

近千份裁判文书折射金融机构适当性义务履行困境

# 稳健型理财为何不再“稳健”？

### 2022年是“资管新规”全面实施的第一年 全面净值化后的银行理财产品 经历两轮“破净潮”

#### 第一轮

3月开始,到当月底,有超过2000只银行理财产品破净,占全部银行理财产品的9.23%

#### 第二轮

11月~12月,破净银行理财产品数量超过6000只,占比超25%

两轮“破净潮”中,大多数“破净”的产品为固定收益类产品。

现在市场上固定收益类产品的风险等级在二至三级,也就意味着投资者对于风险的厌恶程度偏高。

截至2022年底,固定收益类银行理财产品存续规模为26.13万亿元,占银行理财存续总规模的94.50%。这类产品以债券为主要投资方向,被认为风险较低,“稳健型”投资者是其主要购买者。

证券时报记者 潘玉蓉

“稳健型理财也会亏”,是过去一年银行理财投资者的共同记忆。

“稳健型理财三个月竟然亏损20%”,“我购买的稳健型低风险理财,又不是基金现在亏损严重”,“平民老百姓真玩不起这种会猛跌的‘稳健’理财”……一些理财互动平台上,类似的吐槽不在少数。

人们普遍认为安全的“稳健型”理财,何以不再稳健了?

## 大跌的“稳健型”理财

2022年是“资管新规”全面实施的第一年,全面净值化后的银行理财产品露出了锋利的“牙齿”:一年内经历两轮“破净潮”,并由此引发了较大规模的“赎回潮”。

第一轮“破净潮”从2022年3月开始,到当月底,有超过2000只银行理财产品破净,占全部银行理财产品的9.23%。华宝证券研报分析,第一轮“破净潮”主要受权益市场大幅波动影响,破净的理财产品约有九成是“固收+”或混合类产品。到了2022年11月,受债券市场大幅震荡影响,银行理财市场再次遭遇“破净潮”。12月,破净银行理财产品数量超过6000只,占比超25%。面对大面积固收产品破净的情况,11月中旬,理财产品“赎回潮”再现,且“赎回潮”和信用债下跌形成了一定的负反馈,进一步“扩大”了理财“破净”的面积。

华宝证券研报表示,这两轮“破净潮”中,多数“破净”产品为固定收益类产品。现在市场上固定收益类产品的风险等级在二至三级,也就意味着投资者对于风险的厌恶程度偏高。

截至2022年底,固定收益类银行理财产品存续规模为26.13万亿元,占银行理财存续总规模的94.50%。这类产品以债券为主要投资方向,被认为风险较低,“稳健型”投资者是其主要购买者。在黑猫投诉平台上,银行理财产品的投诉数千件,其中不少是因“稳健型”理财而起。被认为较低风险的稳健型产品出现净值大跌,显然与投资者对这类产品的判断出现了错位。为何会出现这种情况?

## 何为“稳健型”?

“稳健理财不稳健”被频繁吐槽,那么,到底什么是“稳健型”?证券时报记者统计发现,不同金融机构对“稳健型”的定义不尽一致。

目前,市场上多数银行对产品的风险等级和客户的风险承受能力都划分为5档,但其定义并不一致,导致出现了多种对应关系。

比如,同样是风险测评结果为“稳健型”的客



### “如果能将金融机构销售适当性义务明确为‘法定义务’,对于投资者保护工作而言 将是一个重大的进步”

北京航空航天大学法学院教授、中国法学会保险法学研究会副会长兼秘书长任自力在裁判文书网提取135份文书(除重,截至2021年2月)发现,135份文书中,投资者胜诉案件仅为28.15%。

此外,北京航空航天大学法学院助理教授李游在“威科先行·法律信息库”提取834份文书(除重,截至2022年7月31日)研究发现,有48%的样本被判投资者自行承担损失,即买者自负。

行对理财产品的风险评级采用五分法,但也有采用六分法的。大多数银行,R3指代中风险,但在兴业银行、交通银行则是以R4指代中风险。

“稳健”、“进取”这些含义不统一的客户标签,以及产品风险等级五分法、六分法的同时存在,加大了投资者理解和辨识理财产品产品的难度。同时,给客户打标签的规则由各销售机构内部掌握,外界难于监督其合理性,也给投资者保护增加了难度。

有分析认为,“资管新规”后,银行理财发生了三大重要变化:一是用来保障兑付的资金池已经不复存在;二是摊余成本法被限制使用,银行理财失去了净值波动调节器;三是过去银行理财不少投资于有增信措施的信贷资产,现在也已回表。因此,在银行理财的语境里,过去的“稳健型”与现在“稳健型”的含义已经大不相同,如果还用旧日标签而不提示变化,易对投资者形成误导。

## 分类不统一的背后

银行对理财产品实施风险分级的依据,来自2011年发布的《商业银行理财产品销售管理办法》。各银行根据《办法》要求,评估投资者的风险承受能力,给理财产品定风险等级,再将两者进行匹配,在形式上完成了对应关系。然而,银行对产品的风险评级是否合理?对客户的风险承受能力评估是否准确?二者对应关系是否严谨?《办法》中没有给出明确标准,现实中银行各有各的做法。

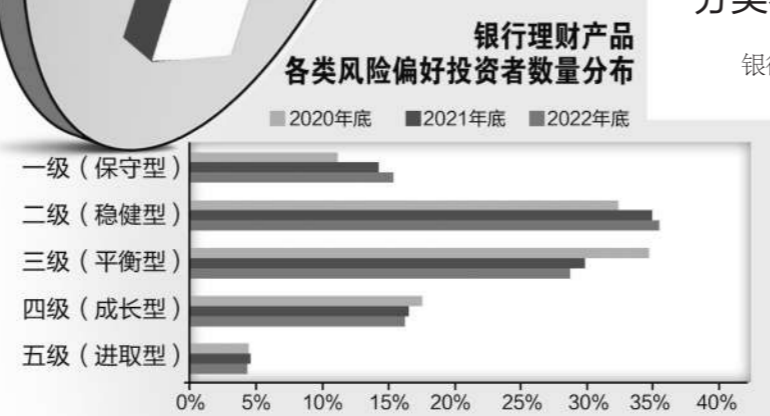
“资管新规”出台后,银行根据新的监管精神,加强了销售适当性管理动作的落实。进入新阶段,投资者发现,只要在银行做过风险评估,并真实签字,便很难在诉讼中占据主动权。

因为一进入诉讼,投资者发现自身会陷入论证困境:投资者质疑金融机构对自己的风险评估不合理,未能实质性地达到风险评估的目的,却又拿不出证据,因为风险评估问卷是按照金融机构设计的逻辑来做的,问卷中每个问题背后的含义、分值权重,投资者并不掌握,难以质疑其逻辑关系的合理性。多数时候,银行只要形式合规,拿出投资者的签字,便能向法院证明“将合适的产品卖给了合适的人”。

北京航空航天大学法学院助理教授李游曾以“适当性义务”为关键词,在“威科先行·法律信息库”提取834份文书(除重,截至2022年7月31日),研究发现,多数时候(62.47%),法院会根据形式审查来判定银行等金融机构是否履行了适当性义务,即通过查看投资者是否书面签字确认或者抄写风险内容,或者金融机构是否做了问卷评估这些外在形式,来判断金融机构是否履行了适当性义务。

法院在大多数时候偏向形式要件审查,加剧了

2022年底,持有理财产品的个人投资者数量最多的,便是风险偏好为二级(稳健型)的投资者,占比35.44%。风险承受能力在二级(稳健型)及以下的投资者占比超过50%。



数据来源:银行业理财登记托管中心等 本版制表:潘玉蓉 图虫创意/供图

户,在中国银行、平安银行、光大银行、民生银行,会匹配风险等级为R2(中低风险)的产品,而在建设银行、招商银行,则会匹配R3(中风险)的产品。在上述银行,R2级的内涵是,整体风险低,产品本金出现损失的可能性较小;R3级的内涵则是,收益波动较明显,产品本金存在一定损失概率。在投资上的差异主要体现在权益仓位的不同,R3中风险对应最高的股票仓位是20%。

由此不难发现,金融机构对“稳健”的定义不一致,导致“稳健型”对应的客户群体较为宽泛,既包括那些风险承受能力很低的人,也包括能承受一定本金波动、追求收益的人群。

有投资者看到自己被评定为“稳健型”投资者,就理所当然地认为所买的产品是风险很低的,其实走进了误区。投资者感到自己买的理财产品“货不对板”,是“稳健理财”被频繁吐槽的源头之一。

银行业理财登记托管中心数据显示,2022年底,持有理财产品的个人投资者数量最多的,便是风险偏好为二级(稳健型)的投资者,占比35.44%。风险承受能力在二级(稳健型)及以下的投资者占比超过50%。

类似的,在“谨慎型”、“成长型”和“进取型”客户的定义上,不同银行也存在差异。除了“谨慎”、“稳健”、“进取”这些客户标签不精准、易混淆之外,银行对理财产品风险等级的划分也不一致。据记者统计,大多数银

银行等金融机构履行适当性义务形式化、走过场的倾向。显然,如果将“形式履行义务”等同于“实质履行义务”,金融机构将很难再有动力真正落实“了解客户”“了解产品”“客户与产品匹配”“风险提示”的这一义务内容,从而对投资者造成不公平。

834份判决书里,也有法官认识到这个问题,在文书中表示,“对于销售适当性义务的履行,应当予以实质审查而非形式审查”。在“实质审查”阶段,法院要探究“匹配”的合理性基础,综合考量财产标准、投资经验等重要评估因素,实现客户意愿、能力与风险承担相匹配。

例如,北京金融法院公布的2021年十大典型案例中曾指出,既往投资经验能否免除金融机构适当性义务,应综合考量既往投资金融产品的属性、类别等因素,根据自主投资决策是否受到影响进行判断。

834份样本案例中,有14.99%的法院采取了实质标准,有22.42%的法院采取了形式+实质的综合标准。

李游对证券时报记者表示,采用实质审查的标准更接近实质公平,但如果对每个案件实施实质审查,也将加大审判负担。在商事纠纷中,采取形式审查还是实质审查,涉及商事外观主义和实质公平的考量,是一项需要进行法益衡量的工作。随着金融司法能力建设的强化,法官金融审判专业化水平的提高,理财纠纷的裁判将更加契合金融消费者权益保护的诉求。

展开实质性审查,对金融机构提出了更高要求。有业内人士表示,银行的现实难题是,对客户填写资料真实性的核查手段有限,也难以判断客户是否有欺瞒意图。但这些并不能成为金融机构让客户明确客户存在欺瞒等情形时,金融机构可减免责任。

## 近千份判决书揭示司法难题

随着资管行业的大发展,投资者适当性管理已成为资管行业的基石。我国《证券法》、《证券投资基金法》经过修订,销售适当性的要求已成为一项法定义务。

但是,银行理财、信托等金融产品的适当性管理规则,散落于各部门规章和指导意见中,是法院民事裁判的参考文件,尚不能作为统一法律适用的依据。

2018年至2019年,全国理财诉讼纠纷出现了爆发式增长。2019年11月,最高人民法院公布《九民纪要》,我国民事审判最前沿、争议最集中的疑难问题,终于迎来了一把尺子,其中关于金融机构销售金融产品的责任被认为是“史上最严”。

《九民纪要》首次规定了卖方机构的适当性义务,要求销售机构必须履行了解客户、了解产品、将适当的产品(或者服务)销售(或者提供)给适合的金融消费者。

《九民纪要》虽然对于统一司法裁判思路有一定作用,但是它仍然不是法律,效力存在局限性,各地法院对于其理解不同,在相关纠纷的裁判中,“同案不同判”的情况时有发生。

北京航空航天大学法学院教授、中国法学会保险法学研究会副会长兼秘书长任自力对证券时报记者表示,“现阶段,如果能将金融机构销售适当性义务明确为‘法定义务’,对于投资者保护工作而言,将是一个重大的进步。”

任自力在其题为《金融机构适当性义务的理论基础和规则完善》的论文中,以“适当性义务”为关键词,在裁判文书网提取135份文书(除重,截至2021年2月)发现,自2016年裁判文书网收录金融机构适当性义务的案例后,样本逐年增长。135份文书中,金融机构胜诉案件的比例为53.33%,部分承担责任的为18.52%,败诉占比为28.15%。

值得注意的是,虽然金融机构胜诉比例达到53.33%,但是相比金融机构作为当事人的其他类型案件而言,这个胜诉比例并不算高。可见司法机关在投资理财的纠纷中,更倾向于保护买卖关系中的弱势者。

在李游提取的834份判决书中,有48%的样本被判投资者自行承担损失,即买者自负;28%被判卖方赔偿全部,24%被判卖方承担比例责任。

结合我国的司法实践,任自力建议,金融机构适当性义务规则应从三个方面完善:一是应建立以功能为导向的统一监管模式,由监管机构发布适用于各金融机构的适当性义务基本原则与规则;第二,区分金融消费者和投资者,对于欠缺交易能力的主体予以倾斜保护,改进金融产品的评级规则及责任分配规则;第三,明确金融机构的责任减免机制及适用情形。

## 中央预算内投资将支持中小城市基础网络建设

证券时报记者 秦燕玲

国家发改委2月23日消息显示,2023年中央预算内投资计划已于近日正式下达。其中,计划支持首批11个中西部和东北地区省份超过100个中小城市,加快推进5G和千兆光网等基础网络建设。

工信部最新数据显示,截至目前,我国千兆光网具备覆盖超过5亿户家庭的能力,5G基站数量达231.2万个。千兆城市平均城市家庭千兆光纤网络覆盖率超过100%,平均每万人拥有5G基站数达到22.2个,平均5G用户占比达到38.9%,均高于全国平均水平。其中,84个千兆城市重点场所5G通达率达到100%。截至2022年底,我国千兆用户突破9000万户,5G用户突破5.61亿户。

发改委表示,下一步将继续加大对中西部地区中小城市基础网络建设的支持力度,加快新型基础设施建设,促进区域协调发展,助力推进以县城为重要载体的城镇化建设。

## 商务部:推动更多外资项目早签约早建设

证券时报记者 江皓

2月23日,商务部举行例行新闻发布会。新闻发言人束珏婷透露,目前已有数十家跨国公司总部与商务部对接近期来华商务考察的相关安排。商务部将充分发挥重点外资项目工作专班机制作用,做好对接服务,为企业高管来华开展投资洽谈提供更多便利,推动更多外资项目早签约、早落地、早建设。

公开信息显示,1月底,德国大众汽车集团管理董事会主席奥博穆一行抵达北京,进行了为期一周的中国访问。吉利母公司开云集团董事会主席弗朗索瓦·亨利·皮诺2月初对中国部分城市进行了考察。另据媒体报道,苹果、奔驰、辉瑞等众多巨头的高管均有近期到访中国的计划。

束珏婷表示,目前已有数十家跨国公司总部与商务部对接近期来华商务考察的相关安排。这充分显示出外资企业布局中国市场的积极意愿,体现了对中国发展前景的信心,也再次彰显中国对外商投资强大的“磁吸力”。

束珏婷说,我们将一如既往地欢迎各国投资者来华开展商务合作,扩大对华投资,共同把握中国发展带来的机遇。商务部将充分发挥重点外资项目工作专班机制作用,做好对接服务,为企业高管来华开展投资洽谈提供更多便利,推动更多外资项目早签约、早落地、早建设。

束珏婷称,1月中国吸收外资同比增长14.5%,从数据看,在全球跨国投资活动整体低迷的大背景下,中国的吸收外资保持了稳定的增长,这也充分说明大部分的跨国公司坚定选择投资中国,愿意在华长期发展。在各方的共同努力下,我们也有信心继续做好2023年的吸引外资工作,帮助外资企业在中国发展得更好。

## 旅游市场淡季不淡 春节后迎来“小阳春”

相较于春节、“五一”、国庆等传统旺季,春节后一段时间的旅游市场往往相对平淡。但多家旅游企业及旅游平台数据显示“淡季不淡”,旅游市场迎来“小阳春”。

随着气温逐渐回暖,江苏地区选择踏青赏花的游客逐渐增多。去哪儿大数据显示,近一周江苏省景区门票销量环比上周增长七成。携程数据显示,2月至3月赏花类度假产品预订量同比暴增880%。

商旅如家酒店集团最新数据显示,旗下中高端事业部2月8号RevPAR(平均每间可供出租客房收入)同比2019年恢复至142%,出租率90%以上的有72店。

商旅如家酒店集团总经理孙坚预计,人群流动的增加、展会市场的蓬勃发展将会对社会经济活动产生重大推动作用。下半年行业仍然会有比较大的发展空间。

华住集团相关负责人介绍,目前一线城市的酒店受到商旅市场回暖的影响,酒店的人住率和预订率明显提升,北京、上海以商旅出差为主的部分门店出现了连续高出租率的表现。

携程研究院高级研究员沈佳旋说,春季旅游市场将与传统旺季一样“火”。截至2月20日,在携程平台上预订2月至3月国内自由行产品的订单量同比增长446%,跟团游预订量同比增长188%。(据新华社电)

### 部分银行风险等级五分法

理财产品风险等级	R1 低风险	R2 中低风险	R3 中风险	R4 中高风险	R5 高风险
中国银行	C1谨慎型	C2稳健型	C3平衡型	C4进取型	C5激进型
建设银行	保守型	谨慎型	稳健型	进取型	激进型
农业银行	保守型	谨慎型	稳健型	进取型	激进型
招商银行	A1保守型	A2谨慎型	A3稳健型	A4进取型	A5激进型
平安银行	保守型	稳健型	平衡型	成长型	进取型
光大银行	谨慎型	稳健型	平衡型	进取型	激进型
民生银行	保守型	稳健型	平衡型	成长型	进取型

### 部分银行风险等级六分法

理财产品风险等级	R1 极低风险	R2 低风险	R3 较低风险	R4 中风险	R5 较高风险	R6 高风险
兴业银行	C1安逸型	C2谨慎型	C3稳健型	C4成长型	C5进取型	C6激进型
交通银行	保守型	稳健型	平衡型	成长型	进取型	激进型