

# 不断变化的世界秩序

## 我们何去何从？

作者：雷•达里奥

翻译：星光居士

《星光居士严肃脸》及参考文献持续更新网址

<https://github.com/xingguangjushi/xgisysl>

# 目录

引言

第一章 小果壳里的大周期

第二章 货币、信贷、债务和经济活动的大周期

# 引言

2020 年 3 月 29 日

我相信，当下社会正在经历大变局，如同历史上多次发生过的那样。

我之所以如此确信，是因为 18 个月前，我对帝国、货币和市场的兴衰进行了一项研究。研究使我注意到一些非比寻常的现象，这些现象从未在我有生之年出现过，却在历史上反复发生。这些现象包括：1) 高负债率和极低利率的合流，这限制了央行刺激经济的操作空间；2) 巨大的贫富差距和国家内部的政治分歧，这导致社会和政治冲突加剧；3) 世界强国（中国）的崛起挑战了依靠扩张实现经济发展的当今霸主（美国），这导致外部冲突。联想一下就会发现，上一次出现这些现象的类似时期是 1930 年至 1945 年。

我研究历史发现，这些现象汇聚时，往往是政治和经济大周期之间的过渡阶段（约 10 到 20 年）。一个大周期会持续很多年（譬如 50 到 100 年），这些大周期通常如此交替：1) 幸福和繁荣时期，人们井然有序的高效工作使财富被卓有成效地追求和创造；2) 悲惨的、为财富和权力而战的令人沮丧的时期，和谐和生产力被破坏，有时导致革命/战争。这些糟糕的时期就像一场净化风暴，它消除了脆弱和泡沫（比如过多的债务），并使基本面恢复到一个更稳固的基础上。尽管这是痛苦的，但世界因此被调整得更加强大，同时它们通常会改变世界秩序及其主导者。

研究历史上类似案例，可以得到这些现象的答案（如 1930–1945 年的历史、英国和荷兰帝国的兴衰、中国王朝的兴亡，或者其他类似的情形），从而理解正在发生的事情和可能发生的事情<sup>[1]</sup>，这正是本研究的目的。另外，新冠病毒大流行也出现了，这是另一个历史上发生过很多次但我有生之年首次见到的现象，这也是一个研究的重点。

## 方法论

一个短时间作出投资决策的操盘手竟然会如此关注宏观历史，这似乎看起来匪夷所思。但从我的经验而言，宏观历史周期视角对投资大有裨益。在职业生涯中，我错过了多次平生未见但历史上反复发生的大机会。这些懊恼让我明白，我需要了解历史或远方的市场是如何运作的，通过摸索它们背后的机理，制定出应对的普适原则。

我的下巴第一次被惊掉是在 1971 年的一个周日，22 岁的我正在纽约证券交易所打暑期工。1971 年 8 月 15 日晚上，尼克松总统宣布美国将不再履行美元兑换黄金的义务（译者注：布雷顿森林体系就此崩溃，在译者著作《星光居士严肃脸》“锚殇”一章中对该体系有过深入评论），这使得美元暴跌。在听到尼克松讲话时，我意识到美国政府失信后，通常意义的“金钱”已不复存在，这可不是什么好事。所以在周一早上，当我走在交易所的地板上时，已经开始期待股市暴跌带来的混乱。混乱如期而至，却不是我期望的那种：股市非但没有下跌，反而大涨了约 4%！我惊了（出生以来我

从没经历过货币贬值）！在随后的日子里，我回望历史，看到许多货币贬值对股市产生类似影响的案例。通过深入的研究，我明白了原因，进而学到了一些有价值的东西，这让之后的我受用无穷。之后我又经历了多次类似的心跳回忆，才意识到我需要去了解百年尺度下所有主要国家的经济和市场历史。

换句话说，我无法确信过去的一些重大事件（比如上世纪 30 年代的大萧条）不会在我的人生中重演，就必须弄清楚市场是如何运作的，并做好应对的准备。在研究中，我发现许多事件具有共性（就像抑郁症），用医生研究病例的方式，可以更深入理解它们的工作原理。我的方式就是找到具备某种特点的众多案例，归纳成一种原型案例。原型帮助我捋清了驱动这些案例发展的客观规律。然后，我比较了具体案例与原型案例之间的关系，以了解是什么导致了每个案例与原型之间的差异。这个过程可以帮助我完善对因果关系的理解，使我能够以“如果/就”范式创建决策规则。也就是说，如果 X 发生了，那么就下注 Y。最后用现实事件验证规则。我与桥水的同事们以一种非常系统的方式做这些事情<sup>[1a]</sup>。如果事情进展顺利，我们会继续押注下一步会发生什么，如果事情偏离预期，我们会试图理解原因并纠正错误。

我的方法并非为学术而生，而是为做好工作而遵循的实用手段。你看，作为一个全球宏观投资者，我玩的游戏要求我比竞争对手更了解经济体可能发生的事情。从我多年市场奋战经验和试图提炼这种方法的原则而言，我发现：1）一个人预测和处理好未来的能力

取决于他对推动事情发展之因果关系的理解；2）一个人理解这些因果关系的能力来自于研究它们在过去的表现。这种方法的实用性可以用桥水数十年业绩佐证（译者注：力透纸背的得瑟）。

## 世界观

为了追求永恒和普遍的规律，我做了许多这样的研究，我了解到大多数事情——繁荣、萧条、战争、革命、牛市、熊市等——都会随着时间的推移反复发生。它们产生的原因基本上有迹可循，并且周期性发生，这种周期往往比我们的生命周期更长。我认识到大多数事件都是“某一类”，就像生物学家在野外遇到一种生物时，会识别出这种生物属于什么物种（或“哪一类”），进而思考这种物种有什么属性和特点，并尝试针对它的特性建立一种普适的相处手段。

用这种套路研究各种事件，可以让我拨开千头万绪的迷雾，用超脱的视角观察它们在时间长河中的漂流<sup>[2]</sup>。以这种方式理解的相关事物越多，我就越能看到它们是如何相互影响的，例如，经济周期如何与政治周期协同作用，以及如何在较长时间内相互影响。我还发现，当我关注细节时，就会错失大局；当我关注大局时，就会忽视细节。所以，为了理解这些事件及其背后的因果关系，我需要同时从更高层次、更大的视角和更低层次、更详细的视角来审视大尺度时间上那些决定性的力量。在我看来，大多数事物都是向上发展的（随着时间的推移而改善），并伴随着周期性的波动，就像一个向上的螺旋：

例如，随着时间的推移，我们的生活水平逐步提高，因为人类经验的积累带来更高的生产力。但宏观经济总是起起伏伏，因为债务周期推动着实际经济活动，带来周期波动的上升趋势。

我相信，人们往往错过生命中即将到来的重大机遇是因为，我们每个人都只经历了正在发生的事情的一小部分。我们就像蚂蚁一样，在我们微不足道的生命中忙于搬运面包屑，而不是从更广阔的角度来看待大局的模式和循环，探索驱动它们的主要矛盾，思考我们在循环中的位置和可能发生的事。从这个角度而言，我开始相信：有限数量的人格类型会沿着有限数量的路径走下去，导致他们遇到有限数量的状况，从而产生有限数量的故事，随着时间的推移而循环往复<sup>[3]</sup>。

唯一不同的是参与者的面孔和他们所采用的手段。

## 研究路径

为了得到终极答案，我不得不先去寻找过渡答案。具体来说就是：

1) 纵观历史，研究货币和信贷周期使我意识到长债务周期（通常持续 50-100 年）的存在，这使我以一种完全不同的方式看待当下发生的事情。例如，在利率达到 0%和中央银行印钞并购买金融资产以应对 2008-09 年的金融危机之前，我曾研究过发生在上世纪 30 年代的情况，这有助于我们很好地应对这场危机。从这项研究中，我也看到了央行的这些行动是如何推动金融资产价格和经济上

涨的，这扩大了贫富差距，亦导致了民粹主义和冲突时代的来临。我们现在看到同样的趋势在 2009 年后逐步显现。

2) 2014 年，我想预测一些国家的经济增长率，因为这与我们的投资决策有关。我用上述方法研究了许多案例，以求找到增长的驱动力，并提出了预测各国 10 年期增长率的普适性指标。通过这个过程，我进一步理解了不同国家经济发展水平的原因。我把这些指标量化后用来估算 20 个最大经济体的 10 年增长率。除了有益于我们的投资外，这项研究还可以帮助经济政策制定者。通过观察这些普适性的因果关系，他们可以知道：如果改变 X，那么将来就会产生 Y 效应。我还看到，与中国和印度等新兴大国相比，美国的这些 10 年期领先经济指标（如教育质量和债务水平）正在恶化。这项研究被称为“生产力和结构改革”（国家成败的原因及成功方法）。

3) 2016 年特朗普赢得大选后，随着发达国家民粹主义趋势越来越明显，我开始研究民粹主义，这让我注意到财富和价值观的差距如何导致 1930 年代深刻的社会和政治冲突（与现在类似）。这项研究向我展示了左翼民粹主义者和右翼民粹主义者走向民族主义、军国主义、保守主义和极端主义的原因和路径，以及这一切带来的后果。我还看到了政治/经济左派和右派间剧烈的冲突及其对经济、市场、财富和权力的强烈影响，这让我对过去和现在正在发生的事件有了更深的认识。

4) 通过这些研究和对身边事物的观察，我看到美国人民的经济差距正在越拉越大，而这些差距却被经济平均水平所掩盖。因此，



我将人口按经济状况划分为五个等级（从收入最高的 20%，到其次的 20%，一直往下，直到最低的 20%）并分别考察了这些人口的状况，据此引申出两项研究。在《我们最大的经济、社会和政治问题：前 40%和后 60%的两个经济体》一书中，我分析了“富人”和“穷人”在条件上的巨大差异，这有助于理解所见的极端和民粹主义趋势。这些认识伴随着我在妻子从事的康涅狄格州社区学校义工过程中见到的财富和机遇不平等，引发了“资本主义改革的理由和方法”研究。

5) 同时，经过多年对其他国家的交往和研究，我看到全球经济和地缘政治发生了巨大的变化，特别是在中国。在过去的 35 年里，我经常去中国，有幸认识了中国的高层决策者。这让我近距离地看到了中国的进步是多么显著，以及背后的能力和历史眼光是多么出色。这些卓越的能力和视角使中国成为美国在生产、贸易、技术、地缘政治和世界资本市场的有力竞争对手。

顺便一提，读者可以在 [www.economicprinciples.org](http://www.economicprinciples.org) 免费获得上述研究报告。

所以，我们会看到接下来发生一些重要的事件，这些事情在我有生之年从未发生，但在历史上却出现多次，它们都是三大力量联合作用的结果：

### 1) 长期货币和债务周期

在我们有生之年，利率从来没有像今天这样低甚至是负数。在 2020 年初就有超过 10 万亿美元负利率债务，而且政府即将发售大

量的新债券来弥补赤字。此时政府正面临巨额养老金和医疗保险债务的兑付压力。当然，我想知道为什么有人愿意持有负利率的债券，以及利率到底能降低到什么程度。我还想知道，当经济和市场被压制到极致时会发生什么变化，当下一轮经济衰退不可避免地到来时各国央行又如何发挥刺激作用。各国央行是否会印刷更多的货币，导致货币贬值？在利率如此低的情况下，以债务计价的货币贬值，会发生什么？这些问题让我不禁好奇：如果投资者逃离以世界储备货币（即美元、欧元和日元）计价的债务（如果他们所偿还的货币贬值且利率如此之低，这是意料之中的事），各国央行会怎么办？

储备货币是一种被全世界接受的用于交易和储蓄的货币。能够印刷世界主要货币的国家（现在是美国）处于非常特殊和强大的地位，以世界储备货币计价的债务（即美元计价的债务）是世界资本市场和世界经济最基本的基石。历史上，储备货币的王冠几易其手，享受这一特权的国家往往结局惨淡。因此我开始思考美元作为世界主要储备货币是否会、何时会、为何会贬值，以及这将如何改变我们所知的世界。

## 2) 国内财富与权力循环

如今，财富、价值观和政治立场的差距比我有生之年任何时候都要大。通过研究 20 世纪 30 年代和更早的那些极端思想高涨的时代，我发现无论哪一方（左派或右派）获胜都将对经济和市场产生非常大的影响。于是我很自然地想知道这些差距在我们这个时代会导致什么。根据历史规律，在财富和价值观差距很大的背景下，一

旦经济衰退来临，很可能会在如何分蛋糕的问题上产生诸多冲突。当下一次经济衰退来临时，民众和决策者将如何相处？我尤其担心的是，前面提到的各国央行为刺激经济而适当降息的空间受到挤压。除了这些传统工具失效外，印钞和购买金融资产（现在称为“量化宽松”）也扩大了贫富差距，因为购买金融资产推高了它们的价格，这有利于那些持有更多金融资产的富人。

### 3) 国际财富与权力循环

这是我生平第一次经历美国碰到旗鼓相当的对手（译者注：苏联就这样被无视了，糟老头子坏得很，听懂掌声～）。中国已经在许多方面成为美国的首要竞争对手，而且增长速度超过美国。如果这种趋势继续下去，它将在大多数核心领域强于美国，一个新的霸主将登顶（或者至少，它将成为一个不可忽视的竞争对手）。大半辈子都在近距离观察这两个国家的我感到冲突愈演愈烈，特别是在贸易、科技、地缘、资本、经济、政治和社会意识形态等领域。我不禁要问：这些冲突及其带来的世界秩序变化在几年后将如何发生，以及对我们大家将产生什么影响？

这三大力量的共振激发了我的好奇心，并将我的注意力吸引到过去类似的年代，如 1930-45 年和更久之前的类似时代。更具体地说，2008-09 年就像 1929-32 年一样，出现了严重的债务和经济危机。这两个时期利率都达到了 0%，这限制了中央银行利用降息刺激经济的能力。因此，这两个时期中央银行都印了大量的钱来购买金融资产，进而都导致了金融资产价格上涨，并拉大了贫富差距。

在这两个时期，巨大的财富和收入差距导致了严重的政治两极分化，表现为高涨的民粹主义，以及狂热的社会主义左派民粹和极端的资本主义右派民粹之间的斗争。当新兴大国（如 20 世纪 30 年代的德国和日本）越来越多地挑战现有世界强国时，这些国内冲突仍在继续。时至今日，这些因素的汇合意味着，如果不理解它们之间的耦合影响，就不可能理解其中任何一种力量。

当我研究这些力量时，我知道短债务周期已经不够看了。我知道经济衰退最终会到来，但没有料到被新型冠状病毒肺炎病毒全球大流行所触发，尽管我确实理解，历史上瘟疫流行和其他自然灾害（如干旱和洪水）有时确实是造成社会剧变的重要因素。

为了了解这些因素以及它们的共振可能意味着什么，我研究了过去 500 年中所有主要帝国及其货币的涨跌，最密切地关注了三大帝国：现在的霸主（美帝国和美元）、曾经的霸主（大英帝国和英镑）以及更早期的霸主（荷兰帝国和荷兰盾）。我同时也研究了其他六个次重要的帝国：德国、法国、俄罗斯、日本、中国和印度。在这六个国家中，我对中国给予了最大的关注，回顾了它 600 多年的历史，因为：1）中国在历史上非常重要，现在也非常重要，将来可能会更加重要；2）它提供了许多朝代兴衰的案例来帮助我更好地理解这些模型和规律以及他们背后的力量。在这些案例中，能够更清楚地看到其他影响因素（最重要的是技术和自然行为）是如何发挥重要作用的。通过研究这些跨帝国和跨时间的案例，我看到帝国的光辉多则持续 250 年，少则持续 150 年，其中经济、债务和

政治大约以 50-100 年为一个主要周期。通过对这些周期抽丝剥茧，我可以找到他们的共性、差异和耦合规律。这样做让我学到了很多。我现在尝试将它们梳理出来。

## 满招损谦受益

从探索这些问题开始，我就觉得自己像一只蚂蚁在试图理解宇宙。我的问题比答案多得多，也知道自己在钻研使许多人穷经皓首的领域。因此，我积极而谦虚地借鉴了一些杰出学者和实践者的知识，尽管没有人可以打通我的任督二脉，但他们对谜团的某一部分都有各自深入的见解。为了理解这些周期背后的因果关系，我将历史学家（他们专门研究各段历史间细微的特征）、决策者（他们既有实践经验又有历史观点）和我司优秀研究团队（他们大量阅读历史书籍和各时期文献并从中提炼统计数据）的力量结合起来。

虽然我学到了大量可以指导实践的好东西，但我认识到我所知道的只是我想知道的很小一部分，求索之路还很漫长。尽管如此，我的人生经验也告诉我，如果等着学习到足够的知识再动手，我就永远无法使用或传达我所学到的东西。因此，请理解，虽然这项研究将为读者提供我对所学知识自上而下的、宏观的观点以及我对未来非常悲观的展望，但你应该把我的结论当作理论而不是事实来对待。请记住，即便如此（谦虚谨慎求知若渴），我犯错误的次数也多到自己记不清，这就是为什么我最看重自己投资的多样化。所以，每当我向你们提供我的想法时，就像我在这项研究中所做的那样，请意识到我只是尽我所能公开地向你们传达我的想法。

你需要自己评估我传达的东西，并决定如何使用它。

## 内容排布

按照一贯风格，我会尝试用简洁和完备两种方式来表达我的理念。因此，我将本书分为两个部分。

第一部分通过典型的帝国兴衰案例，提炼出一个简单的原型。为了使最重要的概念通俗易懂，我将用俗话叙述，目的是清晰而非精确。因此，我的一些措辞大体上准确，却并非全部精确。我还用粗体突出了重点部分，这样读者就可以直接阅读这些重点观其大略。首先，我会提炼出一个帝国总国力指数，该指数表征了帝国的兴衰，由八个不同类型的国力指数组成。之后我会对这些不同类型的国力进行解释，这样读者就可以理解它们是如何运作的。最后会讨论在我的眼里，这一切对未来意味着什么。

第二部分更深入地展示了所有个案，深入探讨了过去 500 年间所有主要帝国的国力指数。基于上述结构，读者可以先阅读第一部分，然后选择是否进入第二部分来单独探索这些有趣的案例、咀嚼它们之间的联系、对照第一部分给出的模板，从而了解到那些我提炼出的国祚密码。建议两部分都读，因为我希望你能在第二部分中发现 500 年间这些国家演变的伟大故事。这个故事用荷兰帝国到大英帝国、大英帝国到美帝国、美帝国到中华帝国崛起的主线，呈现了世界演变的连续图景。本文还将这荷兰、大英和美帝国三者与德国、法国、俄罗斯、日本、中国和印度进行了比较。正如我们在每个帝国的浮沉中所看到的那样，他们都大体上遵循了剧本，尽管不

是完全按照剧本演出。另外，我希望读者能像我一样，从六百年前开始探索中国历代兴衰的故事，这件事既有意思，又有价值。研究（中国历史）朝代让我看到了中国与其他国家兴衰的相似之处（这是最重要的），也帮助我看到了不同之处（这就是中国不同于西方的原因），并让我理解了中国领导人的观点，他们都仔细研究过这些朝代，并从中吸取教训。

坦白地讲，我不知道如果没有研究过这段历史，我会如何明白当下，以及如何应对将来。但是，在我们进入这些引人入胜的个案之前，需要先深入研究一下典型案例。

## 重要声明

除非另有说明，本文件所含信息仅为发布日期时的最新信息，仅用于提供桥水基金（以下简称“桥水”）截至书面日期的意见和观点。桥水没有义务向本文档的接收者提供本文档所含信息的更新或补充。基金业绩和市场走势可能高于或低于本文所示，另外，具有时间敏感性的信息、假设和分析随时可能发生重大变化使得本文不再代表桥水（发布日期后的）观点。含有前瞻性的观点或预期的内容会受到许多风险和不确定性的影响，因而具有信息性。现实情况可能与本文所提供的信息存在重大差异。（事物）过去的表现也并不一定代表未来的结果。

桥水研报参考了来自公共、私人和内部渠道的数据和信息，包括桥水实际交易的数据。资料来源包括：澳大利亚统计局、巴克莱资本公司、彭博金融有限责任公司、世邦魏理仕公司、中欧数据有

限公司、共识经济公司、核心逻辑公司、柯仕达房地产信息公司、信贷观察公司、信贷市场分析有限公司、Dealogic 合伙企业、DTCC 数据存储库（美国）、Econalitica、EPFR 全球、欧亚集团有限公司、欧洲货币市场研究所（EMMI）、Factset 研究系统公司、英国《金融时报》有限公司、GaveKal 研究有限公司、全球金融数据公司、哈佛分析公司、加拿大投资基金研究所、洲际交易所（ICE）、国际能源署、伦巴第街研究所、麦盖提经济学研究公司，Mergent 集团、Metals Focus 有限公司、Moody's 分析集团、MSCI 集团、（美国）国家经济研究局、经济合作与发展组织、养老金与投资研究中心、Refinitiv 公司、Renwood Realtytrac 集团、RP 数据有限公司、Rystad 能源集团、s&P 全球市场智库集团、Sentix Gmbh 公司、Spears&Associates 咨询公司、State Street 银行、Trust 公司、新鸿基金融（英国）、东京证券交易所、联合国、美国商务部、万得信息（上海）有限公司、Wood Mackenzie 公司、世界金属统计局、世界经济论坛。虽然我们认为来自外部渠道的信息是可靠的，但桥水对其准确性不承担责任。

此处表达的观点仅为桥水观点，如有更改，恕不另行通知。在某些情况下，桥水会将业绩信息提交给指数编制机构，如道琼斯瑞士信贷对冲基金指数（Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund index），该指数可能包含在本材料中。您应该假设桥水在所讨论的一个或多个头寸、证券或衍生品中拥有重大的财务利益。桥水的员工可能持有多头或空头头寸，并买卖本材料中提及的证券或衍生品。负责准



备这些材料的人将根据各种因素获得报酬，其中包括他们的工作绩效和公司分红。

本材料仅供参考和教育之用，并非出售或求购证券及其他金融工具的要约。任何此类发售将根据最终发售备忘录进行。本材料不构成个人建议，也不考虑个人投资者在做出任何投资决策前必须考虑的特定投资标的、财务状况或需求。投资者应当考虑本研究中的各种建议或意见是否适合自身特定情况，并在适当情况下寻求专业意见，包括法律、税务、会计、投资或其他建议。

本文所提供信息并不能作为投资决策的充分依据，投资决策不应当基于静态且局限的模拟、假设或说明性信息。与实盘交易不同，模拟盘并不代表实际交易结果或实际管理成本，且可能存在高估或低估某些市场风险因素的可能性。桥水不承诺任何账户将获得与本材料类似的回报。本研究所讨论标的的价格、价值或收益均可能发生波动。

每项投资都涉及风险，在不稳定或不确定的市场条件下，标的的价值或回报可能会发生重大变化。对冲基金的投资具有复杂性和投机性，并带有高度的风险性，包括投资者血本无归的风险。历史业绩并不代表未来业绩，未来的回报并没有保障，可能出现原始资本完全流失的情况。某些交易（包括那些涉及杠杆、期货、期权和其他衍生品的交易）会产生巨大的风险，并不适合所有投资者。汇率波动也可能对某些投资的价值、价格或收益产生重大不利影响。

本声明不针对也不打算分发给任何司法管辖区内的任何个人或实体，因为此类分发、发布或使用可能会导致桥水在该司法管辖区内因触及相关法律法规而受到注册或申请许可的要求。

未经桥水基金事先书面同意，不得以任何方式（i）复制、影印或（ii）重新分发本材料的任何部分。

©2020 桥水基金有限公司版权所有。

[1] 细讲起来，我并非机械历史重复论者。当描述过去这些周期时，我的首要目标是让读者和我一起研究因果关系，然后利用这种理解来探讨我们可能面临的问题，并在处理这些问题的最优原则上达成一致。

[1a] 例如，我之所以对债务周期采用这种方法，是因为在过去 50 年中，我不得不应对其中许多周期，而它们是推动经济和市场发生重大变化的最重要力量。如果有兴趣了解我的套路，并想看到债务危机在各种情况下的形式，可以阅读《原则》，《大债务危机》等书，它们在 [www.economicprinciples.org](http://www.economicprinciples.org) 以免费的数字形式提供，也以印刷的形式在书店或网上出售。正是这种套路让布里奇沃特在其他人苦苦挣扎的时候，很好地度过了 2008 年的金融危机。我用这种方法研究了许多重大且重要的事情（例如萧条、恶性通货膨胀、战争、国际收支危机等），进而驱使我去理解那些身边萌芽的不寻常事情。

[2] 我几乎可以这样看待一切。例如，在建立和经营我的企业时，我必须去了解人们如何思考，并建立处理这些现实规律的原则，最后成功实践了这种方法。如果你对我所掌握的这些非经济和非市场的东西感兴趣，可以去阅读我的书《原则：生活和工作》，这本书在苹果系统中以“原则在行动”应用程序的形式免费提供，也能在普通书店买到。

[3] 在我的书《原则：生活和工作》中，我分享了自己对这些不同思维方式的思考。本文并不会描述这些内容，但如果你感兴趣的话，可以去找来读一读。

# 第一章 小果壳里的大周期

2020 年 3 月 29 日

如引言所示，世界秩序正在进行着我们平生未见但历史上屡见不鲜的重要变化，我的目标是向读者们展示这些案例和驱动它们的机制，以此思考并尝试推演未来。

以下是我在研究最近三个储备货币帝国（荷兰、英国和美国）和其他六个重要帝国（德国、法国、俄罗斯、印度、日本和中国）在过去 500 年的兴衰过程中所看到的景象，其中对中国的研究从公元 7 世纪的唐朝开始。本章的主要目的是提供一个原型，以便我们审视所有的周期，进而深刻理解我们现在所处的周期。在研究这些过去的案例时，我看到了一些清晰的因果关系。本章将简要总结这些关系，第 1 部分的后续章节会更全面地介绍这些关系。虽然本章和本书的重点是那些影响财富和权力的巨大周期性波动的力量，但我也看到了生活各个方面在周期波动中的连锁反应，包括文化和艺术、社会习俗等等，我将在第 2 部分中讨论这些内容。通过在简单原型和第 2 部分所示案例之间来回切换，我们将看到个案如何在大方向上符合原型以及原型如何恰当归纳个案。我希望，这有助于我们更好地了解当下。

我的使命是弄清楚这个世界是如何运作的，并获得应对好它的永恒和普适原则。对我来说，这既是一种激情，也是一种必需。虽然前述的好奇和担忧驱使我进行这项研究，但研究的过程让我对世界如何运转的真正大局有了超越预期的理解，我迫不及待想要分享

出来。这让我更清楚地了解了各国人民和各个国家是如何在漫长的时间里获得成功和失败的，它揭示了这些起伏背后不为人知的巨大周期，最重要的是，它帮助我看清了我们现在的处境。

虽然我在这一章中分享的大部分内容都是自己的原创，但这些理论都借鉴于其他专家且进行过交叉论证。大约两年前，当我觉得需要回答我在引言中描述的问题时，我决定和我的研究团队一起沉浸在研究中、翻阅档案、与世界上最好的学者和实践者交谈（他们每个人都对研究拼图的某一部分有着深刻的理解）、阅读有见地的作者的相关著作、反思我之前的研究和近 50 年的全球投资经验。

在我心中，这是一个大胆又谦卑、必需又诱惑的事业。为了规避或修补重大错漏，我采用迭代的研究方式：先研究，再写作，以求将其展示给世界上最好的学者和实践者以对结论进行压力测试，再探索潜在的改进，再写作，再压力测试……如此往复，直到我的结论越来越经得起考验。这项工作的成果，虽然不一定可以穷尽国家和市场兴衰的客观规律，但我相信大体上是正确的。我也清楚地知道，自己的所学所知将在理解和应对当下巨变的过程中，发生至关重要的作用。

我的功力就在这里，有缘者自取。

## 这项研究主要关注霸主国家

这是一项关于财富和权力如何在世界主要强国间转移的研究。值得说明的是，虽然这项研究涵盖的主要大国是最富有和最强大的，但并不一定是最富裕的，原因有二：首先，虽然财富和权力是大多

数人所追求和奋斗的东西，但总有一些人和国家对其不屑一顾，也不想为之奋斗。例如，一些人认为平和的生活和优雅的品味比拥有大量财富和权力更加重要，他们并不想那么拼命，从而被这项研究排除在外。（顺便一提，我认为把平和的生活和优雅的品味放在财富和权力之前是有待商榷的）。其次，我排除了一些“精品国家”（如瑞士和新加坡），他们在财富和生活水平上得分很高，但规模不足以成为霸主国家。

## 财富来自生产、掠夺和开采

从历史经验大致而言，各种人类组织（如部落、王国、国家）往往通过自己生产、从他人手中掠夺或从地下开采的方式获得财富和权力。当他们聚集了比其他任何一个群体更多的财富和权力时，他们就成为世界的主导力量，从而决定世界秩序。当他们失去了财富和权力时，世界秩序就会发生很大的变化，继而改变生活的方方面面。在这一章中，我们将描述：随着时间的推移，（各时期）相同的主导力量如何以基本相同的方式起伏，进而导致帝国的兴衰。

人类生产力是推动世界总财富、权力和生活水平随着时间推移而提高的最重要力量。生产力即：在学习、建设和发明创造的推动下，人均产出随着时间的推移稳步提高，因为学习带来积累。然而，由于人们的受教育质量、创新能力、职业道德、实践能力以及生产关系的差异，对不同的人群来说，它的增长速度是不同的。这些因素对于政策制定者来说很重要，以便正确决策提升国力；对于投资者和公司来说也很重要，以便发掘长期投资机会。

尽管积累经验教训和提高生产力意义重大，但这两者是不断变化的，因此它们并不是导致财富和权力转移的核心原因。财富和权力的易手由多种力量造成，最重要的是货币和信贷周期。我已经确定了 17 种重要的力量，它们解释了几乎所有的财富和权力转移过程，我们稍后将深入研究。这些巨大的力量通常具有周期性，且这些周期耦合共振，往往形成一个非常大的起伏周期。这个巨大的原型周期控制着帝国的兴衰，影响着帝国的一切，包括他们的货币和市场（我特别感兴趣）。正如我在《应对重大债务危机的原则》一书中概述的典型债务周期一样，这个大周期蕴含了我们可以观察到的各种周期，包括当下所处的周期。我相信，我们需要理解这个典型的循环，以便正确地看待当下的处境，并试图推演未来。

在这 17 种力量中，债务周期、货币和信贷周期、贫富差距周期和全球地缘政治周期是最重要的，只有理解它们，才能正确看待我们的处境。基于本书所解释的原因，我相信现在正处于一个典型的财富、权力以及世界秩序大转变的过程中，它将深刻影响到所有国家的每个人。这种巨大的财富和权力转移并不明显，因为大多数人头脑中没有历史的视角，无法将其视为“历史的某一次重复”。因此，在第一章中，我将以一种非常简短的方式描述我如何看待帝国兴衰及其市场运作背后的典型机制。然后我们将深入研究过去各种事件背后的机理。

## 大尺度视角

虽然我会试图准确地描绘宏观趋势，但我很难描述它的细枝末节。并且为了更好理解它，你也不能试图用精确的方式来描绘它。因为我们正在观察长期的演化过程，要掌握它，你就得放开细节。当然，在细节很重要的时候，我会从宏观尺度转到更细微的尺度。

用大尺度视角观察历史可以从根本上改变你对事物的看法。例如，在超大时间跨度下，很多“常识”都会失效，当然描述这些“常识”的词句也就不复存在。因此，我的措辞不一定精准，这样才可以观其大略，而不会陷于术语和定义中。只可意会，不可言传。

例如，我们往往纠结于国家、王国、民族、城邦、部落、帝国和朝代之间的差异，但这里我们主要讨论国家层面。然而众所周知，直到 17 世纪欧洲三十年战争之后，现代意义上的国家才出现。换言之，在那之前并没有现代国家的概念，更多的是王国。在当前的一些地方，王国依然存在，且可以与国家混淆。一般而言，可以认为王国较小，国家较大，帝国更大（扩展到王国或国家之外），但它们之间的关系往往并不是这么明晰。大英帝国基本上是从一个逐渐演变成国家的王国，再延伸到英格兰边界以外的帝国，因为其领导人控制了广大的非英格兰地区和许多非英国人。类似的控制形式多种多样，这进一步混淆了那些追求精确的人的想法。例如，在某些情况下，帝国是被一个主导力量占领的地区，而在另一些情况下，帝国是受一个主导力量影响的地区，这些地区被威胁和奖励支配。大英帝国通常占领其帝国内的国家，而美帝国则通过奖赏和威胁控制了更多国家，尽管这并不完全准确，因为在撰写本文时，美国在

70 个国家拥有军事基地。所以，虽然美帝国的存在显而易见，但其无法被精确定义。不管怎样，读者应该了解，试图精确可能会妨碍传达最重要最重要的事情。所以在这一章中，你必须忍受我的不精确。你们也会明白，为什么我从今以后会不准确地称这些实体为国家，尽管从技术上讲，并非所有这些实体都是国家。

按照上面的说法，有人会说：这货根本没法比较不同时代不同制度的政治实体！虽然我理解这一观点，但也向读者保证：我会努力阐述它们之间的所有重大差异。无论如何，永恒和普遍的相似性远远大于差异，如果让这点差异阻碍我们从历史的相似性中获取教训，那就是一个巨大的悲剧。

## 大多数事物都是螺旋上升的

如前所述，长期来看我们一直处于进化过程中，这也是生产力提高的根本因素。尽管从短期（的人生）而言，围绕这一上升趋势的波动更为重要。下表显示了过去 500 年世界人均 GDP 的估算值。大致来看，人均产出似乎在稳步提高，从最初几年的缓慢增长，到 1800 年左右增长加快（此时上升的坡度变得更陡，反映出生产率提高更快）。这种从生产率增长较慢向生产率增长较快的转变，主要是由于人类知识的积累以及这种积累向生产率的转化。这是由许多因素造成的，在 15 世纪中叶欧洲发明了印刷机（印刷术在中国出现的时间更早），印刷机增加了知识的传播，促进了欧洲文艺复兴、科学革命、启蒙运动和英国第一次工业革命。



知识的广泛传播也将财富和权力的基础从农业转移为工业。在农业基础下，土地所有权是权力的主要来源，君主制、贵族和教会共同努力保持对土地的控制。而在工业基础下，有创造力的资本家创造并拥有工业产品的生产资料，并与政府中的代理人合作，以维持使他们拥有财富和权力的制度。换言之，自从工业革命带来了这一变化，我们一直处于这个状态，在这个系统中，财富和权力主要来自教育、发明和资本主义的结合，管理政府的人与控制大部分财富和教育的人合作。额外一提，在 20 世纪上半叶，出现了一些资本主义向共产主义（1950 年至 1990 年间的试验并不成功）和社会主义（本质上是一种混合的财富和机会分配制度，人们可以就其优缺点进行探讨）转变的情况。基本的套路是这样的：受过教育的人提出创新，通过资本市场获得资金，并拥有将其创新转化为生产和分配资源的手段，使他们能够获得利润回报。这种套路在资本主义和与之共生的政府体系中发生得最好，当前这种套路依然有效。很久以前，农业土地和农业生产是最有价值的，后来这个地位被机器取代，如今没有物理实体（数据和信息处理）的数字事物正在演变成最有价值的东西，这将引发一场争夺和利用数据获取财富和权力的竞争（我们将在有关学习和提高生产力的章节中对此进行深入探讨）。我试图阐明的要点是：生产力上升趋势的最大力量来自人类适应和提高的能力，以至于由其他事物引起的围绕上升趋势的波动也不会改变这个趋势。这就是一个人用宏观大尺度视角看待问题得出的结论。

与其它社会制度一样，资本主义也未能通过广泛的人力资源开发实现机会均等和生产力最大化的目标（有关这方面的更多信息，请参阅“为什么以及如何改革资本主义”一章）。但是要重申一下重点：从下图所示的宏观大局来看，情况基本上一直在向好发展，因为人们越来越聪明，并不断将这种聪明转化为更多更好的产出。



图 1 每年全球人均 GDP（以美元计）

历史的周期动荡贯穿了这种宏观单边的知识积累和生产力上升趋势，包括繁荣、萧条、革命和战争。历史告诉我们，几乎所有这些动荡时期都是由货币和信贷崩溃、巨大的贫富差距、争夺财富和权力（即革命和战争）以及严重的自然灾害（如干旱、洪水和流行病）造成。它还表明，这些时期的糟糕程度几乎完全取决于帝国的承受能力。例如，那些拥有大量储蓄、低负债和拥有强势储备货币的人比那些没有太多储蓄、高负债和不拥有强势储备货币的人能够更好地抵御经济和信贷崩溃。同样地，那些对公民群体拥有强大领导能力组织可以比那些对公民没有强大领导的组织得到更好的管理，那些更有创造力的人将比那些没有创造力的人更好地适应环

境。你将在第 2 部分的案例中看到，这些都是可量化的永恒和普遍的真理。

相对人类适应和发展能力的总上升趋势而言，这些动荡很小，以至于只能让上图出现微小的波动。然而这些波动对我们的影响却非常大，因为人类的生命是如此渺小而短暂。以 1930-45 年的大萧条和战争时期为例。下图显示了美国股市和全球经济活动的水平。如你所见，经济下降了约 10%，股市下跌了约 85%，然后开始复苏。

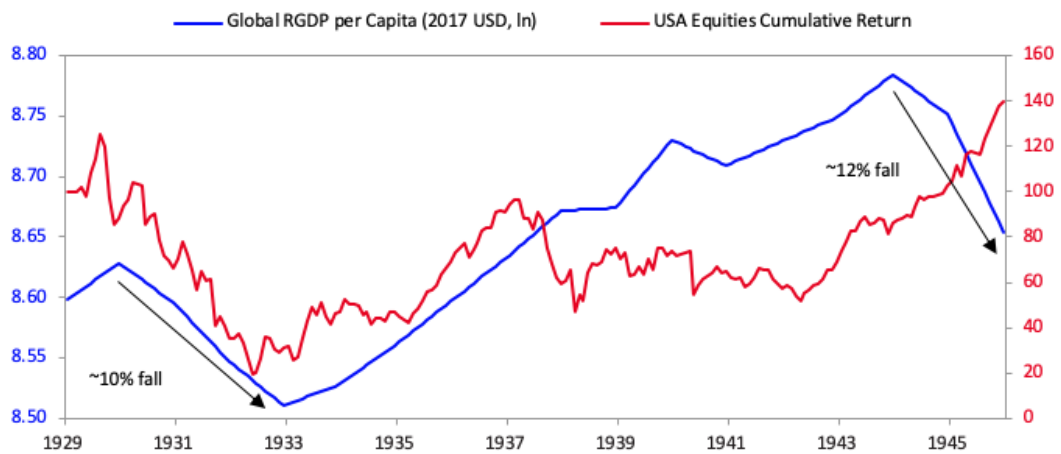


图 2 每年全球人均 GDP（以美元计）与美国股市回报率对比

上图展现了一个经典的货币和信贷周期，这样的周期从有历史记录以来就不断发生，我将在货币和信贷周期一章中深入阐释。更具体地说，信贷崩溃的发生是因为债务太多，因此中央政府不得不花费大量它没有的钱，使债务人更容易偿还债务。要做到这一点，央行必须印钞票，并像现在这样自由地提供信贷。当信贷崩溃时，消费也随之崩溃，所以他们不得不印钞票。在这种情况下，债务泡沫是 20 年代轰轰烈烈的经济繁荣的自然延伸，这一繁荣演变为 1929 年爆发的债务融资泡沫。几乎所有的债务危机，包括我们现

在所处的危机，基本上都是出于同样的原因，即预测未来的上升趋势，以及过度举债，把赌注押在上升的东西上，然后在它们下降时受到暴击（译者手动狗头）。

当时，泡沫的破灭和由此引发的经济萧条是 1930-45 年间国内外为财富和权力大打出手的最大原因。像现在和其他大多数情况一样，社会出现了巨大的财富差距，当债务/经济崩溃加剧时，这些差距导致社会和经济模式的革命性变化，并在不同地方的不同制度中同时体现出巨大的财富转移。为了让自己国家和民族在生存权斗争中占有一席之地，各种社会制度应运而生。其中主流的制度包括共产主义（它支持几乎平等地分配大部分财富）、法西斯主义（它是专制的国家控制的资本主义），以及社会化的民主（它重新分配了大量的财富，同时保持了民主和更自由的市场资本主义，尽管在战争年代经常以更专制的形式出现）。那些想进行大规模财富再分配的人和那些不想再分配的人之间总是有争论或争斗。另外，在 20 世纪 30 年代的美国，大自然母亲还给了我们一场痛苦的干旱。

纵观我所研究的所有案例可以发现，过去的经济和市场衰退都持续了大约三年，直到经历一个大的重组过程（包括债务和货币信贷体系的重组，税收和支出的财政政策的改革，以及政治权力的变化）而逆转。印钞机越快填补债务窟窿，通货紧缩的萧条就越快结束，对货币价值的担忧就越早开始。在 20 世纪 30 年代的美国案例中，新当选的罗斯福总统宣布禁止民间私藏黄金，现有黄金必须拿到银行兑换美元，且政府不再用黄金偿还债务，取而代之的是释放

“绝对管够”的货币和信贷。新政当天立刻开启了股市和经济的触底反弹，如上图所示，这带来了很大的改善，但并不是完全的复苏。随后爆发了战争，这场战争由德国和日本等新兴大国为争夺财富和权力而展开，它们挑战了英国、法国等现有的世界主要强国，最终美国也被拖入战争。战争时期提高了用于战争的物资产出（和消费），但将战争年代称为“生产时期”是一个用词不当的说法（尽管以人均产出衡量好像是这样，其实是因为有太多被破坏的坑需要填）。战争结束时，全球人均国内生产总值下降了 12% 左右，其中很大一部分原因是战败国经济的下滑。这段年代以压力测试的形式抹去了很多东西，也分出了赢家和输家，并在 1945 年导致了一个新的开始和一个新的世界秩序。从传统意义上讲，这之后是一个漫长的和平与繁荣时期，这一时期被过度延长，以至于 75 年后的今天，所有国家都再次受到压力考验。

历史上大多数周期的发生基本上是出于同样的原因。例如，1907 年至 1909 年这段时期始于 1907 年的恐慌，就像 1929 年至 1932 年轰轰烈烈的货币和信贷危机一样，是繁荣时期的结果。类似的还有美国的镀金时代、欧洲大陆的美女时代、英国的维多利亚时代，都是因为债务融资泡沫破裂导致经济和市场下滑。当出现巨大的财富差距，进而导致巨大的财富再分配和一场世界大战时，这种下降也会发生。财富再分配（就像 1930-1945 年时期的财富再分配一样），是通过税收和政府支出的大幅增加、巨额赤字以及货币政策的重大变化来实现的，这些货币政策使赤字货币化。然后大自然母亲用一

场大瘟疫（西班牙流感，译者注：西班牙与本泽马一人背着一口锅相顾无言泪千行）加剧了压力测试和由此产生的重组过程。这种压力测试以及全球经济和地缘政治结构调整导致了 1919 年的世界新秩序，这在凡尔赛条约中得到了体现。这带来了 20 世纪 20 年代的债务融资热潮。在 1930-45 年期间，同样的事情再次发生。

基本上，这些破坏/重建时期清除了弱者，确立了强者，建立了革命性的新生产关系，为重建和繁荣时期创造了条件。之后新的生产关系过度膨胀，形成了以巨大财富差距为表象的债务泡沫，导致债务崩溃，产生了新的压力测试和破坏/重建时期，最终再次出现了新的几家欢喜几家愁，循环往复……

虽然现在我们还未经历过，但这些破坏/重建时期对每一个经历者都是可怕的存在，不仅仅在经济上，在生命方面也对人类造成了巨大的痛苦。如同当下的新型冠状病毒，每个破坏/重建期对各人的意义和未来的意义都取决于每个人自己的经历。对大多数人而言这种意义是负面的，无人得以幸免。历史告诉我们，通常大多数人都难以在经济萧条时期就业，也难以在战争中毫发无损，更难以在自然灾害中幸存。

也有些人把这些艰难时刻用正面的角度描述，比如拉近人们的距离、增强性格、把握当下等等，汤姆布罗考称那些经历过这些时代的人为“最伟大的一代”，因为他们拥有坚强的性格。我的父母，经历过萧条和第二次世界大战的叔叔阿姨，以及他们那个时代的其他人，我在他们交谈时也能感受到他们自己也这么看（译者注：

废话！那些坟头草已经三尺高的人肯定不这么看，但是他们已经没有发表观点的机会了。这是典型的幸存者偏差）。请记住，经济破坏期和战争期通常不会持续很长时间，它们往往会持续大约两三年（译者注：从这个方面而言，达里奥大神读史还不够深入，一本《资治通鉴》读下来，“大饥”这个词共出现了 41 次，也就是说平均 33.1 年就出现一次值得被写入史书的饥荒；“人相食”出现了 33 次，平均每 41 年出现一次。这还只是在中华这片土地上）。自然灾害（如干旱、洪水和流行病）的持续时间和严重程度各不相同，尽管对他们的痛苦感受会因适应而降低。实际上，人们很少能同时遇到这三种类型的大危机：1）经济危机，2）革命和/或战争，3）自然灾害。（译者注：达里奥还是太乐观了，实际上，这三件事往往同时对社会发动暴击）。

我的观点是，虽然这些时期可能令人沮丧，并导致许多人类痛苦，但我们永远不应忽视一个事实：即人类适应并迅速达到新的、更高水平的福祉的能力，远远大于所有可能遇上的糟糕事。因此，我认为相信并投资于人类的适应性和创造性是明智的。因此，尽管我非常确信在未来几年里，人类和世界秩序都将经历巨大的挑战 and 变化，但我更相信，人类将以非常实际的方式变得更加聪明和强大，这将引导我们克服这些具有挑战性的时代，走向新的更高水平的繁荣。

现在让我们梳理 500 年来主要帝国财富和权力的上升和下降周期。

## 国家间的财富和权力转移

虽然图 1 展现了全世界总的生产力上升情况，但它并没有显示出国家之间发生的财富和权力转移。下面的图表比较了 11 个主要帝国在过去 500 年中的财富和权力的变化<sup>[1]</sup>。这些财富和权力指数中的每一个都是由 8 种不同的衡量标准组成，后面我会一一解释。尽管这些指数并不完美，因为不可能精确统计任何时间点的所有数据，但它们足以展现大局。正如你所看到的，几乎所有的帝国都经历了一个先上升后下降的过程。粗线代表四个最重要的帝国：荷兰、英国、美国和中国。这些帝国发行了最近三种全球储备货币——现在是美元，之前是英镑，更先是荷兰盾。中国之所以被包括在内，是因为它已经上升为当前第二大帝国/国家，也是因为在 1850 年之前的大多数日子里，它一直是如此强大。图表内容可以概括如下：

- 几个世纪以来，中国一直占据主导地位（在货物贸易方面，中国的竞争力一直高于欧洲），不过从 19 世纪开始，中国的贸易额急剧下降。
- 荷兰，一个相对较小的国家，却在 16 世纪成为世界上的大帝国之一。
- 英国用一条（与荷兰）非常相似的道路，在 19 世纪达到顶峰。
- 最后，美国在过去 150 年中崛起为世界超级大国，特别是在二战及战后，现在正处于相对下降的状态，而中国又一次追赶了上来。



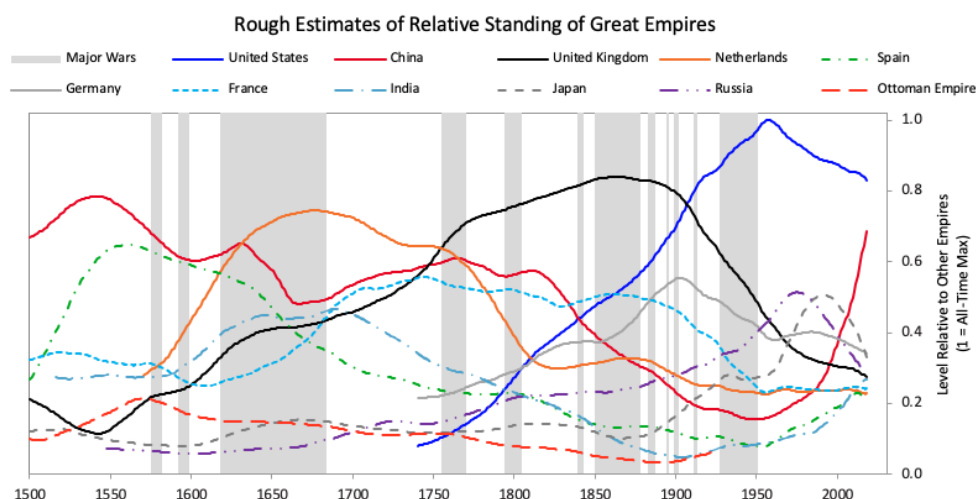


图 3 各大帝国相对地位沉浮图

现在让我们看看类似的图表，它将数据一直延伸到公元 7 世纪。我把重点放在图 3（仅涵盖过去 500 年），而不是图 4（涵盖过去 1400 年），因为图 3 包括了我最关注的帝国，而且更简单（尽管囊括 11 个国家、经历 12 场主要战争、时间跨度超过 500 年，它似乎很难被称为简单）。不过，图 4 时间跨度更广泛，也值得一看。为了减少混乱，我对战争时期做了简化处理。如图所示，在公元 16 世纪以前，中国几乎总是最强大的，尽管中东哈里发、法国、蒙古、西班牙和奥斯曼帝国也时有高光。

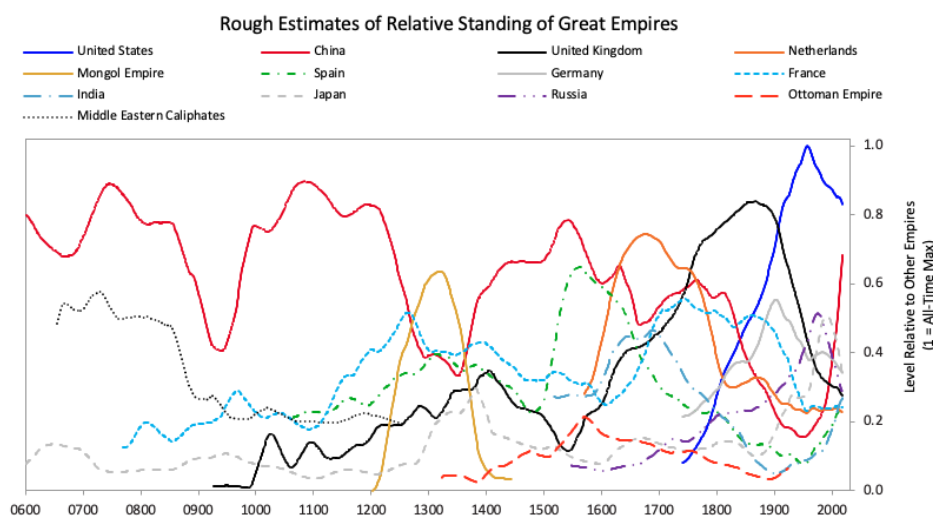


图 4 更长时间跨度的各大帝国相对地位沉浮图

## 我们量化国家财富和权力的标准

我在前面图表中给展示的财富和权力综合指标，由八个方面的平均值组成，主要有：1) 教育；2) 竞争力；3) 技术；4) 经济产出；5) 世界贸易份额；6) 军事实力；7) 金融实力；8) 储备货币。虽然我们以后将探讨更多的细化指标，但我们首先关注这八个关键点。

下图显示了这些实力指标各自的变化规律，其中大部分权重来自最近的三个霸主（即美国、英国和荷兰）<sup>[2]</sup>。

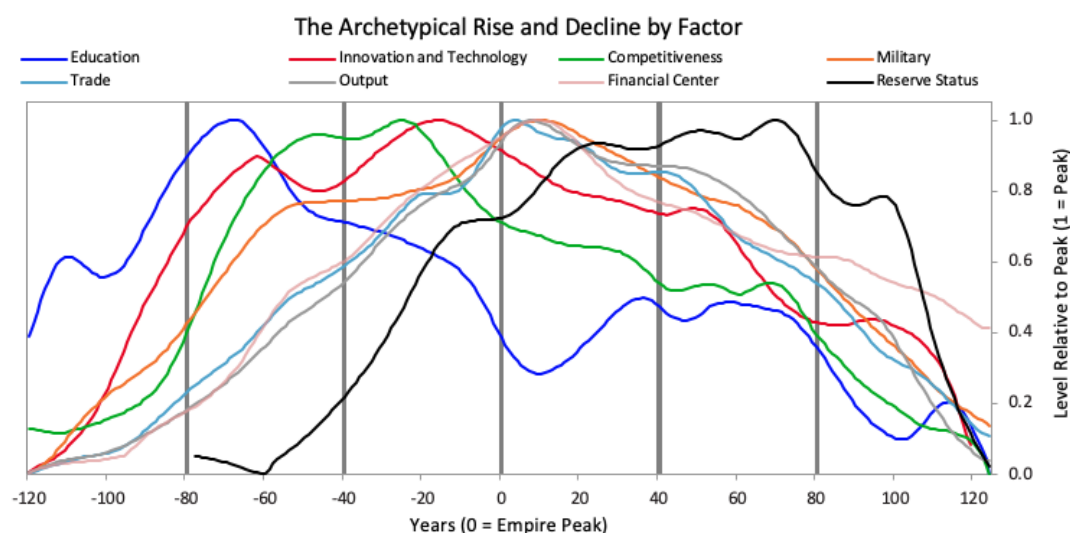


图 5 各因素的典型变化规律

图 5 很好的描述了这些指标是怎么起伏的。对照图 5，并参考一些稍后将深入研究的附加因素，可以简单地描述这个循环。值得注意的是，所有这些子项衡量指标都在帝国的生命尺度上升和下降。这是因为这些优势和弱点是相辅相成的——即教育、竞争力、经济产出、世界贸易份额等方面的优势和弱点在逻辑上推动者国家的兴衰。例如，受过良好教育的人会创造出更具创新性、竞争性和生产

力的社会。我称这种周期性的主要子项指标相互关联的上下波动为“大周期”。注意到这些指标在图表中上下波动的顺序，因为它广泛地表明了导致帝国兴衰的过程。例如，教育质量一直是这些指标涨跌的长期先导力量，长期滞后的力量一直是储备货币。这是因为，强大的教育在大多数领域都会产生优势，包括创造世界储备货币。这种通用货币地位，就像世界上的通用语言一样，往往会（在帝国衰落后）继续维持一段时间，这是因为在维持储备货币地位的国力优势丢失后，人们的使用习惯还具有惯性。

## 大周期

广义地说，我们可以把这些涨跌分为三个阶段：1) 上升阶段，其特点是获得竞争优势；2) 最高阶段，其特点是维持实力，但最终失去了上升背后的竞争优势；3) 衰退阶段，其特点是所有这些指标陆续降低。

简言之，其基本逻辑就是：

从一个有能力又强大的领导开始，提供了帝国成功的基本要素，其中包括良好的社会教育；

这里的教育不仅仅指传授知识和技能，还包括文明刚烈、爱岗敬业等社会氛围，这些氛围由家庭和学校共同塑造，使得文明程度提高；

这种提高反应在诸如低腐败和对规则的高度尊重上，法治使得人们可以很团结地工作在社会共识下，产生社会发展的合力；

当人们有知识、有技能、有良好的性格、有礼貌的行为和良好的合作，再加上一个良好公平的资源配置系统，就会带来开放性的全球思维；

这种思维是国家成功的最重要因素，使得他们在全球市场上更具竞争力；

竞争力带来贸易顺差，进而使他们获得强劲的收入增长；

收入增长可以让改善基础设施、教育系统和研究开发的投资增加，继而提高社会生产力（每小时工作带来更有价值的产出）；

生产力提高是增加社会财富和生产能力的主要原因，当他们达到更高的生产力水平时，就可以研发新技术，这些新技术对商业和军事都很有价值；

随着他们在技术上变得更具竞争力，自然会在世界贸易中占有相当大的份额；

这就需要一支强大的军队来保护他们的贸易路线，并影响那些在国外对他们很重要的人；

随着经济越来越卓越，他们就会发展吸引和分配资金的金融中心（例如，荷兰帝国统治时期的阿姆斯特丹是世界金融中心，大英帝国统治时期的伦敦是世界金融中心，现在的纽约是世界金融中心，虽然当前美国依然是世界金融中心但中国已经开始在上海发展自己的金融中心）；

在全球贸易扩张的过程中，这些不断壮大的帝国带来了强劲的股票、货币和信贷市场；

自然地，那些在贸易和资本流动中占主导地位的国家，其货币更多地被用作首选的全球交换媒介和首选的财富储存标的，这导致其货币成为储备货币（荷兰盾在荷兰帝国统治时期成为世界储备货币，英镑在大英帝国统治时期成为世界储备货币，而美元在 1944 年成为世界储备货币，当时美国即将赢得第二次世界大战的胜利，在经济、金融和军事上都明显占优）；

把自己的货币作为储备货币，自然会给那个国家带来更大的信用和购买力。如图 5 所示，储备货币地位的获得和丧失与其他基本面有着显著的滞后性。

正是通过这些指标的轮流上升，各国才能崛起并保持其实力。那些建立帝国的人将他们的经济、政治和军事力量协调成一个大型商业体以方便分配资源。譬如荷兰人创建了荷兰东印度公司，英国人创建了英国东印度公司，美国创建了军工联合体，中国有国家资本主义（央企）。事实证明，这种经济、政治和军事上的协调对于所有帝国的利益扩张至关重要。

简而言之，在帝国发展到顶峰的时候，辉煌孕育衰落。具体而言，有如下规则：

- 繁荣增加了人们收入，这自然导致人力成本变高，使得帝国与其他低人力成本国家相比具有劣势；
- 那些先进的东西通常会被新兴的竞争对手模仿，从而使后来者居上，这也会导致帝国作为先发者的竞争力降低。例如，英国造船商雇佣的工人比荷兰造船商的成本更低，他

们聘请荷兰造船建筑师设计的船舶比荷兰的船舶更具成本效益。因为复制比发明花费更少的时间和金钱，在其他条件相同的情况下，新兴帝国往往会通过复制来弯道超车。

- 那些变得更富有的人自然会减少工作的努力，从事更悠闲、更远离生产的活动，到了极点，就会变得颓废和不事生产。这一项规律尤其有效，从必须努力才能取得成功的一代变成继承财富的一代，这些年轻一代往往不那么坚强也不那么能吃苦，这使他们更容易受到诱惑。随着时间的推移，富裕社会的人们往往追求更多的奢侈品和休闲，为了得到它们，他们往往变得更加浮躁和奢靡，这使他们越来越脆弱。
- 最富有和最强大国家的货币成为世界储备货币，这给了它们能够借到更多钱的“过高特权”，从而使他们陷入更深的债务之中。这在短期内提升了霸主帝国的消费能力，在长期却削弱了它。换言之，当借贷和支出都很强劲时，这个霸主帝国看起来很强大，而实际上它的财政却在被侵蚀。这种借贷通常用来支撑国内的过度消费，也用来支撑军费以维持帝国作为霸主的利益。这种过度借贷可能会持续相当长一段时间，甚至会自我强化，因为它强化了储备货币，从而提高了放贷的外国投资者回报。当最富有的人通过向最贫穷的人借款而负债时，就是相对财富转移的早期迹象。例如，上世纪 80 年代，美国的人均收入是中国的 40 倍，

当时美国开始向那些想用美元储蓄的中国人借款，因为美元是世界储备货币；同样，英国人从贫穷得多的殖民地借了很多钱，特别是在二战期间；荷兰人在帝国到达顶峰之前也借了很多钱。这导致了当世界上持有霸主货币和债务的意愿突然下降时，霸主的货币地位和经济会出现逆转。美国显然已经进行了大量的举债和债务货币化，尽管当前还没有出现对美元和美债需求减少的情况。

- 霸主帝国的扩张最终会到达这样一个地步：由于维护帝国的成本超过了它带来的收入，支持和保卫霸权已经变得不经济，慢性失血进一步削弱了帝国的财政实力。美国的现状就是如此。
- 经济上的成功自然会导致更大的贫富差距，遍身罗绮者，不是养蚕人。那些拥有财富和权力的人（例如那些从商业上受益的人和那些管理政府的人）自然以相互勾结的方式运作，以维持现有的制度使他们受益，而其他人则越来越穷，直到贫富差距大到不可容忍。这也是美国当下的重要问题。

由于多因素共振，下降阶段往往具有自激励性。

- 当债务变得非常庞大时，央行就失去了刺激债务和经济增长的能力；一旦经济低迷，债务和经济问题就会暴露出来，并导致更多的货币释放，最终使其贬值。

- 当财富和价值观差距越来越大，经济压力也越来越大（无论压力来自何处），富人和穷人之间发生更大冲突的可能性逐渐升高，首先是温和的摩擦，然后是越来越激烈的冲突。这通常会导致政治极端主义的活跃，左派（即那些寻求重新分配财富的人，如社会主义者和共产党人）和右派（即那些寻求将财富掌握在富人手中的人，如资本家）都会与民粹主义的结合。这种情况在民主和专制国家都有发生。例如，在 20 世纪 30 年代，越来越极端的左派民粹主义者变成了共产主义者，右派民粹主义者变成了法西斯。民粹主义者往往更专制，更倾向于斗争，更倾向于诉诸权力而不是法律。
- 当富人担心他们的钱会被拿走（或他们会受到敌视）时，他们就会把钱和自己转移到他们认为更安全的地方、资产或货币上。如果这种转移被允许持续，就会减少流出地的税收和消费，进而导致自激励的空心化。因为税收的减少恶化了当地环境，增加了紧张局势，（为了维持税收总量）使得个体税赋增加，于是更多的富人移民，使得留下者的生存环境更为恶劣……例如，我们现在看到一些情况就是因为富人离开税收较高的州而发生的，那里有财政压力和巨大的贫富差距。当情况变得足够糟糕时，各国政府将不再允许这种情况发生，也就是说，它们禁止资本外逃，这使得那些没有安全感的富人更加恐慌。



- 当这种恶性循环出现时，生产力会遭到破坏，进而缩小经济蛋糕，并在如何划分不断萎缩的资源方面引发更多冲突，这导致了内部冲突的加剧，越来越多地出现极端民粹之间的斗争。于是人们希望控制局势，实现秩序，此时民主会受到专制的挑战。这就是为什么在二十世纪 20 年代和 30 年代，德国、日本、意大利和西班牙（以及一些小国）都从民主转向专制，主要民主国家（美国、英国和法国）也变得更加专制。人们普遍认为，在混乱时期，更集中、更专制的决策体制比不那么集中、更民主、基于辩论的决策体制更可取，因此，在不守规矩又暴力的人类斗争中，这种转变并非毫无价值。
- 当一个国家获得了足够的经济、地缘政治和军事实力，能够挑战现有的主导力量时，这些敌对的世界大国之间就有许多潜在的冲突领域。由于没有和平裁决此类争端的有效机制，这些冲突通常通过暴力来解决。
- 当一个霸主帝国在海外维持帝国的成本大于带来的收入时，经济上就会不断失血。但同时，其他国家正在崛起为竞争大国，使霸主帝国感到寝食难安。由于对手在经济和军事上尤其具有威胁，所以维持帝国需要更多的军费开支；与此同时，不断恶化的国内经济状况使征税更加困难，也更需要在国内维稳上增加花费。而竞争国通常会“趁你病，

要你命”。此时，帝国领导者将面临艰难的经济和军事选择：要么干，要么怂。

- 如果在上述脆弱时期恰好遇上外部冲击，如自然灾害（如瘟疫、干旱或洪水），帝国的衰落速度会进一步以自激励的形式加快。
- 帝国之所以无法违背盛衰周期的规律，领导者能力诚然是一个因素。但每一位领导者在这个周期中只负责了很小一段，他们既不能决定自己所继承帝国之前的状况，也不得不给这些状况擦屁股。由此而言，命运比领袖更能掌控一切。

在本章的最后，我快速地抛出了很多东西，试图简要描述主要的因果关系，读者最好细细再读一遍，以探寻这个顺序是否有所启发。在第2部分中，我们将更深入地探讨一些具体案例，你们将看到这些周期的模式化重复（尽管不是以精确的方式复刻）。它们发生的事实和原因比它们发生的确切时间更值得研究。

总而言之，围绕着生产力增长趋势，财富不断增长，生活水平不断提高，于是产生了繁荣的建设时期，在这个时期，国家基本上是向好的，因为有：a) 较低的负债水平；b) 较小的贫富差距和社会分裂；c) 人们有创造社会繁荣的合力；d) 良好的教育和基础设施；e) 强有力的领导；f) 由一个或多个主导世界大国领导下和平的世界秩序。当繁荣的建设时期被过度消耗时（通常如此），就会导致毁灭和重组的萧条时期，在这段时期，国家的根本弱点包括：

a) 高负债水平；b) 巨大的贫富差距和社会鸿沟；c) 不同派系的斗争与内耗；d) 糟糕的教育和老化的基础设施；e) 为维持过度扩张的帝国和应对新兴强大的对手而进行的战争。之后是在新秩序上的重构，随之而来的是新的建设阶段。

更简单地看，下图所示的数轴集合是推动国家兴衰的主要力量。对任何一个国家来说，越靠近左边，繁荣的可能性就越大；越靠近右边，衰退的可能性就越大。那些排名靠前国家的各项一般靠左（这会使它们繁荣），但随着时间的推移，它们会向右边移动，这使它们更容易衰退，而新的竞争国家则会获得左边的特征，直到它们变得更强，这时就发生了地位变化。

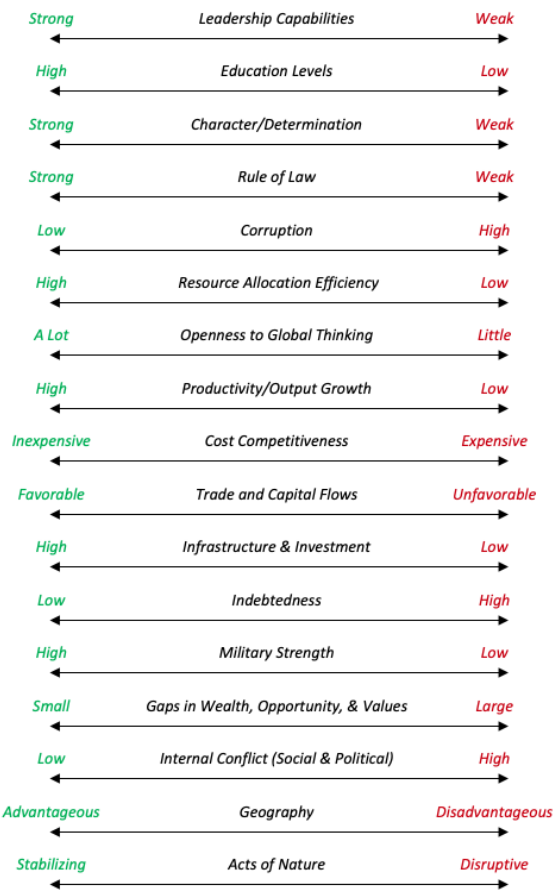
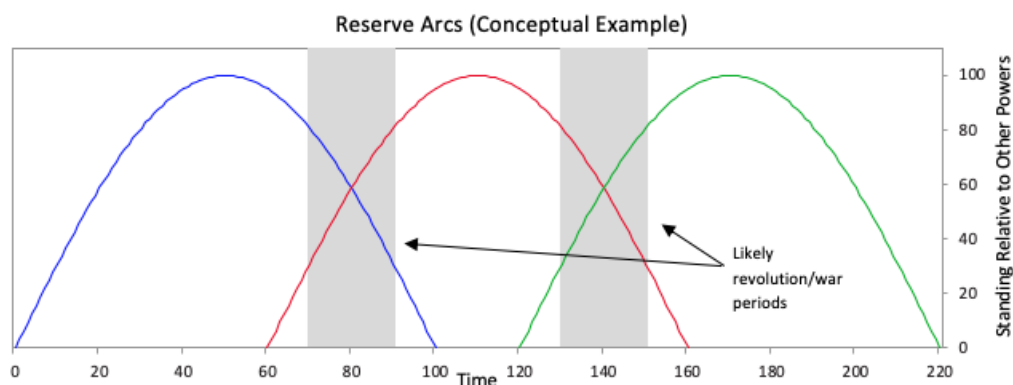


图 6 影响帝国盛衰的主要特征

上面就是我所研究的成果。现在，为了好玩，可以做一个小练习：勾选每个你感兴趣国家的指标。对这个国家的每个属性按 10-1 的分数评价，从最左边的 10 分和最右边的 1 分开始。这些评分加起来的数字越高，这个国家相对上升的概率就越大。总分越低，下降的可能性就越大。花点时间计算一下美国的分数、中国的分数、意大利的分数、巴西的分数等等。在本报告后面，我们将使用这些关键绩效指标，系统地最大的 20 个国家做这项工作。

无论是上升还是下降，这些因素往往趋向于相互激励。因此，贫富差距、债务危机、革命、战争和世界秩序变化往往都会一起到来，这并非巧合。帝国兴衰的大周期如下图所示。通过萧条、革命和战争造成破坏和重组的不良时期，主要是摧毁旧制度，为新制度的出现奠定基础，这通常需要 10 到 20 年（也可能远远小于 10 年或远远大于 20 年），这个时期我们用图表中的阴影区域来描述。随后，又迎来了更为漫长的和平与繁荣时期，理智的人们在和平与繁荣中和谐地合作，没有一个国家愿意与世界强国作战，因为它太强大。这些和平时期通常会持续大约 40 到 80 年（也可能远远小于 40 年或远远大于 80 年）。在大周期内还包含持续 7 到 10 年的短债务周期。



For example, when the Dutch empire gave way to the British empire and when the British empire gave way to the US empire, most or all of the following things happened.

<u><i>End of the Old, Beginning of the New (e.g., Dutch to British)</i></u>	<u><i>End of the Old, Beginning of the New (e.g., British to US)</i></u>
- Debt restructuring and debt crisis	- Debt restructuring and debt crisis
- Internal revolution (peaceful or violent) that leads to large transfer of wealth from the "haves" to the "have nots"	- Internal revolution (peaceful or violent) that leads to large transfer of wealth from the "haves" to the "have nots"
- External war	- External war
- Big currency breakdown	- Big currency breakdown
- New domestic and world order	- New domestic and world order

图 7 大周期的概念示例

## 我们现在何处

如前所述，上一个主要的破坏和重组时期发生在 1930-1945 年，这导致了新的建设时期和新的世界秩序。从 1945 年新的全球货币体系（1944 年在布雷顿森林建立）、美国主导的世界治理体系（联合国设在纽约，世界银行和国际货币基金组织设在华盛顿）开始，美国成为世界上最富有的国家（当时它拥有世界 80% 的黄金储备）。这一切依托占主导地位的经济力量（当时它占世界产值的一半左右）和最强大的军事力量（当时它垄断了核武器，并拥有地球上最强大的常规力量）。

75 年后的今天，我们来到长债务周期的尾声，当前世界上充斥着大量债务，而作为世界央行的美联储，其传统的货币政策已然失效。当前，我们正同时处于经济和债务的双重压力下，这给个人、公司、非营利组织和政府都带来了大量赤字，而政治上支离破碎的中央政府则试图通过发放大量贷款来填补这些赤字，各国央行正通过政府债务货币化来实现这一目的。贫富悬殊和社会割裂也伴随而来。同时，一个正在崛起的世界大国正在贸易、技术发展、资本市场和地缘政治领域与世界领先强国展开竞争。除此之外，我们还要应对一场流行病。

还好，我们可以用勤劳和智慧来做好准备。如果人们都能处理好彼此之间的关系，就一定会度过这个困难时期，进入下一个新的繁荣时期。

在第 1 部分的下一章中，我们将更仔细地研究 17 个大国中最重要帝国的历史和规律，并试图展望未来。

我将试着每周更新相关研究，知无不言。

*[1] 这些指数由若干不同的统计数字组成，其中有些是直接量化的，有些是大致相似或指示性的。在某些情况下，需要在时间上对数据进行拼接。此外，图表上显示是这些指数 30 年移动平均线，因为非平滑序列的波动性太大，可能会影响观察趋势。我通常使用平滑序列观察非常长期的趋势，用非平滑序列观察短期变动，倍儿爽！*

*[2] 我们通过对这些案例加权，来显示关键指标在历史上的位置。图表显示为“1”表示该指标相对于历史的峰值，“0”表示低谷。时间线以年为单位显示，横坐标的“0”大致表示该国处于峰值的时间（即各计量单位的加权平均值处于峰值的时间）。在本节的其余部分，我们将更详细地介绍原型的*

每个阶段。虽然图表显示了发行全球储备货币的国家，但我们也将大量参考中国，它几个世纪以来一直是一个主导帝国，尽管它从未发行过储备货币。

## 第二章 货币、信贷、债务和经济活动的大周期

2020 年 4 月 23 日

备注 1：为了使这篇文章更简洁，我试着用简单的语言表达最重要的观点，并将它们加粗，这样你就可以在几分钟内阅读完整篇文章的要点。此外，也可以花 30 分钟在 YouTube 观看“理解宏观经济运行的框架”，视频的趣味性更强（译者注：《理解宏观经济运行的框架》是达里奥经济理论的核心文章，与本书一并收录在“星光居士严肃脸参考文献”书库中）。

备注 2：本文和本系列的其他文章，都属于我正在撰写的新书《不断变化的世界秩序》预印本，这本书计划在今年秋天出版。但写作过程中我发现，这些研究成果对理解当下的事情非常有帮助，所以我想把它作为一部正在进行的作品分享给大家。你可以在我的网站 [principles.com](https://principles.com) 注册以接收此系列的更新，也可以在亚马逊或者 Barnes and Noble 等网上书店预订这本书。

因为大多数人或者国家所追求的就是财富和权力，而货币和信贷又是影响财富和权力消长的最大单一因素，如果不了解货币和信贷的运作机理，就无法理解国内和国际政治的最大驱动力，当然更无法理解世界秩序的运作规律。若不明白世界秩序的运作规律，就无法理解自己将要面对的世界。

比如，如果你不明白 20 世纪 20 年代经济过热如何导致巨大的债务泡沫和贫富差距，就不会明白债务泡沫的破裂如何导致



1930-33 年的大萧条，也不会明白萧条和贫富差距如何导致全球冲突，自然也不会明白富兰克林·罗斯福当选总统的决定性因素，更不会明白他为什么在 1933 年就职不久就宣布了一项新计划：中央政府和美联储将共同提供大量资金和信贷，而当时其他国家也采用了类似的政策（如同现在的情况）。如果不了解货币和信贷，你就不明白为什么这些事情改变了世界秩序，也不会了解下一步将发生什么（即战争和 1945 年的新秩序）。于是你既不看不懂当下，也猜不到未来。然而，通过大量观察这些案例并了解它们背后的机理，就能够更好地理解当下，也能够更好地预测未来。

在做这项研究的过程中，我采访了几位世界上最著名的历史学家和政治家，包括现任和前任国家元首、外交部长、财政部长和央行行长。他们每个人都对世界的运作规律有自己的见解，当这些见解综合在一起时，就变得更加清晰。大家都认为的两个核心点在于：1) 货币、信贷和经济如何运作；2) 国内和国际政治如何运作。一些人向我反馈本章所讨论的内容填补了他们理解历史规律的空白项，我也向他们表达了他们的见解如何帮助我更好地理解经济政策和政治动态。本章主要讨论货币、信贷和经济方面的问题。

让我们从货币和信贷的基本逻辑开始。

## 货币和信贷的基本逻辑

所有的实体（人、公司、非营利组织和政府）都符合同样的财务基本原则： $\text{净收入} = \text{收入} - \text{支出}$ ，可以用损益表来记录这个过程。如果一个人赚的钱多于花的钱，那么他就有了利润，从而使他的储

蓄增加；如果一个人的支出超过了收入，那么他的储蓄就会减少，甚至必须向别人借钱来弥补差额。一个人拥有的资产和负债（即债务）也可以在他的资产负债表上显示出来。不管是否把这些数字写下来，每个国家、公司、非营利组织和个人都有这么一本帐。如果把每个实体的财务状况合并为所有实体的财务状况，其动态变化就是世界秩序变化的最大驱动力。所以，从观想自己的财务状态变化开始，推演到其他实体，再综合到世界，你就会理解世界变化的内因。

简言之，如果一个人花得多，他就得从某处搞钱；如果一个人赚得多，他就得把钱放在某处。如果一个人缺钱，他就要支取储蓄、借钱或从别人那里搞钱；如果一个人钱花不完，那么他就会增加投资、储蓄或者把钱送给别人。一个人的储蓄可以从资产负债表上看到。如果一个人的资产比负债多很多（高净值），他可以通过出售资产来花费超过收入的钱，直到钱用完，这时他必须削减开支；如果一个人的资产并没有远远超过负债，而他的收入低于支付营业费用和还本付息费用的总额，那么他将不得不削减开支、违约或重组债务。由于一个人的支出是另一个人的收入，因此削减支出不仅会损害必须削减这些支出的实体，而且会损害那些依靠这些支出赚取收入的实体。同样的，由于一方的债务是另一方的资产，拖欠债务会减少其他实体的资产，这就要求他们削减开支。这就产生了一种自我强化的债务下降和经济收缩，当人们争执如何分割萎缩的馅饼时，这就成为了一个政治问题。作为一项原则，**债务会侵蚀权益**，

对大多数系统而言，当遵循游戏规则时，必须首先偿还债务。当一个人拥有股权或房产而无法偿还债务时，资产就会被出售或带走。换言之，债权人将先于资产所有者获得偿付。因此，当一个人的收入低于支出，资产又低于负债（即债务）时，他的资产就要被卖掉，于是就破产了。

然而反直觉的是，世界上并没有固定数量的货币和信贷存在，它们很容易由政府创造。政府创造货币和信贷的时候人们很欢迎，是因为这给了个人、公司、非营利组织和政府更多的消费能力。他们获得信贷并将其用于商品、服务和投资资产上，使得大多数商品的价格都上涨了，这是大多数人都喜欢的。问题是，同时会产生大量债务，偿还债务既困难又痛苦。这就是为什么货币、信贷、债务和经济活动具有内在的周期性。在信贷创造阶段，对商品、服务和投资资产及其生产的需求旺盛，而在偿还债务阶段则需求较弱。

若是债务从来没有得到偿还呢？当然就不会出现债务紧缩，也不会有痛苦的偿还期。但那些债主可就郁闷了，这等于他们丢了钱。让我们来想一下，看看有没有两全其美的办法。既然政府（指中央政府和央行）既有赚钱又有借钱的能力，为什么不能让央行以 0% 左右的利率向中央政府（按其所需）放贷或者低利率贷款给他人呢？通常，债务人必须在一段时间内支付本金和到期利息。但如果利率是 0%，而借钱的央行虽然不断地滚动着债务，但债务人实际上什么都不用还。傻子都知道这其实就是在给债务人送钱，但“文化人”可不这么看，因为这些债务在财务上会被处理成央行的资产，这样

央行就可以宣称它正在履行正常的借贷职能。这就是当前正在发生的事。

为了了解自己、他人、公司、非营利组织、政府和整个经济体现在和将来的财务状况，观察他们的损益表和资产负债表从而推演可能的未来是很重要的。先花点时间想想自己的财务状况：相对于开支，现在有多少收入？将来会有多少收入？有多少存款或者别的资产？省了多少钱？如果你的收入下降或消失，储蓄能维持多久？储蓄或投资有多大风险？如果存款贬值或资产缩水了一半，经济状况会如何？你的资产容易卖掉变现以支付费用或偿还债务吗？你的其他资金来源是政府还是其他地方？你可以通过这些重要的计算来确保自己的财务安全。现在来看看他人、企业、非营利组织和政府，会发现他们与自己一样。现在来观察这些实体间的联系，以及条件的变化对你和其他与你有关的实体意味着什么。既然经济无非由所有这些以按此法则运作的实体组成，那么你一旦将它们看穿，就可以了解正在发生的事情和可能发生的事情。

至于现在，社会共同面临的最大问题是：很多人、公司、非营利组织和政府的支出以及负债（如地方债、养老金、医疗保险等）远远超过了他们拥有的资产价值（译者注：这就是鄙人在《星光居士严肃脸》中所指的净值小于 1 的状态）。可能表面上看不出来，但实际上就是这样。它们在破产前看起来非常富有，他们会花很多钱，有很多资产，甚至有很多现金。然而，如果你仔细观察，就能够识别出那些看起来很富有但陷入财务困境的人，因为他们的收入

低于他们的支出或者负债高于他们的资产。于是，很容易通过他们的财务状况预测到会发生些什么：你将看到他们不得不削减支出并以痛苦的低价甩卖他们的资产，进而走向破产。我们每个人都有必要对自己、影响自己的实体以及世界经济的未来用财务状况进行预测。

如果我说的内容让你感到困惑，就劝你想一想，直到想明白为止。先用铅笔画出自己的财务安全边际（即假设最坏的情况发生，比如失业，资产缩水一半、通货膨胀一倍等，看看自己的财务状况还能维持多久），然后为其他人做这个计算，最后把它们加起来，你就会对世界的状况有一个很好的了解（译者注：可参见《星光居士严肃脸番外篇：人类的组织形态》中对个人和社会净值的阐述）。我在桥水合作伙伴的帮助下做到了这一点，这对于推演未来非常有用。你可以在《大局》中读到我对这一点的更多看法。简而言之：如今的世界，资不抵债。

总之，这些基本的金融法则对包括你我在内的所有人、公司、非营利组织和政府都适用，只有一个重要的例外：**所有国家都可以凭空创造货币和信贷，以供人们消费或借贷。**通过生产货币并将其提供给有需要的债务人，央行可以防止我刚才解释的债务危机。因此，我将修改先前的原则：即债务侵蚀权益，货币满足债务需求，央行可以生产货币。因此，当出现债务危机，导致债务侵蚀更多权益，甚至可能引发政治风险时，政府印钞票也就不足为奇了。

然而，并非所有政府发行的货币都具有同等价值。

世界各地普遍接受的货币称为储备货币。此时，世界上主导的储备货币是美元，美元是由美联储（美国央行）创造的，它占有国际贸易的 55%左右。紧随其后的货币是欧元，欧元由欧元区国家的欧洲央行生产，它占有国际贸易的 25%。日元、人民币和英镑目前都是相对较小的储备货币，不过人民币的重要性正在迅速增长。

储备货币是很牛逼的，因为它给了这个国家特殊的借贷和消费能力，但也播下了它没落的种子。这是因为拥有一种储备货币使得这个国家可以借到比它能力范围更多的钱，这导致它有太多无法偿还的债务，这需要它的中央银行创造大量的货币和信贷，使货币贬值，所以没有人愿意把储备货币作为财富的仓库。拥有储备货币的国家可以产生大量的货币和以储备货币计价的信贷/债务，尤其是在目前这种货币短缺的情况下。这就是美联储现在正在做的事情。相比之下，没有储备货币的国家尤其容易发现自己需要这些储备货币（如美元），因为 a）它们有大量的债务，这些债务是用储备货币欠下的，而它们自己无法印刷；b）它们在这些储备货币上没有多少储蓄；c）为了赚取他们需要的货币，他们只能贱卖自己所拥有的东西（比如劳动、资源等）。当没有储备货币的国家迫切需要储备货币来偿还以储备货币计价的债务，并从希望它们以储备货币支付的卖方手中购买物品，同时又无法获得足够的储备货币来满足这些需要时，它们就会破产。这就是一些国家目前的情况，也是地方政府和州政府以及我们许多人的情况。例如，许多州、地方政府、公司、非营利组织和人们都遭受了收入损失，同时又没有多少储蓄，

他们将不得不削减开支或以其他方式获得资金和信贷。而有些实体却可以得到资金或非常便宜的信贷，甚至可能永远不必向政府偿还。决定谁得到什么的是政府，而不是自由市场。

在撰写本文时，许多人、公司、非营利组织和政府的收入水平已经下降到其支出水平以下，且债务比资产庞大得多，因此他们将被迫削减支出，这是非常痛苦的，或者冒着耗尽积蓄而不得不拖欠债务的风险。一些有能力的政府正在创造货币和信贷，将它们给予许多（但并非全部）国家，以帮助其减轻债务负担，并为以本国货币计价的开支提供资金。这种情况在历史上一直存在，并且每次换汤不换药，因此很容易看到这种情况是如何发展的，这就是本章的主题。

让我们从底层逻辑开始吧。

## 什么是货币？

**货币是一种交换媒介，也可以作为财富仓库。**

这里的交换媒介可以理解为能用来买东西。基本上，人们生产东西是为了和有其他东西的人交换。因为随身携带非货币物品，希望用它们交换自己想要的东西（即易货）是没有效率的，几乎所有曾经存在过的社会都发明了钱（也称为货币），使之成为一种人人都认为有价值的便携物品，以便可以用它交换我们想要的东西。

这里的财富仓库是指在获取财富和消费财富的间隙储存购买力的工具。虽然人们可以将财富储存在他们期望能够保值或增值的资产（如黄金、宝石、绘画、房地产、股票和债券）中，但储存财

富最合乎逻辑的直接方式之一是持有现金。但事实上很多人并不想持有现金，因为他们相信可以持有更好的东西，并且自信总是能用这些好东西交换到他们想要的。这就是信贷和债务问题的关键所在。

当放贷者放贷时，他们认为收回的钱可以买到比当前更多的商品和服务。如果借贷者能有效使用这些钱并赚取利润，就可以偿还贷款并保留一些额外的钱。当贷款未偿还时，它是贷款人的资产（如债券）和借款人的负债（债务）。当钱被偿还时，资产和负债消失了，这种交换对借贷双方都有好处。这种“卓有成效”操作带来的利润被借贷双方瓜分，对整个社会也有好处，由此带来的生产力提升将使整个社会受益<sup>[1]</sup>。

很有必要认识到：1）大多数货币和信贷（特别是现在存在的法定货币）没有内在价值；2）它只是会计系统中易于更改的记账工具；3）该系统的目的是让资源更有效被分配，从而提高生产力，顺便对贷款人和借款人都给予奖励，但是这玩意儿会周期性地崩溃。因此货币的宿命从一开始就注定了一一要么崩溃，要么贬值。当货币崩溃或贬值，财富就会发生巨大的转移，并在经济和市场产生巨大反响。

更具体地说，货币和信贷系统并非完美，其供给、需求和价值在周期中波动，在上升时产生快乐的富足，在下降时产生痛苦的重组。现在让我们开始探索周期的规律，从基本面出发探寻我们当前在周期中所处的位置。

## 基本原理



虽然货币和信贷与财富有关，但它们并不是财富。由于货币和信贷可以购买财富（即商品和服务），使得一个人拥有货币和信贷的数量与拥有财富的数量看起来几乎相同。但一个人不可能仅仅通过创造更多的金钱和信贷来创造更多的财富。要创造更多的财富，就必须提高生产力。创造货币和信贷与创造财富（实际商品和服务）间的关系往往被混淆，且这种关系是经济周期的最大驱动力，所以让我们更仔细地看一下这两者的关系。

货币、信贷的创造与生产的商品、服务、投资资产的数量之间通常存在着一种相辅相成的关系，因此很容易混淆它们。实体经济和金融经济虽然并存且相关，但他们是不同的。每个国家都有自己供给和需求的驱动因素。例如，在实体经济中，当商品和服务的需求水平强劲上升，而生产所需物品的能力却有限时，实体经济的增长能力就有限，如果需求的增长速度持续快于生产能力，通货膨胀就会上升。在这个例子中，通货膨胀上升是因为实体经济发生了供需不平衡。知道这一点，就会理解央行通常会在这种时候收紧货币和信贷，以减缓需求。这就是金融经济影响实体经济的一个例子。在正常时期，即长债务周期的大部分时间里，央行会通过松紧信贷，来拉踩需求和生产。因为不可能做到刚刚好，所以有短债务周期，我们也称之为经济过热和衰退。在金融经济中，货币和信贷通常由中央银行创造并流入金融资产，从而产生贷款，再通过私人信贷系统分配这些货币和信贷，最终为人们的借贷和消费提供资金。政府如何通过财政和货币政策拉抬金融资产，对谁获得货币和信贷以及

随之而来的购买力相对变化有着巨大的影响，这也决定了金融资产的用途（译者注：本节可以参见《星光居士严肃脸番外篇：人类的组织形态》进一步对照理解）。例如，你现在看到政府突破常理地把钱、信贷和购买力交给他们指定的人，而不是由市场来分配，足可说明已不再是经典的资本主义了。

当然，从供求关系角度，货币和信贷的价值也会受到影响。当大量的货币和信贷并非为需求而生时，它们的价值就会下降，所以它们流向何处是很重要的。例如，当央行创造的货币和信贷不再是刺激经济需求增长的贷款，转而进入其他货币和抗通胀资产时，它便未能刺激经济活动，反而导致货币价值下降，抗通胀资产价值上升。在这种情况下，高通货膨胀依然可能发生，因为货币和信贷的供应比增加的货币需求多太多，我们称之为货币通货膨胀。而在这同时，因为对商品和服务的需求疲软，大量非金融资产被出售，使实体经济正经历通货紧缩。通货膨胀混杂萧条就是这样发生的。由于这些原因，要了解经济和财政上可能发生的事情，人们必须同时观察实体经济和金融经济在供给和需求端的变化。

同样容易被混淆的是事物价格和价值之间的关系，这两者往往被混为一谈。因为当人们有更多的钱和信贷，他们会因为感到富有更倾向于花更多，也可以花更多。在某种程度上，支出增加了经济生产，提高了商品、服务和金融资产的价格，可以说是增加了财富，因为拥有这些资产的人在用我们计算财富的方式衡量时变得“更富有”。然而，财富的这种增加实际上是幻觉，原因有二：1）推动

价格和生产上升的信贷增加必须得到偿还，在所有条件相同的情况下，偿还时就会出现反噬；2）事物的内在价值不会仅仅因为它们的价格上升而增加。这样想吧：如果你拥有一套房子，而政府创造了大量的金钱和信贷，而你的房子价格上涨了，你仍然会拥有同样的房子——也就是说，你的实际财富没有增加；只是你的纸面财富增加了。同样，如果政府创造了大量的货币和信贷，用于购买价格上涨的商品、服务和投资资产（如股票、债券和房地产），计算出来的财富数量增加了，但实际财富的数量却没有增加，因为你现在拥有的东西和你以前拥有的东西一模一样。换言之，用自己拥有的市场价格来衡量自己的财富，会给人一种财富变化的假象，其实并不存在。**最重要的是，货币和信贷发放时具有刺激性，而偿还时则令人沮丧。这正是通常使货币、信贷和经济增长如此周期性的原因**（译者注：达里奥这段分析可以作为对鄙人提出的“价格魔术”理论的注解）。

货币和信贷的控制者（即中央银行）通过改变货币和信贷的成本和数量来控制市场和整个经济。当经济增长过快而他们想放慢增长速度时，就会收缩货币和信贷，导致两者都变得更加昂贵，这鼓励人们放贷，而不是借贷和消费；当经济增长太少，而央行想要刺激经济时，他们会让货币和信贷变得廉价而充足，从而鼓励人们借贷、投资和消费。货币和信贷的成本和数量的变化也会导致商品、服务和投资资产的价格和数量的涨跌。但银行只能在其生产货币和信贷增长的能力范围内控制经济，而且这种能力是有限的。

把央行想象成有一瓶激素，他们可以根据需要注入经济，但瓶子里的激素数量是有限的。当市场和经济不景气时，他们会给市场注射货币和信贷激素来提振经济；而当市场过热时，他们会减少注射量。这些变动导致货币和信贷以及商品、服务和金融资产的数量和价格呈周期性上升和下降。这些举措通常以短债务周期和长债务周期的形式出现。短起伏周期通常会持续八年左右，或长或短。时机取决于激素将需求提高到实体经济生产能力极限所需的时间。大多数人已经经历了足够多的短债务周期，知道他们是什么样的，以至于他们错误地认为永远都是这样。他们通常被称为“商业周期”，但我称之为“短债务周期”，以区别于“长债务周期”。这些短债务周期加起来就是长债务周期，通常持续 50 至 75 年<sup>[2]</sup>。因为长债务周期在一个人一生中往往只出现一次，大多数人都意识不到，所以经常让人们感觉碰上了黑天鹅而损失惨重。上一个大的长债务周期（也就是我们现在所处的这个周期）是 1944 年在新罕布什尔州的布雷顿森林开启的，1945 年二战结束后，我们开始了美元/美国主导的世界秩序。

这些长债务周期始于上一轮超额债务重组后，此时债务水平较低，因此央行的瓶子里有很多工具；当债务高企，央行没有太多激素留在瓶子里时，这些长债务周期就结束了。更具体地说，当央行丧失了通过货币和信贷使经济体系产生实际经济增长的能力时，央行的刺激就失效了。央行行长的能力丧失通常发生在债务水平较高、利率无法适当降低、货币和信贷推高金融资产价格使其高于实际经

济活动的情况下。在这种情况下，债权人通常想交换他们持有的货币债务，以换取其他财富储存。当人们普遍认为债权并不是财富的良好储存工具时，长债务周期就要结束，货币体系必须进行重组。换句话说，长债务周期从低债务水平（这使那些控制货币和信贷增长的人有足够的创造能力，并以此为借款人创造购买力，持有债务资产的贷款人很可能获得良好的实际回报）到高债务水平（此时央行调控失效，无法为借款人创造购买力，而且贷款人获得良好回报的可能性很低）。在长债务周期结束时，基本上瓶内已经空空如也（即央行行长不再有能力延长债务周期），因此需要进行债务重组或债务贬值，以减轻债务负担后重启这一周期。纵观历史，中央政府和央行创造了货币和信贷，削弱了本国货币，提高了货币通胀水平，以抵消经济乏力带来的通货紧缩。

既然这些周期意味着大事件，而且几乎在任何地方都发生过，我们就需要把历史上有记录的情形翻出来研究，并找到应对它们的普适原则。然而，这些长债务周期通常需要一辈子才能显现出来，不像我们在有生之年多次经历过的短债务周期那么好理解。当谈到长债务周期时，大多数人（包括多数经济学家）都不承认或回避它的存在，因为要了解其中的运行机制，就必须观察它们几百年来在许多国家的运行情况，以便获得足够的样本量。在这项研究的第二部分，我们将把货币和信贷作为交易和财富储存的基本标尺，来考察所有最重要的周期。在本章中，我们将了解到它们是如何工作的。

我会从很久以前的长债务周期开始，一直介绍到现在，给读者一个经典的模板。重复一遍，虽然我说这是一个经典的模板，但并不意味着所有的情况都会一模一样的发生，尽管几乎所有的案例都遵循这个节奏。

## 长债务周期

让我们从基础谈起。

### 1) 从无负债或低负债的“硬通货”开始

当社会最初发明金钱时，人们使用了各种各样的东西，比如谷物和珠子。但大多数情况下都会使用一些有内在价值的东西，比如金、银和铜。我们把它叫做“硬通货”（译者注：即译者在《星光居士严肃脸》中所定义的“货币资本”）。

金和银（有时还有铜和其他金属，如镍）是货币的首选形式，因为它们具有内在价值，同时又容易成形（便于携带和交换）。拥有内在价值（即对持有者有用）是很重要的，因为与他们进行交换不需要信任或信用。任何交易都可以当场解决，即使买卖双方是陌生人或敌人。有句老话说“黄金是唯一不属于别人的金融资产”，那是因为它具有人们广泛接受的内在价值，这一点与债务资产或其他资产不同。债务资产或其他资产需要一个可执行的合同或法律来确保另一方兑现承诺。另一方面，如果在这样一个缺乏信任和可执行性的时期，一个人从买主那里收到金币，就没有信用风险（你可以将它们融化，但由于其内在价值，你仍然可以获得几乎相同的价值，这样交易就可以不用顾忌对方是否信守承诺）。当国家处于战

争状态，人们不相信他人的意图或支付能力时，就要求用黄金支付。因此，黄金（在较小程度上也包括白银）既可以作为安全的交换媒介，也可以作为安全的财富储藏库。

## 2) 然后是“硬通货”的凭证（又名“帐本”或“纸币”）

由于携带大量金属货币存在风险且不方便，于是出现了可信的机构（后来被称为银行，尽管它们最初包括人们信任的各种机构，如中国的寺庙），将这些货币放在一个安全的地方，并对其发出书面凭证。很快，人们就把这些纸上的“金钱债权”当成了金钱本身。毕竟，它们和钱一样好，因为它们可以兑换成有形的钱。这种货币体系被称为联系货币体系，因为货币的价值与某些东西（通常是“硬通货”，如黄金）的价值相联系。

## 3) 接下来债务增加了

起初，“纸硬通货”上的债权数量与银行里的真硬通货数量相同。然而，放贷者和银行发现了信贷和债务的奥秘。他们可以把这些纸面债权借给银行以换取利息。银行也非常开心，因为他们把钱借给其他支付更高利率的人，这样银行就获利了。而那些从银行借钱的人也高兴，因为这给了他们本来没有的购买力。整个社会都乐见其成，因为它使得资产价格和产量上升。每个人都很爽，大家根本停不下来。借贷刺激了一次又一次的繁荣，货币债权（即债务资产）的数量相对于要购买的实际商品和服务数量疯狂上升。当没有足够的收入来偿还债务，或者当债权的数额增长速度快于商品和服

务的增长速度时，鬼才信债券能够足额变现。而这两个问题往往同时出现。

对于第一个问题，债务就是负收益，负收益会吞噬收益（因为收益必须用来填坑），并吞噬其他资产（因为必须出售其他资产才能得到钱来支付债务）。它的优先级最高，这意味着它必须首先被处理，因此当收入和资产价值下降时，就需要削减支出并出售资产以筹集所需的现金。当还不够时，则需要进行债务重组，减少债务和债务负担，这对债务人和债权人来说都很头大，因为一个人的债务是另一个人的资产。要么就是央行印钞，中央政府发放货币和信贷来填补收入和资产负债表上的窟窿（这就是现在发生的事）。

关于第二个问题，当债权人不相信自己能够从放贷中获益时就会出现。债务资产（如债券）是由投资者持有的，他们认为这些资产是财富的储存器，可以随时出售以获得流动资金。当债权人试图变现以购买真正的商品和服务却发现流动性枯竭的时候，这个问题就出现了。此时就会发生“挤兑”，即债权人同时寻求变现。无论是私人银行还是中央银行，都面临这样的选择：要么允许资金从债务资产中流出，这将提高利率，导致债务和经济问题恶化；或者“印钞”，购买足够的债券，以防止利率上升，以期望扭转资金耗尽的局面。这应该是种临时措施，但如果债权人持有的债务资产比债务人手上的货币数量以及要购买的商品和服务数量高太多，这家银行就陷入到无法摆脱的困境，因为它根本没有足够的资金来满足债权要求，因此它将不得不违约。当这种情况发生在中央银行身上时，



它可以选择违约，也可以印刷货币并使其贬值，他们不可避免地选择后者。当这些债务重组和货币贬值规模很大时，则会导致崩溃，甚至可能破坏货币体系。无论商业银行或中央银行做什么，债务越多（包括对货币、商品和服务的债权），货币贬值的可能性就越大。

根据客观规律，商品和服务的数量总是有限的，因为会受到生产能力的限制。还有一点需要明确，在我们的例子中，纸币是对“硬通货”的债权，而“硬通货”的数量也是有限的（例如，储存中的黄金），但纸币（例如，对硬通货的债权）和债务（对纸币的债权）的数量是不断增长的。而且，随着纸币债权的数量相对银行中硬通货以及经济中商品和服务的数量快速增长，这些债务资产持有人所面临的坏账风险也会增加。

理解金钱和债务的区别非常重要。金钱是支付债务的工具，债务是兑现金钱的承诺，钱付债消。在观察经济机器如何运作时，重要的是观察银行中的硬通货（如黄金）数量、当下的债务和货币数量以及社会上总的商品和服务数量，这之间有所差别。记住：债务周期的发生是因为大多数人喜欢扩大购买力（通常是通过债务），而央行往往希望扩大现有货币的数量，如此大家都会更快乐，但这不可能永远持续下去。核心在于：当银行家（无论是私人银行家还是央行行长）创造的凭证（纸币和债务）比银行里的硬通货多得多时，货币和债务周期的“杠杆化”阶段就结束了，这一天不可避免会到来。让我们看看这是怎么发生的。

#### 4) 然后是债务危机、违约和货币贬值

历史表明，当银行对外债务增长速度超过银行现有货币总额时，无论私人银行还是中央银行，最终人们对货币的需求将超过银行所能提供的货币，此时银行就会违约，这就是所谓的银行挤兑。通过观察银行中资金量（无论是“硬通货”还是纸币）因取款下降的程度，人们可以很准确地判断银行挤兑何时发生，银行危机何时火烧眉毛。

一家银行如果不能提供足够的硬通货来满足人们对它的要求，那么无论私人银行还是中央银行都会陷入困境（尽管中央银行比私人银行有更多的选择，这是因为私人银行不能通过印钞或修改法律来解决债务，而中央银行可以）。当私人银行陷入困境时，他们只好违约，要么得到政府的救助。如果他们的债务是以本国货币计价的，中央银行可以将他们的债权贬值（例如，偿还 50-70%）；但如果债务的计价货币本国央行也印不出来，那么他们最终也只能违约。

## 5) 之后是法定货币

各国央行希望延长货币和信贷周期，使其能够持续更久，因此，当“硬通货”和“硬通货债权”紧缩而带来痛苦时，各国政府通常会放弃它们，转而使用所谓的“法定”货币。法币系统不涉及硬通货，只有中央银行可以不受限制地“印刷纸币”。因此，央行不存在动用储备“硬通货”和违约的风险。相反，风险在于那些控制印刷机的人（他们摆脱了黄金等硬通货或其他“硬”资产的限制）。即：央行和商业银行将创造更多的货币和债务，直到那些持有巨额

债务的债主想要变现为商品和服务时，挤兑就会以债务违约或货币贬值的方式出现。于是债务用有形资产（如黄金）计价的模式被终结，代之以债务用法币计价。转变的标志在 1971 年 8 月 15 日晚，当尼克松总统向全国发表讲话，告诉全世界美元将不再与黄金挂钩时，我在电视上看到了这一点，心想：“哦，天哪，我们所知道的货币体系正在终结”。事实就是如此。当时我在纽约证交所大厅做办事员，那个星期一早上，我到大厅里去，以为会见到股市下跌带来的混乱，却看到了股市上涨带来的混乱。因为我以前从未见过货币贬值，我不明白它们是如何运作的。然后我回顾历史，发现 1933 年 3 月 5 日星期天晚上，富兰克林·罗斯福总统发表了基本相同的讲话，做了基本相同的事情，在接下来的几个月里产生了基本相同的结果（法币贬值、股市大涨、金价大涨），我看到这种情况以前在许多国家发生过很多次，包括基本上相同的国家元首宣言。

在 1971 年之前的几年里，美国政府在军事和社会项目上花了大量资金，这被称为“枪炮和黄油”政策，它通过借钱来支付债务。那时候的债券是一种可以用来换取黄金的债权。投资者购买这一债券是因为他们获得了政府债务的利息，而且美国政府承诺允许这些债券持有人将这些债权兑换成美国金库中的黄金。随着美国的支出和预算赤字的增长，美国不得不发行更多的债务。即：尽管银行的黄金数量没有上升，但针对黄金的债权变多了。自然，更多的投资者将美国债券等价于黄金。真正的聪明人可以看到，就算美国黄金用完，也无法兑付所有的债券，因此他们意识到，如果继续这样下

去，美国将违约。当然，更多人并不相信美国政府（世界上最富有、最强大的政府）会违约。所以，虽然大多数人对这一决定和对市场的反应感到惊讶，但那些了解货币和信贷运作机制的人却早已看穿了一切。

当信贷周期达到极限时，中央政府和中央银行创造大量债务和印刷货币，用于商品、服务和投资资产，以保持经济运行，这既是合乎逻辑的，也是基本的操作。这就是 2008 年债务危机期间的做法，当时利率已经达到 0%，因此无法再降低。正如我们所分析的那样，为了应对 1929-1932 年的债务危机，当时利率也被压到 0%。而当下债务和货币的数量比二战以来任何时候都要多。

很明显，央行“印钞”并将其用于支出，而不是通过债务增长来支撑支出，并不是没有好处的。例如，货币支出就像信贷一样，但实际上（而不是理论上）它压根不必偿还。换言之，如果货币被用于生产性用途，那么增加货币而不是增加信贷或债务并没有错。印刷货币取代增加信贷的主要风险在于：a）谁也不知道这些“印刷品”是否被用于生产用途；b）与债务不同，这玩意儿不用还。这两点都会增加货币被过度印刷且无法有效使用的可能性，最后人们不再将其作为财富的储蓄罐，并将其财富转移到其他东西上。纵观历史，当硬通货（债务和货币凭证）的未偿债权远远大于硬通货、商品和服务总量时，经常发生大量违约或大量印钞导致的贬值。

历史告诉我们，我们不应该指望政府在财政上保护我们。相反，我们应认识到大多数政府会滥用其货币和信贷创造者及使用者的

特权地位，你到了他们的位置也会这么干。这是因为没有一个政策制定者能看透整个周期。每个人都在其中的一个或另一个位置参与，并根据当时的情况做符合他们利益的事情。

债务周期的早期，政府被认为是值得信赖的，他们比任何人都更想要钱，所以他们通常是最大的借款人。在债务周期的后期，当接任的领导人来管理负债率更高的政府时，新的政府领导人和新的央行行长们必须面对更大的挑战，即在瓶子里激素更少的情况下偿还债务。更糟糕的是，政府还必须救助那些一旦破产将损害金融体系的债务人（译者注：这就是“大到不能倒”的金融绑匪）。因此，他们更容易让自己陷入比个人、公司和大多数其他实体更大的现金流困境。

换言之，在几乎所有情况下，政府都会在行动中促成债务的积累，成为一个庞大的债务人，当债务泡沫破裂时，政府会通过印钞和贬值来拯救自己和他人的。债务危机越严重，情况就越是如此。虽然非常坑爹，但其原因也很容易理解。当你可以创造金钱和信贷，并把它传递给每个人，皆大欢喜，这种诱惑难以抗拒<sup>[3]</sup>。这是一个典型的金融操作。纵观历史，统治者们积累了大量的债务，这些债务要到他们下台后很长一段时间才会到期，留给他们的继任者去收拾残局。

当政府出现债务问题时，他们会如何反应呢？他们无一例外会印钞，如果债务是以自己的货币发行的，他们就把钱贬值。当中央银行印钞票、购买债务、把钱投入金融系统、抬高金融资产的价格

（这也扩大了贫富差距，因为这有助于那些拥有金融资产的人相对于那些没有金融资产的人抬高价格）时，大量债务汇集到了中央银行，这使得中央银行能够方便搞定债务。此外，他们印钞和购买金融资产（主要是债券）会压低利率，从而刺激借贷和购买，鼓励持有这些债券的人出售这些债券，并鼓励以低利率借入资金，将其投资于回报率较高的资产，这会导致央行印更多的钱、购买更多的债券，有时还会购买其他金融资产，这通常会推高金融资产价格，但很难将资金、信贷和购买力交给最需要的人（资源配置效率低）。这就是 2008 年到现在发生的事情。然后，当印钞和央行收购金融资产都无法将货币和信贷送到需要它的地方时，中央政府就会出面向中央银行（印钞机）借款，这样它就可以把钱花在它（认为）需要花的地方。在美国，美联储于 2020 年 4 月 9 日宣布了这一计划。这种印钞买债（称为债务货币化）的方式，作为一种转移支付套路，在政治上比征税更受欢迎，因为征税会让纳税人肉疼。这就是为什么最终中央银行总是喜欢印钞和贬值（译者注：这一段与译者著作《星光居士严肃脸》“锚殇”一文中对直接剥削和间接剥削的疼痛感讨论交相辉映）。

当政府印了大量的钱，购买了大量的债务，钱和债务的数量都增加了，他们就降低了钱和债务的成本，这实际上是对那些拥有钱和债务的人征税，以使债务人和借贷者轻松一点。当钱和债务资产的持有者意识到发生了什么的时候，他们就会出售他们的债务资产或者借利息更低的钱来套利。他们还会将财富转移到其他财富仓库，

如黄金、股票或其他地方（如印钞还不这么疯狂的国家）。在这种情况下，中央银行通常继续直接或间接地印钞和购买债务（例如让银行代为购买），并禁止资金流入抗通胀资产、替代货币和境外。

这种时期的通货再膨胀要么刺激下一次货币和信贷扩张，为下一次经济扩张提供资金（这对股票有利）；要么使货币贬值，从而产生货币通胀（这对黄金等抗通胀资产有利）。在长债务周期的早期，当未偿债务数额不大且有很大利率下降空间时（如果不降低利率，则印刷货币和购买金融资产），信贷增长和经济增长良好的可能性就越大。然而，在长债务周期的后期，当债务数额巨大且没有太多空间通过降低利率（或印钞和购买金融资产）来刺激时，伴随着经济疲软而出现货币通胀的可能性就越大。

## 6) 然后又回到硬通货

照此发展下去，法币过度印刷会导致债务资产被抛售和前文描述的银行“挤兑”动态，最终会降低货币和信贷的价值，促使人们逃离货币和债务（如债券），转而逃往保值资产。历史告诉我们，他们通常会转向黄金、其他货币、那些印钱不厉害国家的资产，以及保留有实际价值的股票（译者注：见鄙人提出的“生产资料本币理论”）。有些人指望新的替代货币，但事实打了他们脸，因为在没有替代货币的情况下（例如中国和罗马帝国），货币体系崩溃和其他资产流失的动力学过程是一样的。货币贬值导致人们纷纷逃离，以货币计价的债务变成了其他东西。当货币贬值时，人们会涌入一大堆其他的東西，包括德国魏玛共和国的石头（用于建筑）。

通常当债务周期走到这一阶段，贫富差距过大又会造成经济压力，进而导致更高的税收和贫富之间的矛盾，这也使得那些有钱人希望持有硬通货和其他货币，甚至跑路其他国家。当然，那些正遭受债务危机、货币贬值和资本外逃之苦的国家领导人希望阻止别人跑路（译者注：他们自己是否跑路就是个玄学）。因此，在这种情况下，政府加大了对黄金等资产的投资限制（例如取缔黄金交易和私人持有）、管制外币（例如禁止外汇自由兑换）和防止资金外逃（例如利用外汇管制限制资金出境）。最终，债务基本上被消除了，一般是通过让还债的钱更充裕和便宜的手段，这使得货币和债务都贬值了。

当这种情况变得极端，以至于货币和信贷系统崩溃，债务贬值或违约时，必然迫使政府回到某种形式的硬通货上来，重建人们对货币价值的信心，将其作为财富的仓库，以便信贷增长能够恢复。政府经常（尽管并非总是）将其货币与一些硬通货（如黄金或硬储备货币）挂钩，并承诺允许新货币的持有者将其转换为硬通货。有时，硬通货是另一个国家的法币。例如，在过去几十年中，许多弱势货币国家将其货币与美元挂钩，或干脆将其经济美元化（即，将美元用作自己的交换媒介和财富储备）。

回顾一下，在长债务周期中，持有债务作为一种获得利息的资产，通常在债务周期的早期是有益的，因为那时没有太多未偿债务，但在周期后期持有大量未偿债务，且接近违约或贬值，相对于获得的这点利率而言，风险很大。所以，持有债务（比如债券）有点像



持有一颗定时炸弹，它会在你还活着的时候奖励你，当它爆炸的时候会把你炸飞。正如我们所看到的，这种大爆发（即大违约或大贬值）大约每 50 到 75 年发生一次。

这些债务的生灭循环已经存在了数千年，在某些情况下已经制度化。例如，旧约规定每五十年有一个禧年，债务可以免除（利未记 25:8-13）。若知道债务周期会在这个时间点上发生，每个人都能理性地为之做准备。帮助你理解这种动态，让你做好准备，而不是惊讶于它是我写这篇文章的主要目的。

大多数人留意不到他们所遭遇的一切和周期之间的关系，讽刺的是，人们离地雷越近，就越觉得安全。这是因为他们持有债务，并享受着看似稳定的回报，虽然持有债务的风险和收益分别随着距离上次暴雷时间的延长而增加和下降，但人们的记忆也在逐渐淡忘，最后放飞自我。通过关注需要支付的债务的金额，分析债务人所需的现金流，以及观察借钱所获得的利息回报，可以粗略评估持有定时炸弹的风险和回报。

## 长债务周期概述

几千年来，货币体系一直有三种类型：

硬通货（如金属硬币）；

伪装成硬通货的“纸币”；

法定货币（如今天的美元）。

硬通货的约束力最强，除非贵金属或其他本质上有价值商品（即锚）的供应量增加，否则就不能增加货币。纸币和信贷在第二

类体系中更容易产生，因此硬通货的债权与实际持有硬通货的比率上升，最终导致银行“挤兑”。结果是：a) 违约，银行关门，储户失去硬资产；b) 货币债权贬值，这意味着储户得到的回报更少。在第三种体系中，政府可以自由创造货币和信贷，只要人们继续对货币有信心，这一体系就会发挥作用，而当人们对货币没有信心时，这一体系就会崩溃。

纵观历史，从逻辑上可以理解，各国都在这些不同类型的体系之间进行转换。由于一个国家需要比现在更多的货币和信贷，无论是处理债务、战争还是其他问题，它自然会从第一类转向第二类，或者从第二类转向第三类，这样它就拥有了更大的印钞灵活性。然后，创造太多的货币和债务会使其价值贬值，导致人们不再把债务和货币作为财富的储藏库，转而购买硬资产（如黄金）和其他货币。由于这种情况通常发生在发生财富冲突和发生战争的时候，因此人们通常也希望离开这个国家。这些国家在恢复信贷市场之前，需要重新建立其法币作为财富储存地的信心。

下图展示了这些转变的过程。从宋朝到魏玛德国，历史上有许多这样的例子：当旧的法定货币过度膨胀时，国家完全从约束型货币（1型和2型）过渡到法定货币，然后又回到限制型货币。

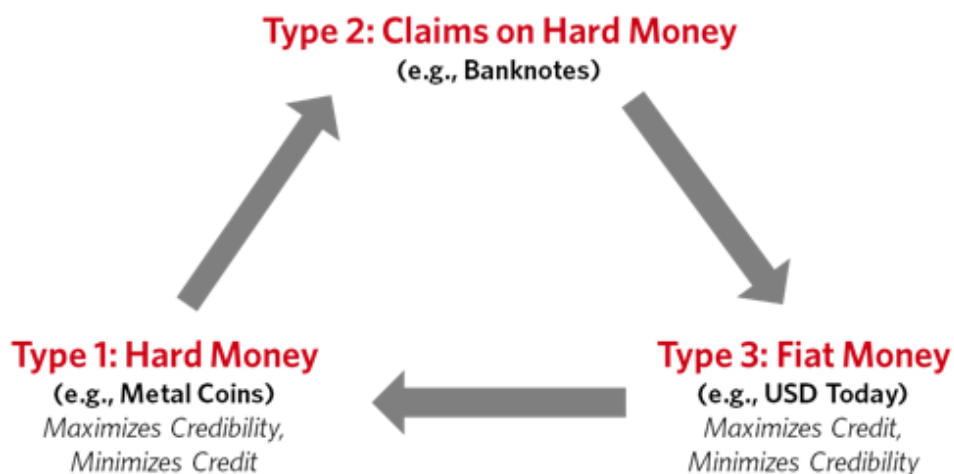


图 8 三种货币体系的转换

如前所述，这一庞大的债务周期将持续 50 至 75 年左右的长期时间，其特点是债务和货币体系的重组。这些重组的突然部分——即债务和货币危机时期——通常发生得很快，持续时间只有几个月到三年，这取决于政府采取这些措施所需的时间。然而，它们的连锁反应可能是持久的。例如，这些情况可能导致储备货币不再是储备货币。在这些货币制度中，通常有两到四次大的债务危机，即足以引起银行业危机和债务减记（贬值）30%或以上，但不足以打破货币体系。因为我在许多国家投资了大约 50 年，经历了几十个国家。它们的运行方式都是一样的，这在我的书《应对重大债务危机的原则》中有更深入的解释。

## 我们所处货币体系的历史

当美国在第二次世界大战后成为世界上最强大的经济和军事力量时，美元成为世界主要的储备货币。从那时起，拥有世界领先的储备货币对美国维持和扩大其实力至关重要。这是因为，一个强大的力量源于能够创造货币和信贷，而这种货币在全世界被广泛接

受为交换媒介和财富的储存地。由于拥有印刷世界货币的能力，美国的相对金融经济实力是其实际经济实力的数倍。

你可以认为我唠叨，但现在我还是要回顾美国的情况，并剖析美国和美元如何使世界成为今天这个样子的原因。

简言之，新的世界秩序始于 1945 年二战后，《布雷顿森林协定》于 1944 年将美元置于世界主要储备货币的地位。美国和美元自然适合这种角色，因为在战争结束时，美国政府拥有世界上约三分之二的黄金储备（这是当时的世界货币）、世界一半的经济产量和笑傲江湖的军事力量。**新的货币体系是第二类（即硬通货债权）货币体系**，在这种货币体系中，其他国家的央行可以以 35 美元/盎司的价格将“纸面美元”当作黄金债权兑换成一盎司黄金。当时，个人拥有黄金是非法的，因为政府领导人不希望黄金作为财富的储存地与货币和信贷竞争。所以，当时黄金是银行里的钱，纸币就像支票簿上的支票，可以用来兑换真金白银。在这个新的货币体系建立之时，每 50 美元就有 1 盎司黄金背书，因此几乎 100% 靠谱。作为美国盟友的其他主要国家（如英国、法国和英联邦国家）或在美国控制下的国家（如德国、日本和意大利）拥有与美元挂钩的衍生货币。在随后的几年里，美国政府入不敷出，因此它不得不借钱，从而产生了更多以美元计价的债务。**美国联邦储备委员会(Federal Reserve)**甚至允许美元对黄金升值，而不是以 35 美元的价格实际**兑换成黄金**。随着纸币被用来兑换硬通货（黄金），美联储的黄金存量直线下降。结果，1971 年 8 月 15 日，布雷顿森林货币体系崩

溃，当时尼克松总统和 1933 年 3 月 5 日的罗斯福总统一样，违反了美国允许纸币持有者将纸币兑换成黄金的承诺。因此，美元对黄金和其他货币贬值。当时美国 and 所有国家都采用了第三类法定货币体系。如果你想读一本关于如何从旧货币体系走向新的法定货币体系的书籍，我推荐保罗·沃尔克的《改变命运》，他是美国构建新货币体系的主要操盘手。

这一举措使美联储和其他央行自由地建立了大量美元计价货币和信贷，导致了 1970 年代的通货膨胀，其特点是从美元和美元计价的债务向商品、服务、通胀和对冲资产（如黄金）的涌入。美元债务的恐慌也导致利率上升，并将金价从 1944 年固定的 35 美元推高，正式推高到 1971 年至 1980 年当时的最高点 670 美元。

在 20 世纪 70 年代，通过这种方式管理货币和信贷，借入美元并将其转换为商品和服务是有利可图的，因此许多国家的商业体往往通过美国银行借入美元。因此，以美元计价的债务在世界各地迅速增长，美国银行将大量资金借贷给这些借款人。这种放贷导致了债务周期中典型的债务泡沫部分。美元和美元债务资产的增长以及对抗通胀资产的渴望，使得美元的借贷和负债规模加速。这导致了 1979-1982 年的货币和信贷危机，于是，美元和以美元计价的债务将不再是公认的财富仓库。当然，普通民众并不了解货币信贷的运作规律，但高通胀和高利率会让他们感受到，因此这是一个巨大的政治问题。卡特总统和大多数政治领导人一样，对货币机制并不十分了解，但他知道必须采取一些措施来阻止这种做法，并任命了一

位强有力的货币政策制定者保罗·沃尔克（Paul Volcker）。几乎所有关注这些事情的人，包括我在内，都坚持说真话。他有足够的力量去做那些痛苦但正确的事情来打破通货膨胀的阴影。他成为了我的英雄，我们最终成了密友，他不仅拥有强硬的性格和伟大的能力，还拥有幽默和辛辣。

德国总理施密特称，为了应对这场货币通胀危机，并打破造成通胀的流动性泛滥，沃尔克收紧了货币供应，这使得利率达到了“公元纪年以来”的最高水平。因为利率远远高于通货膨胀率，债务人在偿还债务时必须支付更多的利息，同时他们的收入和资产贬值。这挤压了债务人，使得他们出售资产。由于对美元的巨大需求，美元坚挺。由于这些原因，通货膨胀率下降，这使得美联储能够降低利率，并为美国人放松货币和信贷。当然，许多借了美元的债务人或者持有贬值资产的人破产了。因此，在 1980 年代，这些债务人，特别是外国债务人，尤其是新兴国家的债务人，经历了长达十年的萧条和债务重组时期。美联储通过向美国银行提供足够资金来保护它们，并利用会计系统的机制保护它们不致破产：即允许他们按照减值前的估值计算这些资产。这一债务管理和重组过程一直持续到 1991 年，当时通过布拉迪债券协议完成，该协议以当时的美国财政部长尼古拉斯·布拉迪命名。整个 1971-1991 年的周期，影响了世界上的每个人，这是美国偏离黄金标准的结果。这导致了 1970 年代通胀和抗通胀资产的飙升、1979-1981 年非美国债务人紧缩和大量通货紧缩债务重组引起的通胀率下降、以及 1980 年代债券和

其他通货紧缩资产表现出色。整个时期都有力地展示了美国拥有世界储备货币的力量，以及如何对世界各地的每个人施加影响的有力证明。（译者注：所谓阳谋，就是作为一个美国人，明明白白告诉全世界美元是如何收割全球的。）

从 1979-1981 年美元计价通胀和美元计价利率的峰值到现在，通胀率和利率都下降到了近 0%。你可以清楚地看到，自从构建美元计价货币体系以来，利率和通胀率按照整个大周期上下波动。

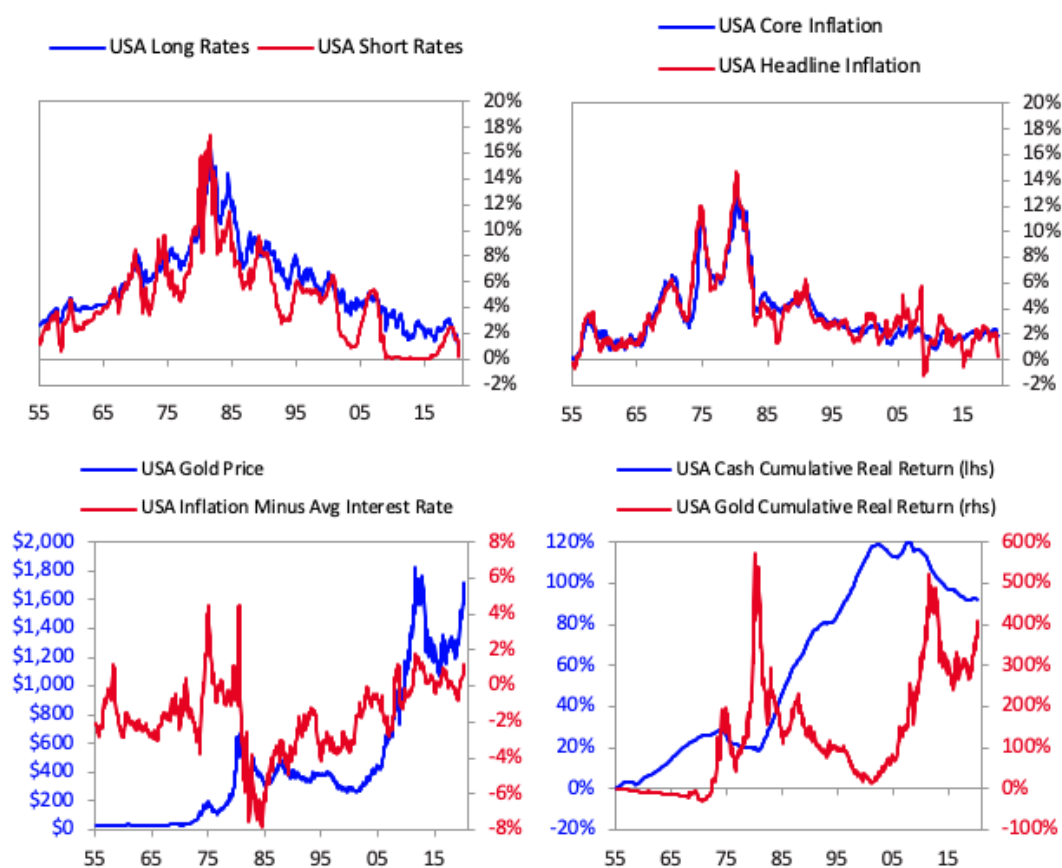


图 9 美元相关指标的波动

20 世纪 80 年代债务重组完成后，20 世纪 90 年代，全球货币、信贷和债务再次出现新的增长，再次产生繁荣，进而导致互联网泡沫，造成了 2000-2001 年的经济衰退，刺激了美联储放松货币和信

贷，将债务水平推到了新高，并创造了另一个繁荣，在 2007 年变成了另一个更大的债务泡沫，在 2008 年破裂，这导致美联储和其他储备货币国家的央行再次放松，于是造成了最近刚刚破裂的下一个泡沫。因此，在 20 世纪 80 年代债务重组和 2008 年之间，出现了两个相当典型的债务/经济周期。然而，2008 年的信贷/经济紧缩开始走向另一种套路。

由于短期利率在 2008 年达到 0%，利率下降的幅度不足以创造社会所需的货币和信贷扩张，央行需要印钞和购买金融资产。通过降息刺激货币信贷增长是央行货币政策的首选，我称之为“货币政策 1”。由于中央银行不再采用这种方法，它们转向第二选择货币政策（我称之为“货币政策 2”），即印钞和购买金融资产，主要是政府债券和一些高质量债务。上一次他们这样做是从 1933 年开始（彼时利率也已经达到 0%），一直持续到战争年代。这种方法被称为“量化宽松”，而不是“债务货币化”，因为它听起来威胁较小，世界上所有主要储备货币央行都这么干。始于 2008 年的模式如下。

通过印钞和购买债务——正如 1933 年开始所做的那样——中央银行保持了货币和债务扩张的周期。他们通过购买这些债券，推高了债券价格，并向这些债券的卖方提供现金，从而激发他们购买其他资产。这推高了这些资产的价格，随着价格的上涨，推动了未来预期回报率的下降。利率低于其他投资的预期收益率，债券收益率下降到非常低的水平，投资者越来越多地借钱购买他们预期收益



高于借贷成本的资产。换言之，他们遵循经典的泡沫过程，即用借来的钱购买金融资产，押注他们所购买资产的回报率将高于其资金成本。这些杠杆收购推高了这些资产的价格，压低了它们未来的预期回报率，并造成了新的更脆弱的债务泡沫。如果它们所购买资产产生的收益低于其借贷成本，这种脆弱性就会凸显。长期利率和短期利率都在 0%左右，央行史无前例大规模购买债券也不能有效刺激经济增长，因此无法帮助最需要的人。很明显，第二种货币政策效果不好。第三种货币政策——货币政策 3，简称 MP3。MP3 的工作原理是，储备货币国的中央政府增加借贷，将支出和贷款的目标锁定在他们希望的地方；储备货币国的中央银行创造货币和信贷，购买债务（可能还有其他资产，如股票），或为这些购买提供资金。

在此期间，世界上以美元计价的货币、信贷和债务以及其他特殊债务（如养老金和医疗保险）的规模持续上升。尤其是在美国，因为美联储（Federal Reserve）有独特的能力来支持这一债务增长。虽然我不会在这里解释各种各样的方法，但我的书《应对重大债务危机的原则》（Principles for Navigating Big Debt Crises）中已经解释了这些方法，你可以在我的[博客](#)上免费看到。

因此，在新冠病毒大流行导致经济衰退之前，我们就具备了走上这条注定道路的条件，这就是历史运转的客观规律。如果你想看看我当时做的那些更深入地研究这些问题的相关文章，你可以在 [economicprinciples.org](http://economicprinciples.org) 上找到它们（译者注：即《理解宏观经济运行的框架》一文）。

一旦进入这个泡沫节奏，债务和特殊债务（如养老金和医疗保险）相对于收入会继续上升，而中央银行会设法降低偿债成本（请参阅我的报告“大局”，其中更完整地解释了这将导致的未来“紧缩”），这将利率推向零，并使债务长期化，因此本金支付将较低。这些条件（即中央银行拥有大量利率在 0%左右债务，因此无需支付利息；而且构建长期偿还债务的结构，使本金可以分散支付，甚至可能不偿还）意味着央行创造货币和信贷的能力几乎或压根没有限制。这一系列条件为接下来的事情奠定了基础。

新冠病毒引发了世界各地的经济和市场衰退，造成了收入和资产负债表上的漏洞，特别是对于那些收入在衰退中受损的负债实体。传统上，中央政府和中央银行必须创造货币和信贷，以将其提供给那些他们想要拯救的实体，如果没有这些货币和信贷，这些实体在财务上就无法生存。因此，在 2020 年 4 月 9 日，美国中央银行（美联储）宣布了一项大规模的货币和信贷创造计划，以及美国中央政府（总统和国会）的大规模投资计划。它们用尽所有经典的 MP3 技术，包括直升机撒钱（政府直接向公民支付）。这与罗斯福在 1933 年 3 月 5 日发表的声明基本相同。虽然病毒不引发了这场特殊的金融和经济衰退，最终还是会有别的东西引发它，而且不管是什么引发的，这种套路基本上一样，因为只有 MP3 才能抵御这场衰退。欧洲央行（The European Central Bank）、日本央行（the Bank of Japan）以及中国人民银行（the People's Bank of China）

也采取了类似的举措。不过最重要的是美联储的所作所为，因为它是美元的创造者，而美元仍是世界上占主导地位的货币。

美元现在占国际交易、储蓄和借贷的 55%左右；欧元约占 25%；日元只占不到 10%；人民币约占 2%。大多数其他货币并没有在国际上用作交换或储存财富的媒介，尽管它们是在国内使用的。这些其他货币，无论是那些国家的聪明人，还是那些国家以外的几乎所有人，都不会作为财富的储藏库而持有。相比之下，我提到的储备货币是世界上大多数人喜欢储蓄、借贷和交易的货币，大致与我刚才提到的百分比成比例。

拥有世界储备货币的国家拥有惊人的力量——储备货币可能是最重要的力量，甚至超过军事力量。这是因为，当一个国家拥有储备货币时，它就可以印钞票和借钱来进行它认为合适的消费，这是美国现在的做法，而那些没有储备货币的国家则必须获得他们所需要的货币和信贷（以世界储备货币计价）来进行交易和储蓄。例如，在撰写本文时，现在那些有大量债务需要偿还的人，在美元收入下降的情况下，他们需要更多的美元来购买商品和服务，他们强烈渴望美元。

如第一章的图表所示，衡量一个国家实力上升和下降的八个指标中，储备货币实力（以该货币的交易和储蓄份额衡量）明显滞后于其他指标。这对美国和美元来说都是事实。例如，1944 年，当美元被指定为世界主要储备货币时，美国政府拥有世界上约三分之二的黄金储备，GDP 占世界的一半左右。如今，美国仅占全球 GDP

的 20%左右，但仍占全球外汇储备的 60%左右，同时占国际交易的一半左右。因此，美元和以美元为基础的货币和支付体系仍占据主导地位，但相对于美国经济规模而言，其储备货币地位显然过高了。

与所有印制储备货币的银行一样，美联储目前处于强势但尴尬的境地，其货币政策的运行方式对美国人有利，但对全球其他依赖美元的国家可能不利。例如，美国中央政府最近刚刚决定，它将借钱给美国人民，并向他们提供美元信贷，而美联储决定购买美国政府债务和更多的美国其他债务，以帮助他们度过这场金融危机。可以理解的是，这其中很少会流向外国人。欧洲央行也将为欧元区国家采取类似措施。在世界舞台上规模仍然较小的日本央行将为日本人做同样的事情，中国人民银行也将为中国人做同样的事情。其他一些相对较小的国家（如瑞士）或许可以为本国人民做类似的事情，但世界上大多数国家都无法像美国人那样获得填补收入和资产负债表缺口所需的资金和信贷。各国无法获得所需硬通货的情形与 1982-1991 年期间类似，只是这次不能大幅降息，而在 1982-1991 年期间可以大幅降息。

与此同时，非美国人（即新兴市场、欧洲国家和中国）所欠的以美元计价的债务约为 20 万亿美元（比 2008 年高出约 50%），其中不到一半是短期债务。这些美元债务人只能拿出美元来偿还这些债务，他们还不得不拿出更多美元在世界市场上购买商品和服务。因此，通过让美元作为世界储备货币，让生产这种货币的中央银行成为事实上的世界银行，只需要把美元交到美国人手中，美国对美

国人的帮助（如果愿意的话，也可以帮助世界其他国家）比其他大多数国家对自己国民的帮助更有效。但是，美国有可能因制造过多“废纸”和债务而失去这一特权地位。在本章的附录中，我们将更仔细地研究那些拥有储备货币地位的国家是如何失去这一地位的，以及货币是如何贬值的。

## **总结：货币、信贷、债务和经济活动的大周期如何与影响世界秩序的国内国际政治大周期联动**

退一步，从大局的角度来看这一切，我所说的经济部分（即货币、信贷、债务、经济活动和财富）和政治部分（国家内部和国家之间）的消长关系如下图所示。通常，大周期始于一个新的世界秩序，即一种新的国内和国际运作方式，包括新的货币体系和新的政治体系（译者注：可参见鄙人严肃脸《发财的有效途径》一篇，可以理解为大周期始于生产关系的革新或重置）。上一次是从 1945 年开始的，那时候正是冲突之后，没有谁可以吊打一切，人们亦已厌倦了战斗，于是进入到由可持续信贷扩张所支持的和平重建和日益繁荣期。这是良性的，因为收入增长超过或冲抵了不断增长债务所需的还本付息支出，而且中央银行刺激信贷和经济增长的能力很大。在上升的过程中，出现了短债务（短经济）周期，我们称之为衰退和扩张。随着时间的推移，投资者用过去的收益水平外推未来，借钱押注未来收益的情况愈演愈烈，在财富差距扩大的同时，也造成了债务泡沫，因为一些人比其他人从这种击鼓传花游戏中获益更多。这种情况一直持续到央行耗尽其有效刺激信贷和经济增长的能

力。随着货币紧缩，债务泡沫破裂，信贷收缩，经济也随之收缩。与此同时，当出现巨大的贫富差距、巨大的债务问题和巨大的经济萎缩时，国家内部和国家之间往往会因财富和权力而发生斗争。这通常会导致改革、革命、仲裁和战争，其手段既可以是和平的，也可以是暴力的。在出现债务和经济问题的时候，中央政府和中央银行通常会创造货币和信贷来满足国内和国际斗争相关的金融需求。这些货币和信贷危机及其引发的斗争导致了债务、货币体系、国内秩序和国际秩序的重组，我将其统称为世界秩序。

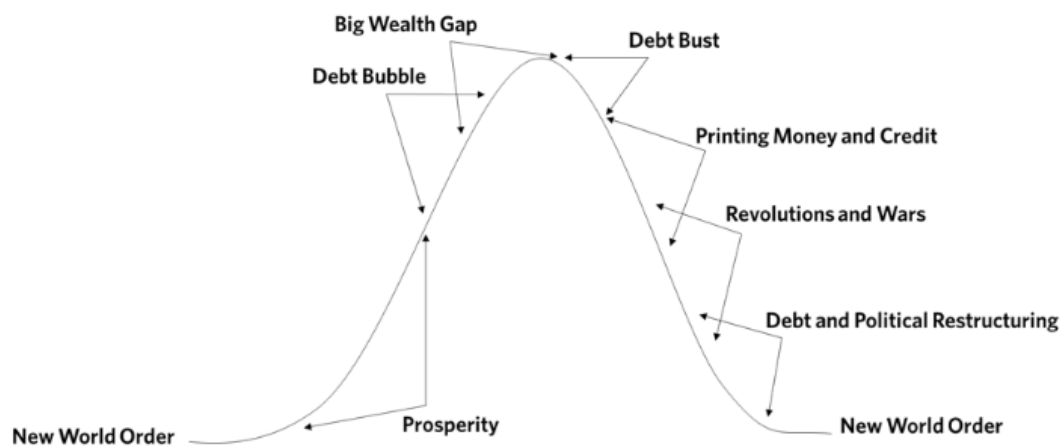


图 10 世界秩序的周期模式

然后又来一轮。例如，在 1930-1945 年的美国，发生了一场和平的国内改革，产生了巨大的财富再分配，随之而来的是大量的政府借款（产生了大量的政府债务），这些借款由中央银行提供资金，创造了大量的货币和信贷……随后由新兴大国引发的外部战争挑战了当时的世界强国，这些战争资金来源是大量的政府借款（这产生了大量的政府债务），而这些借款由中央银行提供，创造了大量的货币和信贷。

我所描述的循环在上图给出。虽然并非所有周期完全一模一样按此运行，但基本上世界秩序周期都跳不出这个模式。

对货币和信贷的解释之后将有一个附录，其中将提及过去 500 年中最重要案例，说明所有货币贬值或崩溃的原因和方式。

桥水每日观察报告由 Bridgewater Associates, LP 编制并归其所有，仅供参考和教育之用。不考虑任何读者的具体投资需求、目标或风险承受能力。此外，Bridgewater 的实际投资头寸可能会（而且通常会）根据许多因素（如客户投资限制、投资组合再平衡和交易成本等）与本文讨论的结论不同。读者在做出任何投资决定前，应咨询自己的顾问，包括税务顾问。本报告并非要约出售或要约购买上述证券或其他金融衍生品的指南。

桥水研报参考了来自公共、私人和内部渠道的数据和信息，包括桥水实际交易的数据。资料来源包括：澳大利亚统计局、巴克莱资本公司、彭博金融有限责任公司、世邦魏理仕公司、中欧数据有限公司、共识经济公司、核心逻辑公司、柯仕达房地产信息公司、信贷观察公司、信贷市场分析有限公司、Dealogic 合伙企业、DTCC 数据存储库（美国）、Econalitica、EPFR 全球、欧亚集团有限公司、欧洲货币市场研究所（EMMI）、Factset 研究系统公司、英国《金融时报》有限公司、GaveKal 研究有限公司、全球金融数据公司、哈佛分析公司、加拿大投资基金研究所、洲际交易所（ICE）、国际能源署、伦巴第街研究所、麦盖提经济学研究公司，Mergent 集团、Metals Focus 有限公司、Moody's 分析集团、MSCI 集团、

（美国）国家经济研究局、经济合作与发展组织、养老金与投资研究中心、Refinitiv 公司、Renwood Realtytrac 集团、RP 数据有限公司、Rystad 能源集团、s&P 全球市场智库集团、Sentix GmbH 公司、Spears&Associates 咨询公司、State Street 银行、Trust 公司、新鸿基金融（英国）、东京证券交易所、联合国、美国商务部、万得信息（上海）有限公司、Wood Mackenzie 公司、世界金属统计局、世界经济论坛。虽然我们认为来自外部渠道的信息是可靠的，但桥水对其准确性不承担责任。

本报告中表达的观点仅为桥水截至本报告日期的观点，如有更改，恕不另行通知。桥水可能在所讨论的一个或多个头寸、证券或衍生品中拥有重大财务利益。负责编写本报告的人员将根据各种因素获得报酬，其中包括工作质量和公司收入。

*[1] 借款人通常愿意支付利息，这是贷款人出借的理由。现在有一些债务资产却是负利率，这看起来很奇怪，我们将在稍后探讨。*

*[2] 顺便说一句，请认识到这些对周期时间的粗略估计仅仅是粗略估计，要知道我们在这些周期中具体的位置，我们需要更多的观察条件，而不是只关心时间量。*

*[3] 一些央行将自己与政府的直接控制相分离，使这一点变得更加困难，但实际上每个央行都必须在某个时候救助本国政府，因此货币贬值总是发生的。*