

存款合同还是金融衍生交易？

——HF 银行“双利存款”诉讼解析

北京大学法学院 刘燕

内容摘要：

银行个人理财产品通常是一种固定收益计划，但有时又嵌入了金融衍生工具从而增加了市场风险。国内首例公开报道的银行理财诉讼——HF 银行双利存款诉讼显示，在“存款”名义下发生的是“存款合同+期权合同”的场外金融衍生交易，在银行与客户之间形成了新的收益-风险分配模式。客户承担理财产品市场风险的决策基础是银行的信息披露与风险提示义务。银行如何履行信息披露义务不仅决定了 HF 双利存款诉讼的结局，同时也是银行个人理财纠纷中区分市场风险与法律责任的关键。

关键词：双利存款 银行个人理财合同 期权合同 金融衍生交易

目录

一、基本案情	2
二、双利存款交易的法律性质	4
三、银行理财产品中金融衍生工具的特殊风险	6
四、银行在个人理财业务中的信息披露义务	8
五、外汇理财产品损失计量的特殊问题	9
结语	10

2008 年金融海啸不仅给全球经济带来了巨大冲击，也直接影响到我国商业银行推出的众多挂钩境外货币、商品或股票的个人理财计划。消费者因银行理财产品“零收益”或“负收益”而投诉或维权成为当前一个热点问题。然而，由于很多理财产品涉及复杂的金融衍生工具，相关的法律规则在我国又几乎是空白，给人们判断究竟损失是单纯的市场风险还是可归责于银行的法律责任带来了较大困难。一些理财产品争议在监管部门与法院之间相互推诿，也引起了消费者更大的不满。媒体关于某银行“沪深 300 中国指数基金挂钩可转换结构性投资”产品陷入“消费者维权、监管者建议走司法程序、法院因看不懂产品说明书而未予受理”的怪圈报道，就是一个最典型的例子。¹

在这一背景下，2008 年 10 月底外资银行——HF 银行因发售“双利存款”产品而被客户告上法庭，就成为备受瞩目的一个事件。它不仅是北京地区第一起银行因个人理财业务而成为被告的案件，也是国内第一例公开报道的银行个人理财民事诉讼，为我们了解银行理财产品的基本交易结构、辨析市场风险与法律责任提供了一个很好的标本。截止本文写作时，该案尚未审结，但其核心争议——双利存款交易的法律性质——已经充分展示了银行理财产品交易结构的复杂性，其中嵌入的金融衍生工具更提出了一些全新的法律问题。鉴于“双利存款”是我国商业银行个人理财业务中最主要的外汇类理财产品，随着全球金融危机的深化，此类理财产品的争议或诉讼或许会越来越多，本文拟针对诉讼中的核心争议进行解析，并结合双利存款交易的实质，对银行个人理财纠纷中市场风险与法律责任的划分、损失计量等问题进行初步探讨。

一、基本案情

2008 年 7 月，贾先生在 HF 银行办理了“双利存款”，分别存入 17.9 万美元和 11 万加元。到期后，贾先生发现账户里的美元和加元变成了 30 万澳元，折合成人民币计算损失了 31 万余元。为此，贾先生起诉到法院，指控银行“侵吞存款”，要求返还美元和加元并赔偿损失。银行方面则表示，双利存款并非存款，而是一种理财产品，实质是存款附加外汇期权交易的组合。如果市场走势出现波动的话，就可能带来损失。²

或许是因为“双利存款”过于技术性，媒体关于该案的广泛报道中对交易结构大多语焉不详，相关金额之间也多有细微出入。这里，笔者综合各媒体的报道及 HF（中国）公司网站对“双利存款”业务的介绍，³ 还原出其交易的本来面目如下：

“双利存款”又称“结构性存款”或“挂钩存款”，是我国商业银行个人理财业务中最

¹ 胡俊华，“追踪：齐呼看不懂，渣打产品说明书竟成‘护身符’”，《每日经济新闻》2008 年 11 月 21 日。

² 付中，“美元变澳元 客户起诉汇丰银行”，《法制晚报》，2008 年 11 月 14 日。

³ 资料来源：汇丰（中国）网站之投资理财页面，<http://www.hsbc.com.cn/1/2/personal-banking-cn/investment>；《CCTV12-中国法治报道》2008 年 12 月 15 日；“投资储蓄存风险 汇丰银行遇纠纷”，《BTV-特别关注》2008 年 12 月 12 日；“存款月亏 30 万客户认为遭欺诈 汇丰称已提示风险”，《北京晨报》2008 年 10 月 23 日；郭莹，“‘存款’月缩水 30 万 汇丰遭 600 万索赔”，《北京商报》2008 年 11 月 14 日；“未告知风险致资产‘缩水’ 客户告银行索赔 198 万”，《北京晚报》，2008 年 12 月 10 日；唐元春，“澳元贬值幅度惊人 人民币将继续升值”，《新民晚报》，2008 年 11 月 18 日。

常见的外汇类理财产品。⁴ 在双利存款交易中，客户在存入某种外币存款（如美元）的同时，还选择了另一种外币（如澳元）作为挂钩货币，就存款货币与挂钩货币之间的汇价水平与银行做了一笔外汇期权交易。客户卖出了挂钩货币兑存款货币的看跌期权（put option），为此获得了期权费收入，加上原存款利息，称为“双利”。银行则取得了挂钩货币的看跌期权，行权价为双方协商约定的汇率。如果合同到期时挂钩货币兑存款货币的市场汇率高于行权价，银行不行权，客户就可以以原存款货币取回本金、利息及期权费收入。但是，如果挂钩货币的到期市场汇率跌破行权价，银行就有权把该货币按照合同约定的汇率卖给客户，而客户则有义务承接该货币，交付自己原先存入的外币。

贾先生与 HF 银行办理的是一月期“双利存款”，合同订立日为 2008 年 7 月 18 日。贾先生存入两种外币——美元、加元，均选择了澳元作为挂钩货币。然而，由于金融海啸的影响，澳元汇率自 2008 年 7 月 15 日达到近年来的峰值后开始掉头向下，三个月内骤跌 40%。当贾先生的双利存款合同于 8 月 18 日到期时，澳元兑美元、澳元兑加元的汇率均低于协议中确定的协定汇率水平。因此，银行行使看跌期权，将澳元按照协定汇率卖给了贾先生，收取了贾先生存入的全部美元和加元。这些澳元折合成人民币金额比美元、加元折合的人民币少几十万元。“双利存款”不仅没有让贾先生获得一分钱的收益，也没有保住更值钱的美元和加元，故贾先生认为银行侵吞了他的存款。

下表中汇总了贾先生与 HF 银行签订的双利存款合同的主要内容以及履行结果。⁵

表 1 双利存款协议的主要内容

1、存款交易部分：	存款合同 I- 美元	存款合同 II- 加元
存入货币	美元	加元
本金	179,510 美元	111,440 加元
存期	31 天	31 天
存款利率	2.25%	1.125%
税后利息（以存款货币计）	330.41 美元	102.50 加元
期权费率	0.95%	1.13%
期权费（以存款货币计）	1703.35 美元	1259.32 加元
本金、利息、期权费合计（以存款货币计）	181,544 美元	112,802 加元
2、期权交易部分：		
挂钩货币	澳元	澳元
协定汇率（澳元兑存款货币）	0.968	0.9767
厘定日	2008 年 8 月 15 日	2008 年 8 月 15 日
厘定日汇率（澳元兑存款货币）	0.86	0.91
存款协议到期时，因市场汇率低于协定汇率，银行行使澳元看跌期权，以挂钩货币澳元支付存款本金、利息及期权费，两项存款合同下合计约 303, 038.19 澳元	187,545.20 澳元	115, 492. 99 澳元

⁴实践中，各家银行对此类产品的称谓不同，有“两得宝”、“汇如意”、“汇得盈”、“优利帐户”等等。参见袁铭良，“对比中外银行 指导私人财富管理”，《价值》杂志 2004 年 6 月 9 日。

⁵ 大部分数据来自于北京电视台法制栏目相关报道的截屏，小部分数据为据此测算的结果。

二、双利存款交易的法律性质

HF 双利存款诉讼中，当事人争议的核心是交易的性质，即该交易到底是存款合同还是投资合同。“投资合同”并非我国《合同法》上的概念，银行方面主张“投资合同”无非是强调该交易下的风险需要客户自己承担，因为“投资总是有风险的”。至于“理财合同”，现行《合同法》中也无迹可寻。实务中对于银行理财合同的法律性质先后出现了信贷、合伙、委托、信托、行纪等不同主张，其中以信托说最为流行，⁶ 每一种法律标签都很难直接适用于本文所讨论的案例。因此，HF 双利存款合同究竟属于何种性质，只能从交易本身的具体内容入手。

从前文还原的事实来看，双利存款合同中实际上包括了两项交易：一是外币存款；二是卖出挂钩货币的看跌期权。相应地，从客户贾先生的角度看，他事实上签订了两个合同，一是普通的外币存款合同，分别以美元、加元为存款标的；二是选择澳元作为挂钩货币，并卖出了澳元汇率的看跌期权，即以澳元看跌期权为标的的买卖合同。归纳起来，HF 双利存款诉讼中涉及两种合同、三种外币、一种常规银行业务以及一项金融衍生工具。

1、存款合同

存款是传统的银行业务，法律上的权利义务都比较清楚。尽管我国现行《合同法》没有“存款合同”的规定，但实践中关于个人存款（包括个人外汇存款）的法律规则可谓妇孺皆知，即“存款自愿、取款自由、存款有息、为储户保密”。⁷ 存款人将款项存入银行后，就不再有其他义务，而是享有到期获得利息及取回本金的权利。在我国目前“商业银行+国家信用”的政策格局下，个人存款基本上没有任何风险。

2、期权合同

期权合同是一种以期权为标的物的买卖合同。期权是指在未来某个时日或时期内买入或卖出特定资产（称为基础资产）的权利。买入期权的一方享有未来可行使的权利，例如按有利的价格购入或出售基础资产，而期权卖方负有在未来按不利价格接收资产或出售资产的义务。⁸ 当然，期权买方的权利是一种或有权利，其是否行使要看未来基础资产的价格变动情况。如果价格变动方向不利，期权买方可以放弃行使权利。因此，期权属于一种金融衍生工具，其价格取决于基础资产的价值变动。

金融衍生工具的基本功能是转移风险，期权也不例外。⁹ 以实质论，卖出期权一方扮演的是为基础资产的市场价格变动提供保险的角色，因为它把未来按照有利的价格买入或卖出

⁶ 有律师甚至主张，“投资者无论购买何种银行理财产品，尽管产品外在表现形式存在不同之处，但就法律性质而言，均应归属为信托方式，即委托理财产品均属信托法律关系。”见许军利，“银行理财产品存六大问题 律师提出五项建议”，《上海证券报》，2008年10月13日。关于对银行个人理财法律关系性质中各种观点的一个简要归纳，参见王云川，“商业银行个人理财业务法律分析”，《金融法苑》总第69期，中国金融出版社2006年版。

⁷ 关于存款合同法律性质以及内容的简要分析，参见吴志攀、刘燕，《金融法》，北京大学出版社2008年版，第138-140页。

⁸ 斯蒂芬·G·切凯蒂《货币、银行与金融市场》，郑振龙译，北京大学出版社2007年版，第205-207页。

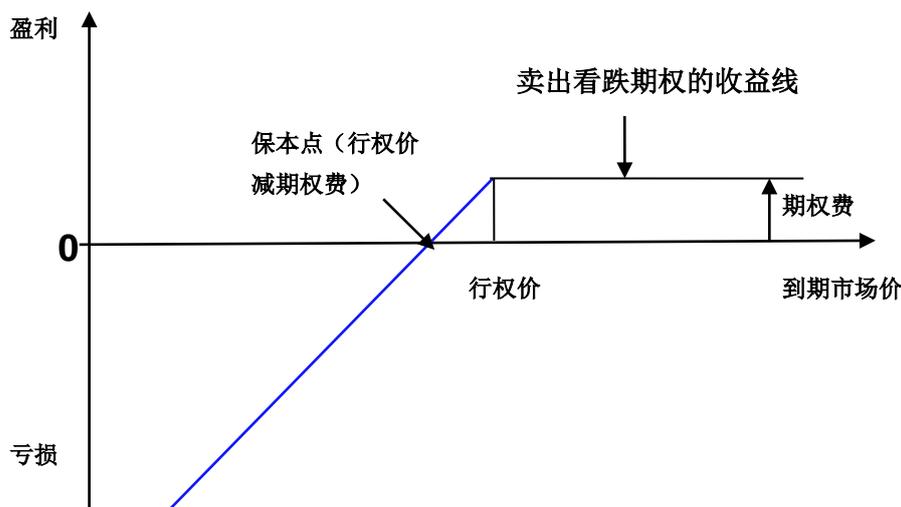
⁹ （英）迈哈伊·马图著，林涛、杜育欣、王晖、高强译，《结构化衍生工具手册》，经济科学出版社2000年版，第10页。

某种基础资产（如本案中的澳元）的权利赋予了期权买方，自己承担基础资产价格上涨或下跌的损失。而买入期权的一方就是投保人，获得了未来的保障。因此，卖出期权的一方有权先收取一笔保险费（即期权费），但需要在未来时日履行保险赔付责任。

3、卖出看跌期权

在 HF 双利存款诉讼中，客户是期权的卖方，而且卖出的是挂钩货币澳元的看跌期权。期权分为看涨期权（call option）与看跌期权（put option），前者指买入基础资产的权利；后者指卖出基础资产的权利。“卖出看跌期权”意味着：如果到期日澳元的汇率在合同规定的行权价之上，买入看跌期权的一方（即银行）不会行权，卖出看跌期权一方无须履行任何义务，可以保有全部期权费收入；但是，如果澳元汇率跌破了行权价，期权持有人有权按照行权价将澳元卖给看跌期权的卖方，市价与行权价之间的损失由期权卖方承担。如果市价与行权价之间差别不大，期权卖方还可以用事先收取的期权费来弥补价差。如果跌幅超过期权费，则卖方就会遭受实际损失；跌幅越深，损失越大。理论上说，可以一直亏损到澳元汇率跌到零，因此风险敞口是没有限制的。如图 1 显示，卖出看跌期权合同给卖方带来的是一种收益有限而亏损无限的状态。

图 1 卖出看跌期权的收益与风险

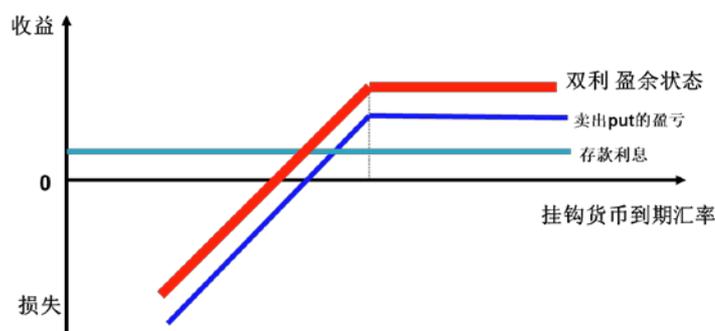


综合上述分析，HF 双利存款交易是一个“存款合同 + 挂钩货币看跌期权合同”的组合。银行作为澳元看跌期权的买方，通过支付期权费，获得了在未来澳元汇率下跌的情形下实现收益的权利，处于成本有限而收益无限的状态。相反，客户作为澳元看跌期权的卖方，获得了少许期权费（费率 0.95%），但需要承担未来澳元汇率下跌的损失，处于收益有限而亏损无限的状态。即使加上存款利息收入，在汇率剧烈下跌时，“双利”可能也不足以弥补期权合同下的损失。

因此，双利存款的总体效果并非通常意义上的无风险“存款”，而是一种金融衍生交易。客户卖出看跌期权就像是在参与一种对基础资产未来价格上涨的赌博游戏。如果赌的方向对了，可以赚取期权费；如果方向错了，就只能认赌服输。也就是说，如果存款到期时澳元汇率不跌反涨，银行将放弃行权，客户以美元、加元获得的“利息+期权费”折合年化收益率

将达到 13%-14%，远远高于普通外币存款利率，实现了“双利”。¹⁰ 但现实是澳元大跌，故而客户作为期权卖方蒙受损失也算是意料之中的一种结局。图 2 显示了贾先生在双利存款交易中的收益状态，它是一个基于挂钩货币汇率变动水平的函数。

图2 贾先生在双利存款下的收益-风险状态（红线）



三、银行理财产品中金融衍生工具的特殊风险

双利存款交易的法律性质——名为存款，实为金融衍生交易——也反映了我国目前（注：2008年）银行理财产品中结构性理财产品的一个共同特点，即在传统的固定收益计划中嵌入金融衍生工具，一方面提升了收益水平，但同时增加了很强的波动性。不仅如此，由于银行理财产品中的金融衍生交易属于场外衍生交易，这进一步放大了个人客户所可能承受的风险。

金融衍生交易有场外与场内之分。场内交易指在集中的、有组织的交易场所中公开交易的金融衍生工具，它们具有统一的、标准化的合同条款以及强制性的风险控制安排。场外交易指不在交易所内交易，而是由金融机构与客户之间、或者金融机构之间进行的一对一的私下交易，其合同条款基于交易双方的需求而自主拟订。场外金融衍生交易最大的优势在于其产品或交易的设计可以量身定做，满足客户特定的需要；但它也带来了新的风险：当交易对手之间信息不对称时，如果拥有信息的一方发生道德风险，则信息劣势的一方不论是在交易结构中还是风险控制手段方面都可能处于比场内交易时更不利的地位。HF双利存款合同就是一个典型的例子，银行与个人客户之间在双利存款交易中的收益-风险安排是不对称的，客户承担的风险远大于银行。

第一，个人客户作为期权卖方本身蕴含的收益-风险不对称。

如前所述，在期权合约中，期权卖方扮演的是保险人的角色，先取得有限的保险费（期权费），但未来承担无限大赔付责任。一般来说，充当期权卖方的大多是实力雄厚的金融机构或者有套期保值需求的客户，前者可以通过在境内外金融市场中进行对冲交易将风险转移

¹⁰ 年化收益率的计算公式为： $[(利息+期权费) \div 存款本金] \div 31 \times 360$ 。结合表1中的数据，美元存款的年化收益率计算过程为： $[(330.41+1703.35) \div 179510] \div 31 \times 360 = 13.16\%$ ；加元存款的年化收益率计算过程为： $[(102.5+1259.32) \div 111440] \div 31 \times 360 = 14.19\%$ 。

出去，后者为了满足未来对基础资产的实际需求，愿意承受市场价格波动的风险。¹¹ 相反，在银行进行个人理财的客户主要是为了获得比较稳定、可靠的投资收益，本质上说并不适合扮演保险公司的角色。从这个意义上说，这种将个人客户置于期权卖方地位的交易结构在设计上是有问题的。事实上，不仅是个人客户，我国近年来在金融衍生交易中遭受重大损失的企业，如 2004 年的中航油（新加坡）公司，2008 年的中信泰富公司、深南电公司，都是因为充当了卖出期权的一方，以获得的微薄的期权费收入为代价承担了巨大的市场风险。¹² 可以说，缺乏金融衍生品专业知识的客户（不论是个人还是公司）充当“期权卖方”，这是对其风险控制能力的极大挑战。

第二，银行理财作为场外金融衍生交易恰恰不利于期权卖方控制自己的风险。

在场内交易中，由于交易所有逐日盯市、每日结算的强制性制度安排，因此卖出期权的一方可以随时了解自己的风险敞口，及时采取平仓措施止损或者被交易商强制平仓，损失往往可控。但是，在银行与客户之间进行的场外衍生品交易中，银行通常并不向客户提供随时平仓的途径，即不允许客户随时按照市价赎回。¹³ 客户即使在签订合同后发现市场走势与自己的预期相反，也只能等待合同到期时确认并承担损失，除非客户自己能在公开市场上找到类似的品种做一笔对冲交易。由于我国目前尚不存在这些期权的公开市场，对冲交易只能到国际金融市场进行，或者再与银行做一笔反向场外交易。这显然不是一般银行个人理财客户的知识与能力做得到的。因此，对于客户来说，与银行缔结这种场外期权合同并作为卖出期权一方，其风险更加不容易控制。

第三，“卖出期权合同+存款合同”的安排给作为期权买方的银行提供了最充分的保障。

与客户所处的地位相反，银行在双利存款交易中的风险得到了完美的控制。对于场外期权交易的买方来说，其可能遭遇的主要风险是对手方履约风险，即当未来需要卖方履行偿付义务时却发现卖方无能力履行。因此，在期权有效期内，买方一般要求卖方提供担保品；当基础资产价格急跌时，还会要求卖方追加担保。在欧美国家 1994 年以及 2008 年两次金融衍生品危机中，期权卖方因头寸太大、无法应付追加担保要求而破产的例子比比皆是，这样也反过来损害了买方的利益。但是，在双利存款交易中，客户在银行办理的存款正好起到了全额担保品的效果。即使挂钩货币汇率急跌（这正是现实中澳元的情形），银行依然持有完整的担保品——美元存款和加元存款。当双利存款协议到期时，银行甚至无须通知作为对手方的客户就可以直接行权，扣收美元与加元存款，以澳元支付本金、利息、期权费。

尽管如此，上述风险因素本质上都属于银行理财产品的市场风险。如果客户在充分了解理财产品、特别是风险因素的前提下依然愿意缔结交易，承担风险，则法律上并不禁止。由

¹¹从套期保值的目的来看，卖出看跌期权的人通常是未来需要购买基础资产，担心价格上涨，因此通过卖出看跌期权的方式，或者锁定自己日后买入的最高成本（——当未来价格下跌而期权买方行权时），或者是通过赚取的期权费来弥补日后买入价格上涨的资产时多付出的成本（——当未来价格上涨而期权变成价外时）。因此，为套期保值的目的是而卖出基础资产的看跌期权，不论未来市场价格是上涨还是下跌，都是有利的可图的事情。

¹² 参见鲁晨光，“中航油错在头寸太大”，《证券市场周刊》2004 年 12 月 20 日；于晓娜，“中信泰富杠杆式外汇合约魔鬼条款详解”，《21 世纪经济报道》，2008 年 10 月 22 日；李智、夏子航，“油价暴跌 深南电与高盛对赌原油期货酿巨亏风险”，《每日经济新闻》2008 年 10 月 23 日。

¹³ 我国银行理财实务中，某些期限较长的理财产品给客户提供了定期赎回的机会，如中信银行发行的“中信理财之双盈计划 6 号”每半年开放赎回一次。但汇丰双利存款业务是 1 周-1 月的短期理财产品，因此没有提供赎回安排。

于客户获得理财产品信息的主要来源是银行的推荐介绍，因此，银行的信息披露往往成为客户决定是否参与理财计划、购买理财产品的决策基础。

四、银行在个人理财业务中的信息披露义务

在类似双利存款的复杂理财产品中，基于银行与客户之间信息不对称，银行负有充分的信息披露和风险提示义务。这不仅是诚实信用原则等一般合同法理的体现，也是金融监管规章的强制性要求。我国银监会 2005 年发布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》（以下简称《理财管理暂行办法》）第 37 条规定：“商业银行利用理财顾问服务向客户推介投资产品时，应了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力，评估客户的财务状况，提供合适的投资产品由客户自主选择，并应向客户解释相关投资工具的运作市场及方式，揭示相关风险。”因此，银行的信息披露义务主要有两个方面：第一，向客户提供“合适的”投资产品；¹⁴ 第二，充分告知投资产品的信息，特别是潜在的风险。

投资产品的“合适性”，是与客户的财务状况、风险偏好、风险认知能力和承受能力等因素联系在一起的概念。《理财管理暂行办法》要求银行“了解你的客户”，甚至对于某些理财计划设置了“人民币应在 5 万元以上，外币应在 5 千美元”等准入门槛。由于近年来我国居民个人收入水平上升很快，上述门槛并没有将大多数个人客户拦在金融衍生交易的大门外。例如，在 HF 双利存款交易中，贾先生是 HF 银行的 VIP 客户，本身也是富有经验的跨国公司的高管人员，在财务状况、风险认知与承受能力都远远超出了现行监管法规设置的或者银行自己确定的各种门槛要求，因此，理财产品本身的“合适性”并未成为争议问题。

但是，有财力并不等同于愿意承担相应的风险，毕竟个人客户选择在银行理财而不是到证券市场直接投资，本身就反映出其对风险的倾向。因此，关键在于客户做出的承担特定理财产品风险的意思表示是否受到银行有意或无意的误导，银行对相关产品是否进行了充分的信息披露与风险提示，以便客户在充分了解信息的基础上进行决策。调查显示，当前银行个人理财争议中最突出的问题，就是银行在推销理财产品过程中夸大收益，隐瞒风险，“忽悠”个人客户。¹⁵

在 HF 双利存款诉讼中，双方当事人对于银行方面在缔约过程中信息披露的内容、形式都存在分歧，尚有待法庭基于最终的证据加以裁断。从局外人的角度看，该项理财产品的名称——“双利存款”——无疑具有很大程度的误导性。由于卖出看跌期权的嵌入，大大增加了客户承受的市场风险，该产品已经完全背离了常识意义上的无风险“存款”的含义。此外，“双利”的表述也容易让人误认为“双倍”或“双份”存款利息，忽略了这里的“双利”实际上具有完全不同的含义。更何况，期权费这种收益从来都是不确定的，它会随着基础资产市价跌破行权价而被逐渐侵蚀，最终被标的物的市价损失完全抵销。笼统地称为“双利”，完全模糊了期权费收入与利息收入的本质区别。

¹⁴银行“提供合适的投资产品”的义务，是我国金融监管规章对于银行施加的一项非常重大的义务。它目前尚未引起理论与实务界重视，但随着理财纠纷更多进入司法程序，对这一义务的解释必然会引起很多争议。与它相类似的原则在美国证券法下称为“适当性原则”（*suitability principle*），指经纪人对个人客户推荐购买股票或其他证券时必须履行的谨慎注意义务，考虑投资建议是否符合客户的投资目的以及承受能力，以保护缺乏专业知识和判断能力的小投资人免受经纪人的剥削。参见 Robert H. Mundhem, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: the Suitability Doctrine*, *Duke Law Journal*, Vol. 1965: 445. 该原则是否适用于银行信贷业务或场外衍生交易，是英美国上上个世纪 90 年来争议不断的一个问题。

¹⁵金革革，“银行理财‘猫腻’大起底”，《上海证券报》，2008 年 11 月 19 日。

正是因为现实中理财产品在名称上哗众取宠引发争议，中国银监会办公厅在 2008 年 4 月紧急出台了《关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》，明确禁止商业银行为理财产品命名时，“使用带有诱惑性、误导性和承诺性的称谓和蕴含潜在风险或易引发争议的模糊性语言”。HF 银行如何证明其在缔约过程中信息披露的方式足以克服“双利存款”名称的误导性，恐怕将决定这场备受瞩目的诉讼的最终结果。

从某种意义上说，银行信息披露义务的履行也决定了理财产品中市场风险与法律责任之间的界限。理财产品的市场风险源于理财产品本身的特性。个人客户在充分了解信息的基础上购买理财产品，参与金融衍生交易，表明其自愿承担理财产品的市场风险，法律无须介入。但是，如果银行在理财产品信息的披露过程中存在误导、隐瞒或欺诈，导致客户对理财产品的风险做出了错误的判断，从而加入了特定的理财计划；或者银行将高风险-高收益的理财产品推销给不具有风险理解能力和承担能力的客户，则银行应当对该理财产品的市场风险所导致的客户损失承担责任。

五、外汇理财产品损失计量的特殊问题

“双利存款”属于外汇理财产品，其损失计量与普通的人民币理财产品相比更为复杂，涉及到外币以及人民币两种不同的价值尺度。目前各媒体关于 HF 双利存款诉讼中客户损失的报道均以人民币计量，如“1 个月存款损失了 31 万元”或“银行侵吞存款 31 万元”，很可能混淆了外汇汇率与人民币汇率的不同适用范围。

具体来说，HF 双利存款下的存款货币（美元或加元）与挂钩货币（澳元）均为外币，前文所讨论的期权合同的风险或损失都是针对这两种外币之间的汇价关系而言的。对作为期权卖方的客户来说，由于银行行权，客户不得不接收已经贬值的挂钩货币——澳元，相对于其原持有的美元、加元资产出现了财富缩水，这是卖出货币期权合同的一种正常结局，反映了客户对澳元兑美元汇率、澳元兑加元汇率的市场走势做出了错误判断。

当客户在双利存款合同到期日接收澳元后，如果其未结汇（即兑换成人民币）而是继续持有澳元，此后澳元兑人民币的价格又发生了下跌，则客户还会遭受更多的损失。但是，这种新增加的损失是由于澳元兑人民币汇率的市场变动所致，与以澳元兑美元（或加元）汇率为标的的双利存款合同之间并无直接联系。

从现实中的汇率变化来看，澳元兑人民币的汇率在双利存款合同期（2008 年 27 月 18 日-2008 年 8 月 18 日）内贬值了 9.8%，合同到期后的一个月（8 月 19 日至 9 月 16 日）又贬值了 9.3%，正好形成了两波完整的下跌。从折合的人民币金额看，在 8 月 18 日合同到期时，银行以澳元向客户支付存款本金、利息、期权费，折合成人民币比直接取得美元、加元折合的人民币金额少了 16.5 万元。到了 9 月 16 日，该笔澳元折合人民币又跌去了 16.8 万元；相对于同日的美元、加元汇率折合成人民币计算，则少了 31 万元。这大概也是媒体报道的“存款损失 31 万元”的由来，它实际上是将双利存款合同履行完毕一段时间后（8 月 18 日至 9 月 16 日）内的澳元贬值全部记入了“双利存款”合同名下。

表 2 列示了损失计算过程，其中第④行、第⑥行分别显示了合同到期日的损失、持续持有澳元增加的损失。第⑧行显示了贾先生 9 月 16 日时持有的澳元相对于持有原存款货币（美

元及加元)折合人民币计算出的损失额,这也正是媒体所报道的31万元损失额。

表2 双利存款合同项下损失计算过程

损失计算步骤	美元存款部分	加元存款部分	人民币合计(元)
①存入日(2008年7月18日) 存款货币兑人民币	r=6.8238 1,224,940.34	r=6.7838 799,596.67	2,024,537.04
②到期日(2008年8月18日) 存款货币兑人民币	r=6.8665 1,246,571.88	r=6.492 732,310.58	1,978,882.46
③到期日澳元兑人民币	r=5.9842 1,122,307.99	---- 691,133.15	1,813,441.14
④到期日以人民币计量的损失 额(③-②)	-124,263.89	-41,177.43	-165,441.32
⑤9月16日澳元兑人民币	r=5.4282 1,018,032.85	626,919.05	1,644,951.9
⑥9月16日因继续持有澳元而 增加的人民币损失(⑤-③)	-104,275.04	-64,214.10	-168,489.14
⑦9月16日时如果继续持有原 存款货币	r=6.8203 1,238,184.54	r=6.3794 719,609.08	1,957,793.62元
⑧9月16日时持有澳元相对于 持有原存款货币折合人民币的 损失额(⑤-⑦)	-220,151.69	-92,690.03	-312,841.72元

从表2第②行还可以发现,双利存款在到期日即使以原存入货币支付,折合成人民币计量也比当初存入的本金折合人民币金额(第①行)少了4万多元。这笔损失是由于存款期内加元兑人民币汇率的下跌造成的,也是与双利存款合同本身无关的损失。

笔者以为,对于客户在双利存款合同结束后因继续持有澳元资产而增加的人民币损失,如果银行在合同到期时通知了客户其外汇存款已转为澳元,则该部分新增损失应属于合同一方本可以采取加以消除的损失。即便认为客户因与银行发生争议而拒绝接收澳元,因此也不可能采取“减少损失”的措施,此项损失或许属于“双利存款”合同项下的损失,但无论如何也无法归入“银行侵吞存款”的范围。

结语

针对当前银行个人理财“零收益”、“负收益”引发的风波,有金融专业人士精辟地指出:“结构性理财产品本质是固定收益证券,但因嵌入了金融衍生工具,使其收益的计算变得扑朔迷离,普通投资者难窥其真实面目,在信息不对称的情况下‘愿赌不服输’,但银行却有合同护体。只有揭开结构性理财产品的利益链条,暴露出掩盖于复杂的期权语言和专业表述下的市场风险以及道德风险,才能让买卖双方真正认清自己的责任。”¹⁶

本文通过HF银行双利存款交易结构的考察,清晰地展示了在“双利存款”名下实际发生的是集“存款”与“挂钩货币的卖出期权合同”于一身的金融衍生交易,银行与个人客户

¹⁶“熊市‘避风港’?揭开银行理财产品‘画皮’”,《证券市场红周刊》,2008-11-24,来源:www.stockstar.com。

之间形成了金融衍生产品的买卖合同关系。“双利存款”已经不是通常意义上的“存款”，而是一种收益有限、风险无限的金融工具，且因其场外金融衍生交易的属性，给个人客户控制风险施加了更大的障碍。

基于当前普通公众对于银行理财与证券市场投资之间差异的认知，商业银行在个人理财产品中广泛地嵌入金融衍生工具是否合理，是金融监管中一个尚存争议的问题，本文因主题所限，不予置评。从合同的角度看，银行与个人理财客户之间并非单纯的买卖合同对手方关系，银行还负有提供“合适的”投资产品、充分披露产品信息、提示风险等义务。从这个角度看，目前一些银行以“双利存款”、“结构性存款”、“挂钩存款”之名出售金融衍生产品，在一定程度上构成了对公众的误导。如果银行疏于履行信息披露义务，导致客户产生重大误解，或者欺诈客户，客户基于一般合同法理有权撤销或者解除特定的理财合同。

本文的研究也显示，对于嵌入了期权、外汇等金融工具的银行理财产品，其权利义务、收益风险的分配方式都呈现很强的技术性特征，在确定责任、计算损失等方面需要更加细致的分析，区别市场风险与当事人行为带来的法律风险。通过法律分析方法的改进，司法实践才能更好地保护各方主体的合法权益，为迅速发展的银行个人理财业务提供坚实的法律基础。

后记：

作为对 2008 年危机下银行理财产品纠纷的回应，中国银监会修订了《金融机构衍生产品业务交易管理暂行办法》（2011 版），不再允许银行向客户销售可能导致无限损失的裸卖空衍生品。