

---

# Interest rates

## The bottleneck

Apr 4th 2013, 19:03 by R.A. | WASHINGTON



THIS week's print edition includes a package on the phenomenon of low interest rates around the globe. The focus of the package is on the low, short-term interest rates that have been a feature of central-bank policy since the financial crisis of 2008. But low rates, as a strange and potentially worrying phenomenon, have been a problem for longer than that.

Nominal interest rates, across the yield curve, have been tumbling since the early 1980s. Much of that reflects the defeat, across the rich world, of high inflation. But real interest rates have also been trending down for more than a decade, even at long time horizons. In 2006, during a boom period for the American and global economy, the real 10-year Treasury yield hovered at around 2% (to the dismay of Fed officials trying to take some of the air out of America's housing boom).

The most common explanation for the drop in real interest rates (one advanced by Ben Bernanke) is the global savings glut. In a sense, the explanation is almost tautological; if a price is falling, a glut (or excess of supply relative to demand) is almost by definition the cause. The more interesting issue is the source of the imbalance. Mr Bernanke points, among other things, to reserve accumulation by emerging markets. More recently, he has also noted that a shortage of safe assets could be contributing to the problem.

For these dynamics to work, there should be an insensitivity, somewhere along the line, to interest rates. The glut occurs when there is too much desired saving relative to desired borrowing, and the interest rate falls in order to bring the two into balance. But a falling interest rate doesn't appear to diminish desired saving among foreign central banks, for instance, or those who need safe assets for collateral purposes. Neither does it appear to raise desired borrowing by investors perhaps, as Richard Koo argues, because falling asset prices have pushed many of them to rapidly deleverage.

---

To leave matters there is a little unsatisfying, however. There are plenty of households and institutions out there that aren't facing a need to deleverage; why aren't they taking advantage of record-low interest rates? Why aren't we seeing the adjustment we'd expect?

Broadly speaking, there are two possibilities. One is that there are other restrictions in place preventing adjustment. Kenneth Rogoff makes an interesting point to this effect here:

*Surely, any explanation must include the global constriction of credit, especially for small and medium-size businesses. Tighter regulation of lending standards has shut out an important source of global investment demand, putting downward pressure on interest rates.*

This is an interesting story. Combine banks impaired by crises with new financial regulations and you get a break-down in credit intermediation between savers and firms and households that would love to borrow. In Britain and Europe, low interest rates aren't extended to many small- and medium-sized businesses. In America, low mortgage rates are useless to many households given the significant tightening in lending standards over the past half decade. This story suggests that whenever a crack appears in the dam standing between savers and borrowers, credit should blast through at high pressure. And to some extent that's what we observe. It also means that the incentive to create new financial innovations to bridge the gap (or pierce the dam, whichever metaphor we're running with) is extraordinarily high.

Another possibility is that rates, while low, aren't low enough. Near-zero nominal rates combine with a commitment to low inflation to put a firm floor underneath real interest rates. If the market-clearing real rate is up that floor, then the glut just won't go away.

I think both of the above factors are playing a role here, but that still leaves room for other explanations. Why is the market-clearing interest rate negative? Maybe broken credit intermediation contributes to that dynamic, but the glut predates the crisis. One suspects there is another unseen aspect at work here. Maybe we fail to appreciate the impact of a population plateau on investment demand. Maybe we're approaching an era of such abundance that inflation, properly accounted for (or at least in certain sectors) is or will be wildly negative.

I guess the easy way to capture the world today is to say there are lots of people who know what they'd do with some money but can't get it and others with plenty of money who aren't sure what to do with it. I don't know how that ends. But if interest rates don't

---

clear the market, I'd wager the pressure for redistribution from the one to the other may grow.

问题:

1.根据文章描述,自 2008 年全球金融危机爆发后,短期利率发生了什么变化?是由什么造成的?在这之前,名义利率和真实利率的走势如何?

2.作者提及了哪些可能导致长期以来全球真实利率偏低的原因?请从(1)资金供给(2)资金需求(3)金融资产(4)金融中介(5)政府政策等角度分类总结,并对你认为最重要的原因做具体阐述。

3.作者最后一段讲到“*if interest rates don't clear the market, I'd wager the pressure for redistribution from the one to the other may grow.*”你认为在中国,银行实行的利率接近于市场出清利率吗?你认为吴英案(见附:案例二)等民间资本活跃的现象是否与此相关?

4. 在两个案例中,都出现了这一现象:“*there are lots of people who know what they'd do with some money but can't get it and others with plenty of money who aren't sure what to do with it.*”请比较两个案例中这种现象产生的原因,指出相同之处和不同之处。

## 【附:案例二】

### 吴英案的浙江民间借贷背景

2007 年 03 月 15 日 15:02 三联生活周刊

从出名到被刑拘不足半年,26 岁的浙江东阳女子吴英上演了一个短期的财富传奇。在民间资本极为充足的浙江,私人借贷早已形成了庞大而私密的网络,各种“地下钱庄”为主体的“地下货币市场”一直存在。当吴英打破“网络”的私密性成为公众人物后,它向人们讲述了一个民间游资寻找出口的极端故事……

#### 吴英与她的能力

2006 年 8 月吴英以大手笔投资客的身份出现在东阳时,从小看着吴英长大的人们很难相信这个事实。东阳位于浙江省中部,与知名小商品市场义乌紧紧相邻,同是隶属金华市的县级市。作为东阳市歌山镇西宅村的一名普通女孩,吴英的条件看上去实在没有发家的资本。邻居张敏军(化名)提及此事,眉毛会不屑地上扬着:“她爸爸做过小包工头,妈妈在家种地,头几年她找朋友借 5 万块钱都借不到,她的家底哪还得起啊。”

就是这样一个“小姑娘”,用 2 亿元现金买下东阳世纪贸易城三层 700 多间铺面;500 万元捐助东阳的光彩事业(扶贫开发项目);一次购入高档汽车 20 多辆……东阳市工商局的资料显示,从 2006 年 8 月 10 日到 10 月 12 日,吴英在东阳市工商局完成了 15 项公司及分公司设立登记、备案,在注册成立了本色商贸有限公司、本色车业有限公司、本色广告传媒有限公司、本色网络有限公司、本色概念酒店等 12 家实业公司之后,又注册成立了浙江本色集团,自己出任董事长。

---

表面上看，吴英 20 多年经历描绘出的，是一个急于脱离平庸现状的“找钱”故事。据邻居讲述，吴英在 16 岁初中毕业后到东阳市技术学校就读财会专业。读了一年半的书就辍学经商。“在我们这里，文化高不高没有多少用，能赚到钱就厉害了。”辍学后的吴英在浙江一家高校附近开了家小饰品店，两年多没有挣到多少钱。吴英又去金华市区开了一家小超市，也不甚理想。随后，其男友家资助她 6 万元，开了家米行。仅半年，吴英又将米行盘给了别人。

较长的一次离家，吴英去了湖北荆门，据说带了约 10 万元，包括男友的 6 万元。“她妈妈是从湖北嫁过来的，回老家去了。后来义乌的老板捧她，才把她给捧出来了。”从湖北回到东阳，吴英听说开美容院很挣钱，就开了一家美容院，其中“羊胎素”项目帮她挣到了第一笔钱。紧接着，她又开出了东阳第一家足浴店。出租司机小李说，“她那时候也经常打出租车出去和朋友玩，还开过一个小的娱乐城，没有多少成本的”。

吴英基本没离开过东阳和义乌这块地方，而她去湖北的经历，也很难为一夜暴富提供有参考性的线索。说到吴英的个性特点，一般人对她的印象都不错，在邻居们眼里，吴英还是那个大大咧咧、豪爽的小女孩。同时，“吴英这个小姑娘心气很高，脑子也转得快。有发财的机会一定不会放过”。

吴英发达后认识的朋友也对她留下了深刻印象，“吴英本人非常有能力，直爽、大方，很青春，做事很能干，一天工作 20 小时都没问题。她每天都忙着跟人谈事，有时候一天来回飞广州两趟，绝对是精力过人”。但是这个年轻富婆的无知也同样让人咋舌，吴英在 2006 年 10 月经朋友介绍，将朱卫红律师聘请为本色集团的法律顾问，“她询问我如何向东阳工行抵押贷款。她对金融什么都不懂，连承兑汇票可以贴息都不知道。问她多少资产，仓库里多少货，多少彩电，也完全不知道。”

## 借贷网的“圈子”和“幌子”

东阳与义乌相邻，两个小城市中心的客运站仅相距 18 公里。东阳的木雕和建筑比较出名，这两年也在建立小商品市场。而义乌的经济能量显然大大超出东阳，这个闻名中国甚至中东地区的小商品市场，对资本有着超常的吸纳能力。外来人口已经超过本地人口，如今义乌市中心的房价已达到每平方米 1 万多元，“偏僻的地方也要每平方米五六千元”。走在义乌街头，川流不息的车辆多是中高档轿车，宝马、奔驰、奥迪十分常见，出租司机说，“都说义乌是全国的宝马县，一点都不夸张。东阳人说，自己住在乡下，去义乌玩才叫进城呢”。

吴英发家的起点，也正是因为认识了义乌某老板，一位圈内人说，“对方非常欣赏吴英，把她介绍给朋友圈，提供了很大的一笔启动资金给她”。吴英由此闯入了对一般人十分隐秘的借贷圈子，而她本人则无意中成为招募民间资金的一个幌子。

“如果没特别铁的关系来借钱，基本是 8 分利到 1 毛利。”搞借贷的本地人，更信任亲戚朋友的人际圈子，“彼此知根知底，你有公司在这儿，两三千万元的资金，老婆孩子在本地，一时跑不了”。因此一个完全的外来人，很难混入这个借贷圈，吴英是东阳本地人的身份，也为这种借贷博得了信任。而吴英能说善辩、表面上豪爽大方的性格，也符合这些老板们的作为招募资金的一块“招牌”。

义乌的生意人张老板提到，“这种民间借贷以人际关系为基础，大部分民间借贷只打借条。而且，借据上只列出借贷双方的姓名和金额，利率有口头协商或随行就市，期限大多不确定，债权方可随时收回贷款”。很多生意人之间，是互有借贷，“比如我今天有几百万元没有到账，向朋友借用一下，有时候一两天的借贷，根本不算利息的。如果时间长了，就按几分利算一算”。但是这种民间借贷市场的利润被充分发掘后，不少人专靠利息差过活，其他生意反而成了副业。浙江人强烈的家族观念，在这时候也发挥了作用。

虽然同样是靠亲戚朋友的借贷圈，不同人在里边又担任了不同的角色，层次分明。“从最底层向亲戚朋友收钱的，一般也就给他们 2 分利，比存在银行高多了，就行了。”然后再转向上一层的借贷者，“三五分利”。这些钱再转往更高层的人，“6 分到 8 分利”，“超过 1 毛的利息，那就是很黑的高利贷了，

---

计算方法都不一样了。高利贷利滚利，最后借贷者根本不可能还清，这也就是被逼得走投无路的人，准备最后赌一把了，一般人是不会碰的”。

在义乌市，随处可见各种“典当行”、“寄售行”、“担保公司”，仅化工路上百米的街道，就有五六家。知情人说，这些寄售行，“表面上是受物主委托寄卖东西的地方，类似我们平时所说的旧货市场”，但实际上它的“最大功能是非法融资和放高利贷，寄售行老板为了赚取差价，经常以私人名义向一些急需用钱的人放高利贷”。

而据熟悉吴英的圈内人士介绍，2005年，吴英借贷的利息是“7分利”，而普遍的民间借贷利息仅为2到3个点。以借100万元为例，吴英每天需要支付放贷人7000元，每个月就高达21万元。2006年，吴英的地下借贷利息降到5个点，但她的名气已经扩散到永康、丽水等地，更多人在高额利润面前失去理智，使得她的圈钱更为便利。

一位典当行的老板说，去年吴英案发前，“太多人头脑发热了，吴英甚至借过2毛利，简直是天方夜谭”。于是一些早期借钱给吴英的人，确实发了一笔横财，“她必定要让一些人先尝到甜头，这样雪球才能越滚越大”。而吴英在东阳的大手笔投资，也为她的财富神话增添了传播力，“报纸电视上都在说她，富豪排名榜上也有她的名字，好多人忙着请客吃饭，就为了找到朋友引荐，把钱借给吴英”。而声名在外的吴英，已经看不上小额资金，“据说300万元以下的钱，她根本不借”。

在吴英被刑拘后，吴英的妹妹曾问：如果我姐姐是非法吸收公众存款，那东阳市政府门口早就挤满了讨债的人。就算每个人借给她10万元，那按照外边说的38亿元，应该有几万人堵在门口了。怎么讨债的地方那么少人呢？知情人王为(化名)向记者分析到，一方面吴英本人并不直接针对大众，她是金字塔顶端，钱到她手上时，已经经过了若干个“高利贷掮客”。另外，高利借贷本来就不受法律保护，万一债主来登记，自己被抓了呢，谁都不知道自己是否安全。

义乌与吴英案相关的4个老板也随之被刑拘，据说与吴英有密切的经济来往。但是据当地人说，他们在义乌商界没什么名气，并不是实力很强的老板。因此他们的资金来自借贷的可能性非常大，“吴英是明面上的人，他们是组成借贷网络的一部分”。义乌只有3家正规的典当行，行内做得最早的是银元典当行，但是吴英案件后正在停业整顿，听说老板曾经高息借钱给吴英。

## 吴英的“算盘”和生意

吴英的本色集团选址在东阳市的汉宁路，街边一溜儿建筑全部顶着五六平方米的广告牌，“家纺城”、“陶瓷”、“建材城”等等。比起街上冷清的气氛，本色集团的扩张气势十分显眼。本色集团被查封后，设立在东阳市建设路的“本色集团债权债务登记处”，也十分冷清，两个工作人员正在接待一个来登记200元洗衣卡的老农。“吴英人挺好的，我见过两次，个子不高，白白的，有点胖。”而他对吴英的好印象，仅仅因为听说“她出手非常大方，一次就捐给商会500万元”。

据一位和吴英比较接近的朋友说，吴英将自己的名字和“本色”都到工商局申请注册了，“她是想把生意做下去的”。吴英一下子在东阳投了那么多钱，“她刚开始跳出来，觉得好玩，可是等公众媒体全部参与进来，事情就不是吴英能够控制的了”。后期吴英高息借贷的名声在当地传开了，“太多人想从中把钱倒一手，很多人找朋友托关系想进入吴英的圈子”。“她好像成了一支股票，大家都看好她，愿意投她。”而“这种错综复杂的地下网络，一般人并不知道全局，他们以为钱是借给吴英了，可是说不定被人家借着吴英的名声，骗走了或者做别的投资了呢”。

王力(化名)是在吴英出名后结识她的，在商场磨练多年的王力，见吴英的第一句话就是：“你怎么把那么多钱投在东阳那个地方？”吴英的回答很漂亮，“我是东阳人，做什么事情都熟，我对家乡也很有感情”。吴英设想得很好，比如本色概念酒店，每个房间的装修风格完全不一样，让人有新鲜感，“建材城也是她开的，做这些成本比别人低”，所以吴英坚信这样与众不同的酒店，几年内能够在全国扩展到几百家连锁店。“她在理论上设计了一条路，等生意做大了再还利息，可是现实中只要一环出了问题，马上整个资金链就垮了。”

---

王力认为，虽然吴英在东阳的大手笔投资欠妥当，但也不一定会亏很多钱。“即使亏了，也还是有人信她，毕竟她才 20 多岁，说不定过几年做别的生意又赚回来了呢。”王力说，如果不是政府公安部门介入作为结局，“吴英的资金链未必会断，像她这样搞的人也有不少”。而民间金融秩序的混乱早就引起政府重视，“刚好枪打出头鸟，吴英作为一个显著的戏剧性人物，成为政府整顿金融秩序的一个样本”。

吴英出事后，一些接近她的人也在疑惑：那些投大钱的义乌老板，应该是有生意头脑的人，怎么会将几个亿的资金，投给一个 20 多岁的姑娘？就算她吹牛能够说破天，人家可是要真金白银拿出来的啊。“所以即使吴英有朋友引荐，进入了借贷圈，她也一定有具体的投资项目，听上去非常诱人。”

王力始终认为，吴英等人的初衷也并不是骗钱走人。“不然她大可以骗个几亿就跑掉，何必还投资本色集团呢？”吴英等人把名声搞大之后，投入这个借贷圈的人越来越多，最后吴英根本控制不了这个局面，她已经陷了进去，即使想拔出来也脱离不了干系。

“就好比组织一个灯会，原本策划 1 万人参加，举办两个小时，A 门进、B 门出。但是谁知参加的人有几十万人，发生了踩踏的悲剧，于是大家乱作一团，A 门 B 门有人进也有人出。这跟借贷一个道理，最初吴英等人账目清楚，拆东墙补西墙。后来无数人都想从中倒一手，哪个是借进，哪个是贷出，利息各是多少，吴英本人也乱了套，控制不了局面。”吴英本人十分能干，但是“她没有一个成熟的团队，她不相信别人，自己懂的专业知识太少，根本运作不了几十亿的资金”。

而吴英大大咧咧的个性，“毕竟只是 20 多岁，虚荣心强，太喜欢自己跳上台面，一投资就是 20 多家公司”。王力说，越是来历不清的钱，越要低调。浙江放高利贷的人多得是，“谁会蹦出来喊一嗓子呢？在明面上，一般人根本看不到这群人的存在”。吴英开着一辆法拉利跑车，王力说：“如果我是她那样发家的，买了法拉利可以借朋友开，自己开辆捷达就可以了。”“在民间借贷方面，比吴英违规严重的人也有，比她有钱的人也有，比她张扬的人却没有。”

跟吴英近距离接触的人发现，吴英既不懂财务，也不怎么懂法律。“她专业知识的缺乏让人觉得可怕。但换一句话说，正是她懵懵懂懂，所以才敢把局面弄得这么大。一个理性谨慎的人，是知道借贷要还利息的，钱只会越来越少，怎么能睡得着安稳觉呢？”

吴英曾对朋友说，“我家里有个古董宝贝，值 10 个亿”。这句话听起来，让熟知吴英底细的人哑然失笑，但是在她风头最劲的时候，很多人是信这句话的。

## 民间游资寻求出路

藏富于民的浙江，庞大的民间资本一直暗流涌动。当民间借贷风气日盛之后，越来越多的经济利益置身其中。这也使得吴英的出现并不偶然。浙江一位金融专家提到，“借高利贷的收益，对一些利润率很低的中小企业来说，往往成了主营收益”。银行业尚不完善的风险评估体系，根本无法溯及到资金借出后的流向。实际上，“量为上”的业务竞争环境，也让一些本地银行不愿下工夫做风险预测。这给这些担保公司和中小企业相互“支持”的空间，钱来得太快太容易，诱使更多的人参与其中。一旦这个融资体系崩盘，中小企业破产，银行将产生无法预计的呆账坏账。

另一方面，来自浙江省中小企业局的数据显示，在今年该局规模以下工业企业监测网络调查中，有 36.6% 的小企业认为资金紧张，其中有 5.2% 的小企业认为资金十分紧张。这种巨大资金需求，又给民间借贷提供了持续的需求市场。

早在 2004 年，央行温州市中心支行汇总 300 个监测点的监测数据显示，当年 5 月份温州市民间借贷发生额 6492 万元，比上年底增幅 18%。当时的浙江省银监局也对部分地区的企业民间集资总量进行了测算，得出的数据为温州、台州地区分别是 110 亿元和 80 亿~100 亿元，湖州、丽水地区分别是 70 亿元和 85 亿元，宁波市的民间借贷总量估计至少在 50 亿元以上。

一位熟悉行情的生意人说，如今在义乌的朋友借贷圈里，“三五分的利都不太可能了，义乌的借贷率比温州等地高多了”。一方面温州民营经济起步早，民营企业基本完成了原始积累，需要的现金流不是很

---

多。另一方面民间借贷早的温州，早就处在从中央到地方机构的层层监管之下，“已经比较规范”。而处在浙中的义乌、东阳等地，这几年正是民营企业飞速扩张的时候，“吴英也赶上了它们急需借贷的高峰期”。

民间融资实际已经成为正规融资的有效补充，相关法律法规对民间借贷行为与非法吸收公众存款的界定仍然较为模糊。根据国务院《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》的规定：“非法吸收公众存款，是指未经中国人民银行批准，向社会不特定对象吸收资金，出具凭证，承诺在一定期限内还本付息的活动。”但是，到底向多少个公民借贷或者借贷多少属于合法范围，尤其是在什么条件下触犯《刑法》，相关法律并没有给出明确规定。