

中国投资者适当性义务的制度检视与完善路径

李静蕾

华南理工大学法学院, 广州

摘要 | 作为金融消费者权益保护的核心制度, 中国投资者适当性义务的规则体系虽已初步形成, 但现行法律规范中仍存在诸多空白与冲突。投资者适当性义务是“卖者尽责”的核心内容, 也是“买者自负”的前提基础, 对于平衡金融交易双方地位、防范系统性金融风险具有重要意义。在分业监管模式下, 中国投资者适当性义务规则分散于不同层级的规范性文件中, 若简单参照各行业零散规定适用, 将面临义务主体边界模糊、履行标准不统一、合格投资者制度与适当性义务混同、司法审查流于形式等困境。建议系统梳理现行分散规范, 构建统一适用于全金融行业的适当性法律体系, 以功能监管为导向推进统一监管, 完善纳入既往投资经历的投资者分类机制, 明确合格投资者身份不当然排除适当性义务的适用, 以此保障投资者适当性义务功能的充分发挥, 推动金融市场健康稳定发展。

关键词 | 投资者适当性; 金融监管; 投资者保护

Copyright © 2026 by author (s) and SciScan Publishing Limited

This article is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>



1 引言

2005年修订的《证券法》规定, 对于违反适当性要求的证券公司可追究其民事责任, 投资者适当性义务自此引入中国, 经过二十余年的演进, 该制度框架虽已初具规模, 却依然受困于规则体系的碎片化、基础理论的模糊性, 以及实务适用标准不一等困境^[1]。2019年11月, 最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)在第五章中, 首次从司法审判的角度对“适当性义务”的内涵进行了清晰界定, 还着重压实了金融机构违背该项义务时所应承担的民事责任。然而, 学界对于《九民纪要》中关于投资者适当性义务的法律性质的界定并未达成普遍认同, 并且该文件也未能完全解决司法实践中遇到的问题。《证券法》在2019年经过修订后, 第八十八条首次将适当性

义务在全国性基本法律中予以规定, 该制度的设立, 深刻体现了立法机关对投资者权益保障的高度重视与坚定不移的政策导向。^[2]近几年, 有关法律文件集中发布, 反映出当下适当性义务的理论及适用问题亟待解决, 但即便如此, 这些条款的规定也不甚统一, 导致适当性义务的法律性质不详尽, 难以有效操作适用, 有待继续完善。

适当性义务最早是作为自律规范规定在证券领域, 但经过适用和发展逐步获得法律层面的认可及司法实践确认,^[3]明确了交易主体的风险分配与归责原则, 对于规范金融机构销售行为, 引导客户理性投资、平衡金融交易双方地位、维护金融市场稳定、防范金融风险分配不公发挥了正向作用, 并且得到立法者和监管者的认可。当前, 中国金融市场在快速发展的同时, 金融产品

作者简介: 李静蕾, 华南理工大学法学院硕士研究生, 研究方向: 民商法学。

文章引用: 李静蕾. 中国投资者适当性义务的制度检视与完善路径 [J]. 社会科学进展, 2026, 8 (6): 525-529.

<https://doi.org/10.35534/pss.0806092>

种类日益丰富,交易风险显著上升。在此背景下,完善投资者适当性义务相关制度、为处于弱势地位的投资者提供倾斜保护显得尤为重要。深入研究投资者适当性义务,不仅有助于构建公正的金融市场交易规则和风险分配机制,还能为立法和司法实践提供参考建议,并且,对于保护投资者权益、促进市场健康发展具有重要意义。

2 投资者适当性义务的理论基础

2018年4月27日,四部委联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称《资管新规》)出台,其强化投资者适当性管理是这份文件的核心内容之一。“卖者尽责、买者自负”在《资管新规》和《九民纪要》这两部规范性文件中均被强调为投资者适当性义务的核心原则。《九民纪要》第73条进一步强调了适当性义务在金融交易中对卖方与买方责任过渡的衔接作用,提出“适当性义务的履行是‘卖者尽责’的主要内容,也是‘买者自负’的前提和基础”。“卖者尽责、买者自负”原则是现代市场经济交易中各方需遵循的基本准则,二者之间联系紧密,是一个矛盾统一体,正确地理解和适用投资者适当性义务需要平衡好它们之间的关系。

在传统商品交易领域,“买者自负”长期作为基础市场交易准则,然而现代金融商品交易模式与传统实物商品交易存在本质区别。当下金融交易日趋复杂化、专业化、数字化,金融创新的推进导致了交易双方信息不对称和交易能力差异的加剧,这在金融衍生品的复杂领域尤为显著,监管套利的可能性依然存在。在此背景下,普通投资者与金融机构之间表面上的平等地位在实际交易中已不再具有实质性的意义。^[4]金融市场的高效与公平,实则建立在“卖者尽责”与“买者自负”这两种理念对立统一的基础之上。正是为了弥补传统“买者自负”逻辑的局限性,并切实为弱势投资者护航,部分成熟资本市场国家不再将其视作唯一的责任判定标准。取而代之的是,金融机构必须恪守“卖方尽责”的要求被提升到了前所未有的高度,以此在交易实践中实现对买方责任的约束与功能补足。

由于交易双方存在信息不对称、权力不对等问题,金融交易市场下的“买者自负”原则适用的条件的复杂程度远高于简单商品交易中的单纯意思自治,信息对称性、监管正当性、投资者适当性三者逻辑上是内含在金融交易中“买者自负”原则的三个前提条件^[5],金融监管对此衍发出一系列相应的制度以实现这些条件。首先,为了解决信息不对称的问题,强制性信息披露机制得以确立,通过压实卖方机构的信息公开义务,引导买方形成客观的风险预期,进而做出理性的投资抉择。其次,监管正当性则集中体现在对涉嫌欺诈发行、虚假陈述及操纵市场等扰乱市场交易秩序的非法行为的

严厉惩治上。但是现实中信息对称性与监管正当性并不能完全实现,投资者适当性义务及其有关制度则发挥了重要补充作用。最后,尽管投资者知悉市场信息,但受限于其有限理性,无法及时且准确地对这些信息作出反应。更何况,信息披露并非在任何时候都能发生效用的,由于投资者专业能力的缺乏,提供的信息并不能当然地就获得投资者理解,信息不对称的问题在金融机构与投资者之间始终存在。^[1]在中国更为显著的一个问题是监管正当性因为监管力量不足和权力寻租现象的存在不能充分体现。因此,投资者适当性义务成了信息披露和传统监管框架之外的关键补充。

3 中国投资者适当性义务制度检视

当前中国金融监管进入深度变革期,强监管、严监管态势持续深化。2023年10月召开的中央金融工作会议明确提出,全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。在此背景下,适当性义务制度体系日趋完善,已成为金融消费者权益保护的核心制度路径之一。随着《资管新规》《九民纪要》、2019年修订的《中华人民共和国证券法》,以及2022年施行的《中华人民共和国期货和衍生品法》等一系列规范性文件的陆续颁布,中国投资者适当性义务的法律框架已基本形成。上述规范性文件从立法、司法与监管三个层面,系统构建了金融机构履行适当性义务应当遵循的规则体系与行为标准。^[6]尽管中国投资者适当性义务的规则体系已初步成型,但在司法实践与市场运行中,该制度的落地执行仍面临诸多现实困境,主要包括法律要素不明、规则重叠冲突、裁判标准欠缺等问题。

3.1 法律要素不明确

自投资者适当性义务引入中国以来,其适用范围已从证券行业拓展至全品类金融机构。尽管如此,关于义务主体、义务内容和义务标准等法律要素尚未完全明确,仍需进一步的细化和确定。

首先,2019年《资管新规》与《九民纪要》的相继出台,推动中国金融领域监管态势实现了深度迭代与全面强化。与此同时,为达成金融风险全链条防控、投资者权益全方位保护的目标,适当性义务的适用边界得到进一步拓展,已逐步演变为金融机构应当普遍履行的法定义务——其不仅覆盖市场上绝大多数金融产品,义务承担主体也已扩展至包括产品发行人、销售者在内的全部金融机构及其从业人员。当适当性义务履行不到位,导致普通投资者因购买超出自身风险识别能力与风险承担能力的金融产品或服务而遭受损失时,与投资者直接接触并完成金融交易的销售者,无疑是最主要的义务承担者。但发行人、中介结构等在交易环节中与买方具有一定距离的主体被施以同样的适当性义务是否合宜?此外,金融机构的自然人由于并不具备履行适当性义务、

进行适当性管理、承担不适当性责任的能力，也不应当成为适当性义务责任主体。

其次，适当性义务的涵盖范围，学术界目前尚未达成普遍共识，依然存在着诸多争议与分歧。一种观点认为适当性义务只包含注意义务和忠实义务^[7]；相反，另一种观点则主张，适当性义务的内容应该进一步细化为三个层面：客户识别义务、履行告知义务和确保知悉义务^[8]。金融机构在践行客户识别义务的过程中，需全面核查并掌握客户的身份信息、财务状况及投资经验等相关情况，进而依据上述信息，对客户风险识别水平与风险承受能力作出科学、合理的评估与判断。在履行告知义务过程中，它们需要向客户提供详尽且准确的产品信息，并明确说明金融产品的风险和特点；在确保知悉义务得到充分履行这一问题上，金融机构应当保障客户能够充分理解金融产品的固有特性及潜在风险，从而使客户得以在全面掌握相关信息的前提下，通过理性分析作出符合自身需求的投资决策。实际上，不同的义务规则有着不同的具体内涵，并对于义务履行各有侧重。“适当性管理义务”主要强调金融机构应建立和完善相关的管理制度及操作流程，以确保在金融产品的销售和服务过程中能够符合投资者适当性的要求，是对“了解客户”义务的建构性履行方式的阐述；“客户与产品匹配义务”着重要求金融机构在进行金融产品销售或推介时，必须考虑到客户的具体条件，并为其提供与其个人情况相匹配的金融产品。而“风险告知说明义务”，重点强调金融产品销售方在开展销售活动过程中，需就所售金融产品的自身特性、潜在风险以及可能引发的不利结果，向客户进行全面、清晰的告知与详细说明。

最后，金融机构适当性义务的履行以具体投资者的个人情况所体现的投资者对风险的承担能力为关键，但中国目前尚未形成一个统一的标准。从实践中看，评估投资者的风险承受能力主要依赖于金融机构所设计的问卷调查，但金融机构所使用的问卷具体设计上存在差异，这种差异常常导致相同风险偏好的投资者在不同金融机构间被归类为具有不同风险承受能力。该现象的产生，折射出金融机构所设计的客户问卷可能存在科学性不足的问题，未能全面兼顾投资者的个人实际情况与真实需求，难以精准匹配投资者的个体差异。

3.2 规则重叠冲突

历经二十年发展，适当性义务已从监管规范逐步转变为法律规范，并获得了金融行业的广泛认同。但是，由于金融分业经营和分业监管的框架限制，有关投资者适应性义务的规范和规则多由不同的监管机构分别制定，在分散的规范中适当性义务的具体表述并不一致，反映在经济效应上也表现出较大差别。^[9]适当性义务规则的重叠冲突首先体现在其在不同的规范中被赋予不同的名称，包括“适当性管理义务”“客户与产品匹配体现义务”“风险告知说明义务”“投资者适当性义务”

等，虽然这些不同名称的内涵相似，但各有侧重，体现了在不同制定主体所欲实现的“客户与产品”适当的目标的实现路径的选择不同。其次，在实际操作中的适当性义务的适用模糊不清。适当性义务常被对投资者设定风险承担能力门槛的合格投资者制度混同替代使用，在某些情况下，监管部门往往将适当性义务简单等同于公平原则的理念体现，却未能充分厘清其作为一项法定强制性义务的本质属性。最后，围绕适当性义务的本质，学术界和实务界的意见也仍未统一，一些文件直接将适当性义务与信义义务等同视之。然而，借鉴国际立法的实践比较而言，可以发现适当性义务与信义义务之间存在明显的区别，并且信义义务在各国的具体含义也存在不同。

3.3 裁判标准欠缺

首先，在有关适当性义务的诉讼当中的法律关系不明，可能因被认定为侵权之诉或者合同之诉而受到不同的对待。在司法实践中，当案件适用不同案由时，人民法院对适当性义务所涉法律关系的认定，会呈现出明显的差异化倾向。^[10]其次，法院在审查金融机构对适当性义务的履行时更为侧重于考虑其对客户的投资推荐是否与该客户风险承受能力相匹配，即是否履行了客户与产品匹配义务。对于风险揭示义务的履行情况，法院往往仅进行形式审查，一般而言，只要投资者在金融机构提供的风险告知书上签字，法院便可能认定金融机构已经履行了风险揭示义务，即便所提供的产品风险与投资者的风险承受能力并不相符，这种做法实际上混淆了告知义务与适当性义务的界限。

4 完善路径

4.1 建立统一、规范的投资者适当性法律制度

尽管当下中国的投资者适当性义务规范体系之框架已经初步形成，但仍存在法律要素不明、规则重叠冲突的问题，溯其根源，还当归因于中国当下金融各行业混业经营的趋势和分业监管的模式之间的矛盾，以至于适当性法律制度以行业为单位进行规范，无法适应目前跨行业、跨市场的金融发展态势。^[11]虽然现行《证券法》已对投资者适当性义务作出了基础性的法律规定，但相关规定的可操作性较弱，且其理论基础与司法适用标准仍不够明确。《证券期货投资者适当性管理办法》作为专门规范投资者适当性管理的部门规章，已搭建起相对完备的投资者适当性制度框架，确立了投资者分类管理与产品分级的核心机制。但该办法的适用范围主要限于证券期货市场，对其他金融产品与金融市场的覆盖存在明显不足，由此产生了监管真空地带；同时，其在投资者分类标准的精细化程度、动态管理机制的健全性等方面仍存在短板。

欧盟统一的投资者适当性制度得到落实得益于《金

融工具市场指令》中对金融机构的各项业务进行统一规定,对中国加强金融市场行为监管和功能监管,探索混业经营、统一监管模式具有借鉴意义。当下,中国金融业分业监管模式下,不同领域规则存在差异,跨行业协同机制有待进一步完善。因此,完善中国投资者适当性义务制度,首先需要系统梳理现行法律规范中关于投资者适当性制度的分散规定,以《证券法》《证券期货投资者适当性管理办法》《期货和衍生品法》等相关法律法规为基础,构建统一且规范的投资者适当性法律体系,使其统一适用于各类金融业务,同时增设兜底条款,为金融市场的创新发展预留必要的法律空间。

4.2 统一监管

金融领域的创新加速了中国金融业向混业经营模式的转型,金融机构跨行业运作与金融产品跨市场流通的特征愈发显著。这些新现象重塑了金融系统原有的风险特征,使得金融风险的隐蔽性显著增强,进而提升了投资者合法权益遭受侵害的风险。^[12]当前中国金融监管存在与金融业实际经营状况脱节的态势。中国金融市场的制度框架仍以分业经营、分业监管为核心,这一模式造成各监管部门之间的沟通与衔接不够顺畅;尽管中国已于2018年将金融监管体制由“一行三会”调整为“一行两会”,但证券业、银行业与保险业之间的混业经营趋势已无法忽视。这一矛盾在投资者适当性制度领域体现为,不同监管机构制定的金融机构适当性义务规范存在明显差异,为市场参与者利用制度差异实施套利行为提供了空间。以中国银行“原油宝”事件为例,中国银行推出的“原油宝”作为一款银行衍生产品,其销售前已依据《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》取得银保监会的业务批准,该办法明确准许个人投资者参与银行衍生产品交易活动。但根据《期货交易管理条例》的规定,境内个人投资者参与境外期货交易,必须由监管部门制定专门的管理办法,并报经国务院批准后方可实施。“原油宝”产品与境外原油期货价格直接挂钩,中国银行在销售过程中,将原本主要面向机构投资者发行的标准期货合约进行拆分处理,转而向个人投资者公开销售,该行为违反了《期货交易管理条例》的相关规定。综上,对于中国银行销售“原油宝”产品是否已全面履行投资者适当性义务这一问题,依据银保监会与证监会的不同监管规则,会得出完全相反的法律判断。

在分业监管架构下,中国目前对高风险、跨行业金融产品的交易监管,仍普遍采用按交易商机构属性划分监管权限的模式,由此造成同类性质的金融产品适用不同监管标准的问题。当前,适当性义务已成为所有金融机构应当共同履行的法定义务,因此应当以功能监管为导向,对金融机构适当性义务的履行实施相对统一的集中监管,明确要求金融产品的推介、销售与交易全过程均应遵循诚实信用原则,并制定适用于各金融行业的基

础性统一规则。^[12]

4.3 完善投资者分类制度

适当性义务属于金融机构强制性法定义务,但投资者在交易目的、风险、风险承受能力方面存在显著的个体差异。因此,金融机构在开展适当性匹配工作时,对于与产品风险等级不匹配的投资者,应当履行充分的风险告知义务。金融机构既可以对风险承受能力较弱的投资者予以倾斜性保护,也可以针对具备相应专业能力的投资者适当减轻其适当性义务,从而合理降低业务运营成本。

当前,中国在比较借鉴域外经验构建投资者适当性制度框架的过程中,已开始依据投资者的身份、风险承受能力、投资能力、投资目的等多重因素对投资者进行分类,但该分类机制目前主要适用于证券行业。《证券法》与《证券期货投资者适当性管理办法》均将投资者划分为普通投资者与专业投资者两大类。《资管新规》则引入了合格投资者的概念,将投资者划分为不特定的社会公众和合格投资者两类。但是以上分类方式都没有考虑到投资者的投资经历,既有的投资经历对于投资者的风险识别能力具有很大的影响作用,甚至有时投资经历的丰富程度对投资者能力的影响可以推翻上述因素综合作用的结果。对于一些较高风险的金融产品,缺乏投资经历的投资者是应当不被认为具有与之适应的投资能力的。因此,中国投资者分类的核心依据,应当在上述现有因素的基础上补充纳入投资者的既往投资经历;而合格投资者的资格认定,必须将具备相应风险等级金融产品的投资经历作为必备要件。

此外,需要区分合格投资者制度和投资者适当性义务。投资者适当性义务是以诚实信用原则为基础形成的法定义务,并不只针对特定某部分投资者而适用,对于已被认定为合格投资者的市场主体,金融机构仍应当全面履行投资者适当性义务。在当前金融创新加速发展的背景下,金融衍生产品的结构日趋复杂,即便具备一定风险识别能力和投资经验的合格投资者或专业投资者,也难以完全作出理性投资决策。从域外立法与司法实践来看,合格投资者身份并不当然排除适当性义务的适用。^[1]投资者适当性义务在金融机构的实际操作中常常与合格投资者制度所混淆,将合格投资者排除在其充分履行适当性义务范围之外。但实际上合格投资者制度与投资者适当性义务各有侧重,前者更侧重于投资者的准入资格,可能要求投资者披露其财务和投资状况,而后者更侧重于销售过程中的匹配和告知,要求金融机构披露产品信息与风险。因此,金融机构的适当性义务对于合格投资者同样应当给予一定程度的保护。

参考文献

[1] 黄辉. 金融机构的投资者适当性义务: 实证研究与

- 完善建议[J]. 法学评论, 2021, 39(2): 130-143.
- [2] 朱大明. 证券法中适当性义务的解释论——以《证券法》第88条为中心[J]. 法学杂志, 2023, 44(1): 94-109.
- [3] 武俊桥. 证券市场投资者适当性原则初探[J]. 证券法苑, 2010, 3(2): 131-159.
- [4] 林沛沛. “买者自负”视阈下中国金融投资者保护路径检视[D]. 重庆: 重庆大学, 2022.
- [5] 徐明, 卢文道. 证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探[J]. 证券法苑, 2011, 4(1): 216-228.
- [6] 高俊鹏. 投资者适当性义务的责任机制检视——以《资管新规》出台以来相关案例实证分析为基点[J]. 金融发展研究, 2022(8): 74-82.
- [7] 董新义. 资产管理业者的信义义务: 法律定位及制度架构[J]. 求是学刊, 2014, 41(4): 79-87.
- [8] 校坚, 任祎, 申屹. 境外投资者适当性制度比较与案例分析[J]. 证券市场导报, 2010(9): 48-51+57.
- [9] 刘轶, 董敏, 董捷. 金融机构适当性义务的规则反思与制度优化[J]. 金融教育研究, 2024, 37(5): 35-42.
- [10] 王锐. 金融机构的适当性义务研究[M]. 北京: 法律出版社, 2017.
- [11] 井梦源, 吕品. 商业银行适当性义务的法律构造与司法适用研究——基于234份裁判文书的实证分析[J]. 金融, 2024, 14(1): 167-179.
- [12] 任自力, 刘佳. 论金融机构适当性义务的理论基础与规则完善[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2021, 27(5): 41-52.

Institutional Review and Improvement Paths for China's Investor Suitability Obligations

Li Jinglei

School of Law, South China University of Technology, Guangzhou

Abstract: As the core system for protecting financial consumers' rights and interests, the rule system of China's investor suitability obligation has initially taken shape, but there are still many gaps and conflicts in current legal norms. The investor suitability obligation is the core content of "duty of care" and the prerequisite for "buyer beware," playing a significant role in balancing the status of financial transaction parties and preventing systemic financial risks. Under the separate regulatory model, China's investor suitability obligation rules are scattered across normative documents at different levels. Simply referring to fragmented industry regulations would lead to challenges such as ambiguous boundaries of obligated entities, inconsistent performance standards, confusion between qualified investor systems and suitability obligations, and formalistic judicial review. It is recommended to systematically review existing fragmented norms, establish a unified suitability legal framework applicable to the entire financial industry, promote unified regulation guided by functional supervision, improve investor classification mechanisms incorporating past investment experiences, and clarify that qualified investor status does not automatically exclude the applicability of suitability obligations. These measures will ensure the full realization of investor suitability obligations and promote the healthy and stable development of financial markets.

Key words: Investor suitability; Financial regulation; Investor protection