

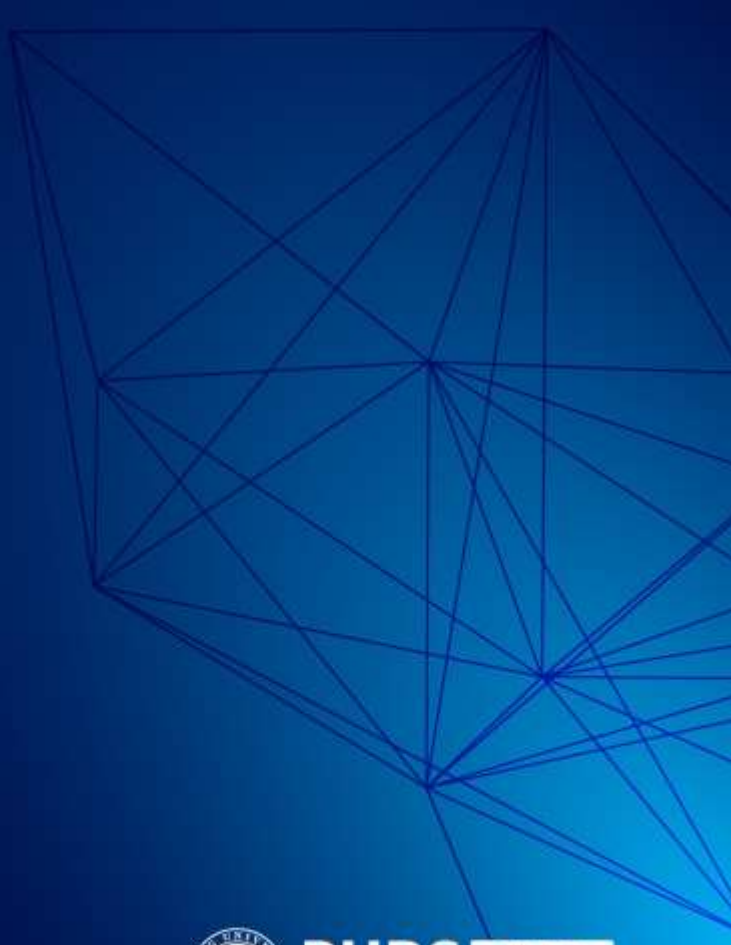


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2018 第 4 期 总第 4 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：方堉豪（执行） 叶静 曹明明 鞠琳琳 朱伟豪 都闻心

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

数字普惠金融在全球和中国的发展情况

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

嘉宾：唐宁（宜信公司创始人、CEO）

2018年7月，媒体报道网贷行业风险集中爆发，大批违法违规、经营不良的“所谓P2P平台”倒闭，事态发展已经超出了正常市场出清行为，可能引发局部系统性金融风险。2018年8月25日，全国互联网金融风险专项整治办公室、P2P网络借贷风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于开展P2P网络借贷机构合规检查工作的通知》，监管部门和行业协会将按照国家统一部署继续开展P2P网贷现场检查工作，去伪存真，让真正从事P2P网贷行业的合规的平台健康发展。中国金融科技行业是否已经走进冬天？是否可以走向春天？

一、数字普惠金融行业的崛起与现状

最近中国网贷行业发生了一些风险情况，受到很多关注。我想如果把眼光放长远一些，看看国际上正在发生什么，可能会有一个更完整的视角。最近英国、美国等国家发生了几例网贷行业的标志性事件。其中一例是英国Funding Circle已经宣布要进行上市，这家成立于

2010 年专注于小微群体的网贷机构，在过去八年时间里先后从英国拓展到美国，已经服务了五十亿欧元的小微借款需求，而在 2018 年上半年六个月的时间内一共服务了十亿欧元的小微借款需求。这是英国第一家上市的网贷机构，从 2014 年美国第一家网贷机构 Lending Club 上市后，2015 年 12 月宜信公司的子公司宜人贷作为中国第一家上市的网贷机构，中英美三国现在都已有上市的网贷机构。

另一个非常具有标志性的事件是，美国网贷公司 Lending Club 的创始人 Renaud Laplanche 在离开之后成立了他的第二家创业企业 Upgrade，中文是提升、更好之意，Upgrade 公司也是网贷模式，但是 Renaud 希望它能够成为网贷的 2.0 版本，它的做法与 Lending Club 的不同之处在于，Lending Club 更多地是一种交易型模式，它会去获取更低的资金成本，针对有兴趣的人群努力促成更为合理的成本和借款额度，但是对于那些不能够获取借款的这部分申请人就没有什么服务。Renaud 的理念认为所有对信用有需求的申请人都是客户，即使不能够从交易的层面促成借贷，它也会通过长期跟踪服务的方式与这些有信用需求的借款人建立长期联系，给他们提供一系列的信用教育、信用知识、信用修复等服务，通过这样的方式可以让平台与更广大的有信用需求的群体建立长期的粘性关系。过去如果一百个人申请只有十个人能够通过，剩下九十个人就浪费了，但是现在那九十个人也可以得到 Upgrade 的服务。最近 Upgrade 获得了 6200 万美元的 B 轮融资，宜信新金融产业投资基金也有幸又一次与之合作。无论是

Funding Circle 的上市，还是 Renaud 的二次创业，网贷进入 2.0 在国际上得到了较好的发展。几年前美国曾经出现过网贷行业阶段性的困难，后续也都得到了相应的解决，我想看到英、美国际上网贷行业的发展，对中国未来的网贷模式和行业都有很好的借鉴意义。

二、 中国数字普惠金融行业的发展

回到中国，过去几个月里网贷行业出现了一些风险状况，如何看待这些风险状况以及网贷行业的未来如何，这些问题在过去一段时间里行业之中有很多的讨论。作为一位创业者企业家的观察，以及承担中央地方网贷互联网金融行业自律组织的责任方面，我的认识是现在中国的网贷行业正在处于一个监管框架落地的状态，正在进行行业出清。2018 年下半年开展的重要工作就是机构进行合规自查、行业协会自律组织和地方金融监管机构进行相应的检查，也就是我们所说的“三查”工作。通过三查工作能够把行业中的机构逐步分清良莠，把该解决的问题解决，合规的、运营良好的机构得到继续发展的机会，对于需要出清的机构也要安排好良性有序的出清。面向未来，我对网贷行业的发展非常有信心，我想它作为金融创新、数字普惠金融的一种重要模式和重要组成部分，对于解决中国个人和小微金融的获取问题具有非常重要的意义。

过去十二年中国网贷行业的发展首先是在个人金融获取方面取得了较好的成果，美国、英国等世界其他的市场也首先是个人金融方面的成果要早于、大于在小微方面的成果。主要的原因是个人相关的

业务更好做一些，而小微企业的复杂度要高很多。各行各业，特别是中国的小微企业，它们的生存发展周期都比较短，美国有很多七年以上的小微群体，但在国内一般的生存发展周期只有两三年。个人金融方面，下一阶段随着监管的落地会逐步解决合规、分清良莠的问题，最近中国互联网金融行业协会推动的银行托管存管白名单落地，二十五家银行被首批批准可以与网贷机构开展合作、开展资金托管，这样的门槛以及后续各项监管举措的不断落地都能够帮助行业起到去伪存真的作用，否则总是难免出现劣币驱逐良币的现象。金融不是一个所见即所得的行业，它与电商、实物买卖有很大的不同，它是一个谁叫得更响，可能谁提供的不靠谱回报、T+0的兑现更加明显，谁可能就会获得投资者的关注、获得更多的资金和资源，这种可能出现的劣币驱逐良币的不合理状态会随着监管落地逐步得到解决。

另外，征信体系的建立也会大幅帮助网贷行业更好地开展个人相关的服务，过去从信用管理和信用风险防范的角度上，网贷平台不可以从征信体系中获取数据，也不可以把业务之中产生的数据，一些高质量的、对于传统金融体系的征信数据有极大补充作用的数据上传给征信体系，这是非常可惜的事，而且对于机构自身开展业务来说成本一下高了很多，这增加了风控方面的成本，如前段时间发生的恶意逃废债方面的问题。从市场营销的角度来看，如果有这样的信用体系、征信评分的话，对获取客户精准定位也会有帮助。所以征信体系的建立可以帮助解决所谓一人多贷、多头负债的现象，可以大幅提升借款

人违约失信的成本。我们非常期待下一阶段，随着征信体系的落地，网贷行业的展业和风控将会有更大幅度的改善与提升。此外，随着监管落地，随着这个行业成为一个健康的行业，它的营商环境会变得越来越好，过去由于所谓“名不正，言不顺”，在工商、税务等方面，无论是从政策的制定，还是到各地政策的执行方面都有很多的缺失和困难，这些事件非常不利于行业的发展。

下一步面向个人金融、面向个人信用开展的业务，另一个可能的变化是在机构资金的对接上。现在个体对个体的模式，对于机构资金有一定的限制，只能是来自于个体的个人资金，而在美国、英国都有更为多元的资金来源，有来自个人的，也有来自机构的，包括银行、对冲基金、资产管理公司等倾向这个资产类别的投资机构。机构的参与会让整个行业变得更加规范、更加高质量，因为它们对于信用的判断识别、对于平台的运营和风控的质量，有更高水平的判断。他们的加入是一件好事，也期待未来这方面行业中可以有更多的讨论，能够有更欢迎机构加入的政策调整和实践落地。

过去十年面向小微企业没有能够像面向个人那样充分开展的业务，这在中国又是特别缺失和重要的，也是前段时间中央政府呼吁强调调动各方面资源能力去解决的问题。我想小微金融方面，网贷在下一阶段可以起到非常重要的作用。网贷作为数字普惠金融的重要模式和创新组成部分，在下一阶段帮扶小微的一个重要契机就是中国的中小微企业，包括农村的农户等，在数字化水平提升、自动化方面面临

的重大机遇。我们在服务小微过程中也有充分的感受，现在小微金融已经进入了它的 3.0 模式。最早传统金融机构服务小微，需要三张审计后的财务报表，这样的做法小微企业是难以承受的，他也根本不理解三张财务报表到底是什么，如果能够搞出来，多半也是糊弄，所以后来我们要去看电表、水表、煤气表等。这样的举措，包括一些不太成功的尝试，比如说相关行业的机构拉成一组，互相担保等，都有一定的道理，但是其中蕴含的风险和成本还是客观存在的。很多新三板都是非数字化的，信息成本非常高。

如果利用小微企业、包括农户的数字化水平不断提升的条件，我们可以基于数字普惠金融的创新解决方案，帮助他们提供更好的信用服务、信用借款的机会。例如，我们在实践中和亚马逊、Paypal、Ebay 这些平台合作，他们的平台上有中国华东、华南几十万的小商家，把中国的产品卖到海外去，积累了大量的、数字化的资产，他们的交易信息、运营数据等，通过这些数据我们可以进行实时的信用评估。在国内，也有相关的帮助中小微企业进行数字化改造的平台，经过几年的发展，他们已经成为独角兽。比如，餐饮领域帮助全国各地的小餐馆提供前中后台数字化重塑提升的机构，有一家叫二维火；帮助美容美发行业进行数字化转型的一家机构叫博卡；以及帮助经济型酒店和其他各类机构运用企业 SAAS 软件的机构逐渐成长起来。通过与这些机构的合作，我们可以在征得小微商家同意的情况下，获取他们的运营数据、交易数据，基于这些宝贵的数据资产进行实时的信用评估，

解决他们第一时间获得金融的需求。比起过往，他们也许根本没有可能得到信用解决方案，或者需要交很多的资料寻找担保人、等待很长的时间，额度也不能满足，现在应该说给他们带来了非常好的金融体验。

在中国农村，我们也注意到小微企业农户的自动化水平、数字化水平越来越高，在数字普惠金融更广的范畴中，能够帮助农户解决过去金融解决不了的问题。几周前去张家口、沽源两个地方实地考察，看了当地农户现在利用无人车进行耕种、利用无人机进行杀害虫等自动化水平都越来越高。几年前在东三省、五年前开始在内蒙开启的小微租赁模式也是数字普惠金融中的模式创新，具体是针对农户在购买农机具的过程中不能一时支付五十万、一两百万的农机具款的问题，通过他们租用农机具如收割机、无人机、无人车等，在支付几年的租金后，就可以拥有农机具这样一种创新方式。与此同时，我们利用物联网的技术，把传感器和农机具连在一起，知道他们的地理位置、运营状况，实时搜集整理数据，进行风险防范，大幅降低了信息不对称，能够把过去在地广人稀区域提供金融服务的难度问题，通过大数据物联网的方式得到解决。这种小微租赁的模式后来也拓展到所谓“活体租赁”的领域，即在农村通过奶牛的租赁，能够让牧场通过创新的方式，包括科技的运用，进行奶牛饲养，过程中也采用实时获取数据的方式了解奶牛的成长情况，并且通过购买小微保险的方式去进行避险。另外在农村，我们注意到在生产生活中，农户也更积极的去使用一些

我们称为能力建设工具的 App，去更加科学地进行种植养殖，如种植西兰花、马铃薯等过程，过去一方面是靠天吃饭，一方面是靠经验吃饭，到底浇多少水施多少肥都是过往的经验使然。在数字化的时代，都有相应的 App 可以指导农户到底应该如何量化。

三、普惠金融的“三步走”

上述这些案例也都从实践的角度诠释了我们几年前提出的“普惠金融三步走”逻辑。无论是行业发展，数字普惠金融落地，还是从机构自身如何去更好地服务客户，就普惠金融三步走来说，我觉得是非常适合中国国情的发展路径。

首先，我们观察到的普惠金融受众的第一步在于需求，主要集中在资金获取方面，这是最为痛点的需求。所以需要通过各种创新的模式，包括网贷、小微租赁等模式为获取资金创造条件，帮助建立信用。但在这个过程中，我们很快发现其实他们缺的不仅仅是资金，而是在提供资金的过程中，也必须有相应配套的金融组成部分进入解决方案，否则风险还是相当大。举例来说，我们到农村去发现，无论是奶牛的保险，还是很多涉及马铃薯西兰花种植的保险，农户通常购买都不够积极，需要政府大比例的补贴，达到 75%甚至 90%，否则农户在风险没有发生的时候认为这笔花费非常不值得。在城市也是如此，小微企业对于保险的认知、保险工具的使用都是非常原始和不到位的。从保险公司的角度来看，一方面认为这是一个巨大的空白机会，但是也深感如何能开发出适合小微企业的保险解决方案，并且能够有效地传达

到小微创业者那里，这些行业空白现在还没有解决。

普惠金融的第二步是基于第一步获取资金建立信用的基础上，同时有相应的保险、理财、支付等各方面金融能力提升的服务。这是普惠金融受众特别需要的，不论是通过建立信用获取资金的方式解决信贷需求，还是通过其他金融服务去解决小微农户等个体工商户的全方位金融需求。

在此之外，还有普惠金融第三步，与服务大机构不同的逻辑是在服务小微时，特别重要的一个维度是帮助他们做能力建设，帮助他们更好地做内部管理、外部展业，获取客户和服务客户。这样的逻辑跟传统金融是不一样的。传统金融的目标客户服务对象通常都是行业中比较有资源，较为领先性的机构，他们对于如何开展自身的业务都有自己的想法，也有相应的能力。但是对于普惠金融受众来说，这些只有两三年生存周期的小微企业，对受教育水平相对较低的农户来说，如何帮助他们更好的去做内部管理和外部展业、服务客户，对金融业务的开展都具有特别重要的意义。

我想开展数字普惠金融服务的机构可以通过合作的方式去帮助前面提到的农户进行科学种植，帮助城市的小微企业进行数字化转型，同时企业软件平台也可以整合如学习管理、人力资源管理、客户管理等模块，进入到综合普惠金融服务的平台中。这样三步走的机制，可以帮助普惠金融受众客户更好地去做自己，更好的开展业务。相关数据的生成，也可以用来帮助提供普惠金融服务的机构掌握更多关于小

微企业的信息，进一步降低信息不对称。这是一个多赢的结果，我们的生态体系能够让小微做的更好，产生更多的信息数据让我们对他们的了解更深，让风险防控变得更有效，这样多赢和良性循环的逻辑会给小微和农户金融的解决创造很好的机会。

总结来说，首先是在国际范围内，网贷数字普惠金融有很好的发展趋势，一系列的标志性事件能够让这个行业在国际范围内持续向好。在中国，随着监管的落地和去伪存真进一步得到固化，下一阶段整个行业基础设施、营商环境将会变得越来越好，我期待在面向个人的网贷方面，数字普惠金融会有持续的发展。随着小微数字化水平不断的提升，农村产业化、集约化、自动化水平不断提升，也给网贷数字普惠金融服务小微、帮扶三农提供了更好的条件和土壤，希望未来十年网贷可以成为帮扶小微金融方面一个重要的推动力量。网贷行业以及数字普惠金融其他形式的实践都进一步丰富翔实了“普惠金融三步走”的理论设想，通过面向小微人群、个体工商户、个人农户等提供信用建立、资金获取的服务，以及其他相关重要的包括保险理财支付等提升金融能力的服务，在展业、管理能力提升方面通过合作的方式帮助普惠金融受众获得更好的发展机会，三位一体可以更好地让数字普惠金融有效落地。

四、 问答环节

Q1：中美贸易战如果持续下去，对国内小微金融会有什么影响？

A1：中美贸易战对于很多中小微企业影响还是非常大的，但也不

是唯一的影响因素，包括国内经济下行、科技带来的冲击等。其实最近中小微企业是不太好过的，但是他们也面临着数字化转型提升的机遇，总之自身还是要有脱胎换骨的提升。几天前，我们在南京财富管理业务的投资峰会上，对中国的企业家客户，包括小微农户都很有借鉴意义的一点是前社保基金副理事长王忠民先生做的发言中的一句话，我觉得特别有亮点，他说的是泛泛赚钱的机会已经过去了，今后我们要讲的是专业、头部、垂直、细分、前沿，我觉得这五个关键词是非常重要的。

Q2：最近一两年国内一些 P2P 平台陆续倒闭，这会对国内小微金融业务产生什么影响？请问您对商业银行和其他金融机构下一步服务小微企业有什么建议？

A2：我理解其实很多 P2P 网贷的出清、倒闭或者跑路是有不同的形态。一种是它本身就是一种欺诈犯罪，跟金融创新、金融科技没有什么关系，只不过是利用科技做坏事，这种行为要严肃打击，出清越快越好。还有一类属于有比较好的初心，但是能力上来讲低估了专业门槛，最终发生了风险。当然也有客观上的原因是因为经济下行，小微个体工商户农户等日子相对不好过，产生了信用风险，而平台自身对于风险的到来没有充分的准备，所以遭受了相应的损失，不能持续下去。另外对于行业，我觉得需要特别关注的是监管落地，在合规性上进行区分，但合规并不意味着可持续，合规也可能出现由于能力不足产生不可持续的情况。对商业银行和其他金融机构来说，我的个人

认识是其实金融还是非常细分的领域，以中小微来说，我理解三千万和三万是完全不同资金需求、企业形态和风险防范的方式。所以不同的机构具有不同的禀赋、不同的优势资源应该去有所聚焦、有所取舍，找到自己最为擅长的领域进行覆盖。对于开展普惠金融业务来说，我们十二年以来有一个比较形象的总结叫“弯下腰来趴在地上把手弄脏”，这样的逻辑可能并不适用于所有类型的客户和服务，因此需要有细分逻辑。但是金融的特点进入到细分领域是一个非常大的市场，所以我想其实完全可以是一个百花齐放的金融体系，各自有各自的擅长，网贷等机构提供有益的补充。另外一个建议是，从科技的使用方面来说，商业银行和其他金融机构都面临数字化重塑或者叫数字化转型的重大历史机遇与挑战，2017年我到美国参加行业论坛峰会的时候，问美国一些主要的非常创新的大型金融机构，你们最重要的事是什么，他们都说数字化重塑、数字化转型就是最重要的事，我想这对咱们国内的机构也适用。

Q3：您认为这轮网贷平台的整顿需要多久时间？

A3：我认为还要持续一到两年的时间，其实行业基础设施的建立夯实等可能还需要更长的时间，但是我觉得这些都是很有必要的，毕竟是一个解决实体经济、解决金融重要问题的行业，需要有非常坚实的监管框架、相关基础设施的建立。但是行业分清良莠，头部平台、头部机构更加能够在行业中起到引领的作用，获取主要的资源方面已经呈现出这样的趋势，并且在未来一两年会愈发呈现出来，无论是银

行保险公司等在托管存款、资金提供等方面都有这种资源倾斜、头部效应。

Q4: 在当前环境下，从风险与收益的角度看，小微金融值得民营机构去做吗？

A4: 我的认识是，小微金融是一个非常长线的、重要的金融机遇，它既有非常大的社会效应，也同样有巨大的商业价值，所以它是一个几十年的趋势，从任何一个时间点切入，并在几十年之后认认真真做，我认为都会有很好的成功。但是它不太好用一种短跑的方式去做，所以说它不是一种择时的逻辑。

Q5: 您对网贷机构现状及风险归因的分析很中肯，与我们在行业内展业遇到的压力和形成的判断比较一致。行业出清阶段会很痛苦，而预计淘汰出局的网贷平台比例会非常之高，对那些“初心不坏，能力不足”的可能的出局者，您有些什么建议和提醒？

A5: 我觉得对于那些想做事情，但是能力不足的机构，还是要努力去和各方面进行磋商，找到一个多方都能够接受的良性退出方案，否则如果激化了矛盾反而适得其反，现在行业之中也有很多类似的案例。但是对于协议和沟通中，T+0、刚兑等承诺，我们从行业协会的角度在北京也做了大量的工作，帮助会员单位、观察员单位能够实现有效的出清，通过与投资者商谈去重组相关借款协议，去换取更多的时间帮助相关的机构做好风险防范催收的工作，能够让出借者获得更加满意的，但是不太可能是 100%满意的回报。所以我想这是一个需

要多方努力的过程。

Q6: 金融科技公司做的仍然是金融领域的事，那风险管理也是核心竞争力之一，宜信在利用科技加强网贷风险管理方面有何新的计划和布局？

A6: 金融科技的金融属性是非常强的，从事金融科技方面的工作首先要有金融的底蕴，对于风险的敬畏之心，对于风控方面的经验。我们说金融科技是两翼齐飞，其中一翼首先应该是金融能力，与此同时另一翼就是科技能力。而科技能力不是为科技而科技，而是把科技运用到金融的能力，把科技与金融的需求、实体经济的需求有效结合在一起的能力。另外，我对风险管理的理解是它有很多的维度，包括监管合规的风险、投资理财者适用性的风险等。您提到的主要是在信用方面有什么样的做法，从我们的角度来说一方面充分利用大数据、多个数据源做好用户画像，能够起到重要的反欺诈帮助。比如说，我们可以在用户申请人的许可下实时抓取它所提供的大数据信息，并且结合过往多年积累下来的信用数据、交易数据、违约欺诈数据等做出判断。我们的经验体会是，单纯利用这些所谓大数据去做几万元、几十万元的小微信用评估是远不够的。另外，对于科技运用到催收中，在行业协会中如何能够做到催收的规范化，包括生成行业中最佳实践为基础的催收规范，如何能够非常高效的、人性化的进行催收，把客户、借款人作为一个合作伙伴共同去度过信用方面的难关，科技也起到了重要的作用。

Q7: 听了您的演讲,一个重要体会是小微金融的应用场景特别重要。在扩大应用场景方面,您有什么体会和建议?

A7: 我对于这样一个说法一方面可以说是同意,也有不同意见。因为我觉得过去谈的很多场景有金融服务的需求,我们顺便就把它解决了,当然如果资金是直接满足需求的话风险也会更低,我们在实践中感觉,其实还有其他的小微需求也有迫切满足的需要。我觉得可以通过合作的方式了解小微,无论是内部管理和外部展业运营或服务客户,与有直接相关信息数据的机构平台合作,同时可以去开发一些工具,在小微客户许可的前提下,有效的抓取小微企业自身的数据,然后把自己多年积累的数据和抓取的数据、合作伙伴的数据,以及更广义的大数据结合起来,多措并举一起生成精准画像,进行风险防范。

Q8: 我认为 P2P 行业应该聚焦小微,聚焦经营类贷款,可是目前行业内大多聚焦消费信贷,我觉得如果大部分机构都是聚焦消费信贷,那其实就是和银行业正面竞争,整个行业也就脱离现有金融体系有益补充的定位,不知您怎么看?

A8: 百花齐放吧,狭义的消费信贷和广义的消费者信贷还是有很大的不同,有许多细分领域可以百花齐放,例如美国有非银机构做某个细分行业的活,就能做得很好,中国过去可能还是太“大而全”了。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第二百七十八期(2018年9月28日)内容整理而成,特邀嘉宾为宜信公司创始人、CEO唐宁先生。

唐宁早年曾就读于北京大学数学系,后赴美攻读经济学。曾任职美国华尔街DLJ投资银行,从事金融、电信、媒体及高科技类企业的上市、发债和并购业务。2006年,唐宁在北京创办中国第一家P2P网络借贷平台——宜信。2015年12月18日,宜信宜人贷在纽约证券交易所成功上市,成为纽交所上市的中国金融科技第一股。历经12载,宜信已经成为全球领先的从事普惠金融和财富管理事业的金融科技旗舰企业。累计为近500万位小微企业、工薪阶层、农民等高成长群体提供普惠金融服务,累计为100多万大众富裕阶层、高净值群体提供财富管理服务。唐宁也是北京市互联网金融行业协会会长。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球主要金融市场上的金融专业人士的内部专业高端业务交流纪要。本期报告由巴曙松教授和居姍博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

