

# 红杉沈南鹏对话桥水达利欧

## 从历史周期观察当下形势

**沈南鹏：**你的新书《原则：应对变化中的世界秩序》分析了历史上最风云变化的经济周期，并讨论了我们应当如何对待当前的形势。这本书的中文版现在已经由中信出版社出版了。是什么原因促使你写这本书？

达利欧：我是一名全球宏观投资者，我通过研究历史来掌握信息，以确定如何应对当前的形势。在我50年的投资经历中，我发现了驱动当前形势形成的三大因素，这三件事在历史上多次发生。

第一，巨额债务的产生，以及世界各主要储备货币国通过印钞来将债务货币化。第二，因巨大的贫富差距和价值观鸿沟而出现的各国内部冲突，这导致了右翼和左翼的民粹主义，加剧了当前美国和其他一些国家的政治和社会冲突。第三，大国竞争，一方是美国主导的始于1945年的世界秩序，另一方是中国和其他强国的崛起，这些强国与美国分庭抗礼。

为了考察这些因素，我研究了过去500年的历史，并决定将其写成一本书，向大家分享我的所得。

**沈南鹏：**就大规模印钞而言，与历史上存在流动性过剩的时期相比，当前的情况如何？

达利欧：我将通过解释大周期的概念来解释当前的情况。

美国在二战结束的1945年，建立了大部分的世界秩序，因为美国拥有全世界90%的黄金和一半的GDP，拥有军事霸权与全球主导货币。当新的世界秩序发展起来以后，我们迎来了一段和平与繁荣的时期。在这段时期内，个人和企业会变得更乐意借债，押注于未来。我们会看到债务相对于GDP增长，这是一个自然的循环。

但财富积累的规模是不均衡的，这是经济系统的特征之一，因此在财富积累的同时，贫富差距上升，进而挑战当前的社会秩序。与此同时，其他国家在经历了战后恢复与增强之后，与世界领先经济体之间的实力差距逐渐缩小。在这个时期，债务逐渐增多，但并不存在同样多的硬通货（如黄金），因此国家的内部冲突便会发生。这种内部冲突和货币问题变成了一个政治问题，国际竞争由此出现。

传统上，当这样的国际竞争变得更为激烈时，就会出现经济战争激化的情况。经济、货币和资本制裁并不是新事物，而是在整个历史上不断发生的。

由此我们可以看到周期的大轨迹。我认为存在着一种典型的秩序，当我们了解这个秩序的轨迹，再仔细观察当下形势的发展，我们就可以将二者相匹配。这不一定是必然的，但能够为我们提供很好的参考。例如，历史上发生的事情可以帮助我们理解在今天，经济制裁将导致什么样的后果。

## 滞胀当前，资产如何有效配置？

**沈南鹏：**美联储的资产负债表已经大大扩张，2008年是1万亿美元，2020年是4万亿美元，2021年是9万亿美元，短短一年内就创造了5万亿美元。欧美地区几乎所有的央行，都在急剧地提高利率。同时还发生了地缘政治冲突和新冠肺炎疫情。所有这些情况都同时以史无前例的规模发生。你认为金融市场上会出现什么样的风险？

达利欧：我喜欢以机制化的方式来解释这个问题。已经发生的情况是货币不够，印钞增加，这导致货币的价值相对于商品和服务下降，通胀率上升。通胀率上升导致民众购买力下降，民众拥有的实际财富减少。在我们思考什么是安全的投资时，人们认为持有现金是安全的投资，也许是持有安全的政府债券。

不再如此了。为了避免通胀带来的经济损失，政府会拿走一些他们曾经给予的购买力，如美联储出售1.1万亿美元的债券，同时让利率上升，这就导致民众购买力下降，出现一种滞胀的环境，而停滞和通胀都会导致民众购买力受损。这就是我们当前在周期中所处的位置，这是很典型的情况。

提高生活水平的唯一途径是扩大生产，通过印钱和提供信贷是不能提高生活水平的，因为信贷总是要偿还的。一个人的债务就是另一个人的资产，所以必须设定好二者的平衡，否则就会出问题。我们曾经处于这样的形势中，目前依然处于其中，那些持有债务工具的贷款人将会遭受很严重的损失。因此人们无法把利率提高到足以遏制通胀的程

度，也无法使那些受通胀影响的资产的持有者获得偿还，硬要把利率提到那么高的话就必然对经济活动产生负面影响。因此滞胀机制将会造成其必然的影响。

### **沈南鹏：基于我们刚刚讨论的经济趋势和条件，你对未来的投资策略有何建议？**

达利欧：这取决于人们投资于什么方面、可以投资于什么方面。但一般而言，在全球来说，现金投资，换言之，短期或更长期的政府债券和一般债券，将带来负的实际收益，即经通胀调整后的收益。因此这些资产不适合持有。

因此很重要是拥有多元化的投资组合，即平衡的投资组合。我们有一种策略，称为“全天候策略”，其基础是平衡不同的资产类别，因为财富会在一些地方缩水，在另一些地方增长。例如，在通胀环境中，你持有大宗商品、黄金等抗通胀资产，这将抵消其他资产的负收益。因此，一开始就持有平衡的投资组合是很重要的。一旦你实现有效的多元化，你就能以很低的风险维持良好的收益。

所以，第一，不要只持有现金等资产；第二，进行合理的多元化，以创造出平衡的局面；第三，如果你像我一样是全球投资者，要在不同的地方、国家和产业之间进行多元化投资。

### **沈南鹏：具体就不同资产类别而言，有什么主要类别，全球投资者应当持有？**

达利欧：我思考这一点的方式是，这就像是四个象限，有两个主要变量。这两个主要变量是通货膨胀和增长率，会上升，也会下降。给每一个象限分配25%的风险，然后联想在每个象限，你希望拥有什么资产。

例如，假如增长率比预计的快，即第一象限，你应该要拥有股权和信用差价，因为当这种条件存在时，信用差价下跌，股权上涨，这将是你想要看到的情况。如果在另一个象限，增长率下降，这时你应该拥有抗通胀的资产，通常是债券，高质量的债券。如果你在右上方的象限，如果通货膨胀高于预期，这时你应该拥有经通胀调整后的资产，比如大宗商品、黄金、通胀挂钩债券等。在通胀较低的象限，你要进行同样的权衡。

这样的象限是一种对如何实现平衡的指引。投资人应该对这些因素进行风险平衡。这只是开始，一旦你拥有平衡，你要经营这种平衡。这意味着不管发生什么，你的风险是受控的，这是由平衡的性质决定的。然后你根据环境变化采取战术行动。这种情况在全世界都适用。

### **沈南鹏：如果想要进行很好的多元化投资，除中美之外，你会选择的第三个国家或地区是什么？**

达利欧：我会考察三个因素，这也许与我一开始提到的三件事有关。第一，这个国家是否财政稳定，即收入多于支出、拥有很好的收入和资产负债表？第二，这个国家是否存在可能导致混乱或失序的内部冲突？第三，这个国家是否存在外部战争风险或者类似的混乱因素？

通常我要选择的国家符合这些条件，比如在发展技术等方面。东盟国家，即东南亚的一些国家，印度，中东也有一些很有意思的发展，特别是沙特阿拉伯和阿布扎比等地，因为它们拥有财政资源，在内部冲突方面它们的情况也在改变。所以这些地方我会感兴趣。

## **新形势下，如何看待中国的投资环境和潜在机会**

### **达利欧：红杉在中国有很多成功的投资，你们能近距离观察。你能否告诉我现在的情况如何，环境如何，机会如何？**

沈南鹏：我们很幸运地能与许多很了不起的创业者合作，他们为投资者创造了巨大价值。在此过程中，我们也在投资中犯过许多错误，并且努力从这些错误中汲取教训。这其中有技术风险导致的失败，有执行不力导致的失败，也有公开市场的剧烈波动引发的挑战。面对市场，我们需要有敬畏之心。

对许多人来说，我们做的是管理“资产”的金融服务业，但我们其实做的是“人”的业务，对内和对外都是如此。

对内，我们向团队成员提供很好的职业发展机会，这基于他们的优势、兴趣，作为团队整体我们不断学习和成长。对外，有别于二级市场投资者，我们有不同的自我定位。我们的定位其实可以归结为一个词——服务，我们服务创业者。我们与他们的合作方式将很大程度决定我们的业绩，这也将形成我们的品牌和声誉。

风险投资和成长期投资是我们的主要产品和业务，而且我们高度聚焦科技领域，其路径与对冲基金或传统并购不

同。

在我听你描述宏观环境挑战时，我觉得很幸运，因为宏观环境的变化对我们的一部分风险投资业务影响相对较小。富有挑战性的宏观环境肯定会对许多企业造成影响，但技术发展有其自身的周期，例如在过去的十年里，随着安全性能的提升，成本的下降，锂电池在电动车和储能行业得到大规模应用，不仅在中国，也在全球。这样的技术突破的时机与经济的起落关系不大，需要完全不同的技能来预测正在出现的技术趋势，这正是我们的工作的重要组成部分。

**达利欧：你是否发现，当存在大量流动性时，购买资产是代价高昂的？你是否认为流动性的减少正在产生一定的影响，就像对世界各地的其他科技公司的影响一样？**

沈南鹏：事实上，在过去五年里，大多数时候我们都能看到大量的流动性，不仅仅在中国市场，也在世界各地，尤其在科技领域。因为这一点，投资者发现企业估值变得越来越昂贵，同时企业也得到了更多的资金，甚至多于其本来需要的资金，这也让竞争变得更激烈了。

最近的6-9个月里，全球科技行业趋向平和。我们首次看到，投资者在实际投资私人企业时能得到更合理的估值。坦率地说，科技公司自身之间的竞争因此变得更理性了。我希望这能带来更健康的环境，不仅有利于科技创新，而且有利于投资者。

## 如何管理好一家顶尖投资机构？

**达利欧：投资最重要的事情之一是打造投资团队，领导力和团队建设最关键的方面是什么？**

沈南鹏：我认为以下这些对公司管理者来说很重要：

第一，他本人要有强烈的愿望成为一个好的投资人，这很关键。

第二，投资需要整个团队共同学习，而且最重要的是，要和团队分享你的经验，尤其包括那些失败的经历，因为我们从失败中能学到很多东西。

第三，要在内部建立强大的数据IT能力，强大的分析和研究能力背后会运用到很多技术和工具，让投资人能最好地利用这些资源。

最后，我们作为一个平台，应该很好地鼓励年轻投资人基于自身兴趣发展技能，这就像艺术家需要做自己真正感兴趣、有灵感的事；如果迫使一个人去做事，或者训练他做自己认为无聊的事，他是不会成功的。

**沈南鹏：瑞，你把桥水建成了世界顶级的投资公司，你是如何做到这一点的？**

达利欧：我先说一些和你有同感的东西，我觉得最重要的是塑造卓越和人与人之间的联结。其真正的意思是，有意义的工作和有意义的人际关系，二者是相辅相成的。

我有一个长句来形容这一点：我希望有一个理想的创意择优制度，我希望最好的想法胜出，不管这想法来自谁，不管是高层还是基层，最好的想法要胜出。

通过极度求真和极度透明，以完全真实的方式讨论一切事，包括优势、劣势和你之前提到的错误，大家要能说出谁在哪方面很好，谁不怎么好，也许那是错误，等等。随着组织发生变化，就需要管控组织内的交流及连续性。当组织从一个阶段发展到另一个阶段时，为了保持共同追求使命的连续性，我发现写下原则是很重要的。每当我做决定时，我都写下做决定的原则，无论是投资原则还是管理原则，这就像配方一样，可以阅读。这是我做出这个决定的配方，我发现我们都可以同时依照这种方法写下自己做出决定的配方。这样交流能确定什么是最好的、有效的，因为企业文化就是我们的使命。换言之，要熟悉你的员工，他们是不同的，应对这些不同，让员工能互补。你的员工是怎么样，你们彼此如何相处，将决定成功的程度。我发现这些因素是最重要的。

我想就原则多说一点，我想将此推荐给观众、推荐给你我彼此。我学到了另一个原则：痛苦+反思=进步。进行有质量的反思，并写下原则，现实是如何运行的，把这作为原则写下来，让你能对此进行更深刻的思考，让你能使这个过程自动运行，让你能有效地与合作伙伴沟通。这些配方很重要。想想你引入人才的决策标准，如果不把这些标准写下来，你就不会一直使用这些标准，不会对其进行压力测试，不会总体地看待你使用的标准。我发现把原则写下

来很有帮助，我建议每个人都这么做。

**沈南鹏：我觉得创意择优也是我需要掌握的第一技能。你谈到了沟通，这是打造企业内部文化的关键要素。考虑到过去两年半里的新冠肺炎疫情，我们的业务也发生了一些变化，目前主要是通过像现在这样的视频沟通，而不是当面会议。你觉得这样的变化产生了哪些影响？**

达利欧：有好有坏。好处是沟通不再受形式的局限，有一定的自由，一定的效率等；坏处是没有了那种温暖的人际互动。我们应对这一点的做法是，我们要求每周两天员工进入办公室，这两天聚焦于员工之间的互动。

换言之，有两种工作，一种是不需要员工亲自做的工作，另一种是特别需要亲自做的工作，这也许不局限于工作，而关乎交流的质量。所以我们在办公室的两天里，会特别强调第一种工作，它能拉近人与人的距离，在其余三天，我们关注其他事情。

## 如何适应技术和市场的新变化？

**达利欧：科技变化以太快的速度发生，你如何保持应对这些变化的能力？换言之，当你不了解一个新技术时，你如何做出投资？如何在一个流动性变差的市场中保持流动性？如何在技术发生巨大变化的情况下遴选最好的技术？**

沈南鹏：这也是一个我们每天自问的问题。回答是，我们必须让自己适应快速变化的技术市场。我们需要经历陡峭的学习曲线，学习如何理解新的科技。我们必须以最快的速度这么做，以在竞争中保持优势。

正如你所建议的，我也认为在投资领域下一个十年会与上一个十年大为不同，对我们来说，以前有效的东西，在新时代将很可能不再有效。如果想有效地适应环境，我们就应该拥有扁平化的组织结构，以及一种有效的决策机制。这与我们一些最成功的被投科技公司的组织架构很相似。

同时，我们需要采取一种始终如一的策略，对市场要有长远视野。技术市场起起落落，正如我们在过去的一年里所看到的。但我们应该相信科技创新的潜力，比如新能源领域、合成生物学、生物科技等领域。在艰难时期，我们更要保持敏锐，保持信心继续投资，继续帮助创业者探索如何穿越障碍，帮助他们实现创造伟大企业的梦想。被投企业的CEO也会欢迎这样的董事会成员和长期股东，具备这种始终如一的精神。

最后，需要热爱自己所做的事情。我个人对科技新趋势很感兴趣，它们为人类创造出新的产品。当我阅读团队的行研报告和参加讨论时，仿佛回到了我大学时代，研究一个新的科学或工程学课题。事实上一系列研究问题的方法论是类似的：为什么？是什么？怎么做？这两者在方式方法上具有可比性。所以理工科训练的背景，对我们的业务和投资是很有帮助的。我很喜欢这种学习的过程，也充满好奇心地去寻找答案，就像你通过数据和事实来寻找答案一样。

**沈南鹏：我们都在适应这种新环境。我们刚才谈到挖掘和发现新的重要市场，你提及东南亚、印度等地区。当你考察这些市场及其机会时，你会亲自拜访这些国家吗？你如何形成自己的观点？你依赖什么样的数据和信息来得出自己的结论？**

达利欧：有三点：数据、亲自拜访以及与该领域最好的专家沟通。

我做全球宏观投资者已有50多年了。当然，通过数据等因素，我能就一个地方怎么样得到很多信息，但那还不够，还有就是与像你这样的、能去实地进行考察的人多沟通，这是了解当地情况的一个很快的途径。此外，我们确实也需要直接考察。这三点都很重要。

**沈南鹏：回到中国业务的问题上，我知道你正在打造一个在中国国内运行的团队，而且在中国推出了产品。这些战略与你的全球战略有何不同？**

达利欧：是的，我们在中国有两个办公室，一个在上海，一个在北京。在过去三年左右的时间里，我们为中国的投资者进行在岸投资。

我的战略是这样。首先，各国都存在一些永恒普适的规律，就像前面四个象限的例子。事物会按这样的规律发展，因为在所有国家，投资是为了获得未来现金流的一次性支付。用贴现率和未来的现金流可以计算出你想要的数值，这是一个永恒普适的真理。所以我们有这些永恒普适的规律，适用于所有国家，这是我们的出发点。



然后我们深入当地的事态。例如中国的一些政策变化会起到一些重要的作用，这个情况也可能在其他国家发生。所以如何把这一点纳入考虑？金钱如何流动？谁在购买什么？为什么购买？这些问题都是很细节化的地方性问题。我们应对这些问题的方式是分析，分析标准依然是：管理者怎么样，资产负债表和损益表怎么样，等等。

事实是，对其中的大多数而言，永恒普适的规律是有帮助的。在你和红杉合作之前，红杉有一种投资理念，关于怎么把投资做好，你和红杉合作之后，又把这种理念融入当地环境。是不是这样？

沈南鹏：当我们考察美国、中国或欧洲的企业时，会发现最好的科技公司有一些共同的特征。甚至你会发现全球顶级的CEO有一些类似的气质。通常成功的商业模式也具有一些共同的特征，同一种商业模式往往在全球各地都成立，例如在美国有大量成功的软件SaaS公司，许多企业正在转向“云端”，“软件正在征服世界”。这种情况也发生在中国，也许比美国迟了3-5年，但整体发展趋势是一样的。当考察这些公司时，你会发现公司展现同样的参数，可以按照大体相同的规则对这些公司进行估值，我发现这一点很有意思。

现在其中又出现了一个新现象：以前一些美国公司可以在欧盟或中国做得很成功，现在中国也有更多企业成功地将产品销往美国和欧洲，因此是同样的竞争力在驱动这些成功。如果一个中国SaaS公司要成功，你就必须在产品竞争力层面与美国的同行并驾齐驱。

达利欧：是相似的。我们两国公司文化的构建、投资的选择、处理永恒普适规则和本地情况的方式，都是相似的。

沈南鹏：是的。你知道，我们做风险投资和成长期投资，也有一些并购业务，而你的业务主要在公开市场，涉及各种不同的资产类别，但我发现我们的投资原则很像。当涉及打造金融服务公司和投资公司时，从团队建设、文化建设等角度都有许多共同点可以分享。

达利欧：是的。不过我知道我们时间快到了，虽然我很想继续聊聊我们之间的不同。比如在流动性方面，这是我们所在行业之间真正不一样的地方。在我所处的领域，我的想法会随时变化，可以更加灵活，更有适应性；而在你所处的领域，你支持创业者，其实更像是他们的合伙人，所以你的想法不能轻易改变。希望我们未来有机会能够再进行探讨。