

# 不断变化的世界秩序

我们何去何从？

作者：雷•达里奥

《星光居士严肃脸》及参考文献持续更新网址

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

# 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) 高负载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。

我的方法并未为学术而生，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神深的认识。

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，当新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，也知道自己正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。