知道国内期货市场参与原油期货有非常严格的要求，而购买银行产品没有任何要求，肯定会产生疑问，从而研究产品合约细则，就会发现，国内期货交易种种“苛刻”要求，是在保护投资者，允许合格的投资者参与其中，而将不具备金融知识的投资者拒之门外，是另一种更高级别的呵护与监管。

四、“原油宝”事件的经验启示

1、工欲善其事，必先利其器。投资者参与任何一个金融产品，都需要先下功夫

了解产品，包括产品规则、产品特点、产品风险等，同时考虑是不是适合自己，应该如何进行交易。此外需要选择专业机构进行投资，比如“原油宝”产品，是一种类期货产品，但在银行购买买卖价差高、交易手续费高，交易滑点高，没有涨跌幅限制等，这些无疑增加了客户交易成本，也放大了交易风险。相反，国内期货市场经过十多年的快速发展，监管机制已经非常完善，投资者可以选择直接参与国内期货市场。对于原油期货来说，国内期货对投资者有一定要求，投资者可以考虑参与其关联产品，待满足条件后再行参与，或者直接在持牌期货公司开通境外期货账户，参与外盘交易。

2、专业能力与产品设计的重要性。对金融机构来说，核心竞争力就是人才的竞争，专业团队是公司创新发展的源动力。而好的产品依赖专业团队的研发，一个产品的诞生，不仅仅是一个好的想法，从合约设计、条款细则，到风险控制、风险管理及监督等需要面面俱到，同时需要重视前端营销、后端服务的配套管理，需要做好客户风险告知、投资者教育、风险揭示等工作。只有真正重视产品研发与风险管理，才能防患于未然，产品业务才能做大做强。

3、监管政策调整的迫切性。国内期货市场由中国证监会监管，目前形成了规范的监督管理体系，尤其重视风险揭示、风险监督与管理、投资者适当性管理等，在很大程度上保障投资者利益。而银行由中国银保监会监管，目前不允许银行参与除黄金、白银以外的期货产品，而中行“原油宝”产品属于类期货交易，对标境外原油期货市场，目前处于监管的灰色地带，相关配套管理制度缺失，给投资者带来非常大的风险隐患。后期迫切需要监管政策进行调整，对银行业参与境外衍生品市场进行规范，同时逐步放开银行参与国内期货市场的限制，尤其对于国内原油期货来说，上市两年多以来，市场运行平稳，市场参与度较高，为国内企业提供了很好的风险管理和定价工具，如果银行能将SC原油纳入产品设计中，将进一步提升国内原油活跃度，从而为我国在争夺亚洲市场定价权的进程中更进一步。

(西部期货 周美莉)

免责声明:本报告中的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不作任何

保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价。本报告由西部期货有限公司提供，我公司具有投资咨询业务资格，本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。