

THE CHANGING WORLD ORDER

—
RAY DALIO



生产力水平与债务周期有着密切的关系[1]

这个观点是我在过去1年半的时间里仔细研究之后得出的结论。在过去1年半的时间里，我主要研究了全球各大帝国 / 王朝的崛起与衰落，这个兴衰过程中他们的储蓄货币（reserve currency）与经济市场；其次我加入了在过去一段时间看到的“并非寻常”但“似曾相识”的市场信号（development），这些市场信号在我的人生中从来没有发生过，但经过研究，我知道在历史当中曾经反反复复发生过很多次。最重要的是，我看到了3个对我们的生活息息相关、至关重要的事件：

1.经济增长困局：全球经济体的高负债率（high level of indebtedness）+低利率，将会极大程度限制全球各大央行刺激经济增长的能力；

2.内部冲突

：各国家内部巨大的贫富差距与相应的政治分歧，带来了不断恶化的内部社会与政治冲突；

3.外部冲突：中国作为一个不断发展且冉冉上升的世界强国（world power），正在挑战过分扩张后显得力不从心的美国，这个过程中产生了很多地缘冲突与贸易冲突。

回看历史，我们现在所经历的时期，相似度最高的是1930-1945年之间的时期；我们都知道那段时间发生了什么，而这也是我非常非常担心接下来会发生的一切的重

要原因。

在研究历史的过程中，我看到的是一长一短两种典型周期的吻合与交叉，分别是10-20年左右的“过渡性”周期，与随之而来的50-100年的经济政治大周期。这些经济政治大周期又由两种元素组成：

1. 安乐繁荣发展期：决策者（people with power）在一起和谐共处并携手并进，以合适可持续的方式追求创造财富；

2. 痛苦下行震荡期

：各方为争夺权力和财富不断摩擦产生冲突，打乱了经济的和谐发展与生产力的不断提升，有时甚至会导致战争和社会动荡（revolution）。

这些震荡时期通常像一场暴风雪一般，即便造成很多破坏和痛苦，也将会解决因为很多弱点和过分放纵带来的产物，例如过多的负债；且在最终将会把市场基本面（fundamentals）带回到一个更理智合理的水平。这自然会产生一种适应痛苦变化的过程，最终将我们整体变得更加强壮和柔韧，尽管最后将会有新的、与我们所熟识不同的世界秩序和新的世界力量产生。

这一切将会如何发生，答案只能从研究、学习相似的历史案例中来 -- 例如1930-1945年的那段时期，也有大英帝国、荷兰王朝的兴起与衰落，中国不同王朝的兴衰成败等等。

从这些研究当中，我们能够挖掘出“现在我们究竟在经历什么”、“接下来可能会发生什么”这两个问题的理解。这就是我接下来要发表的一系列研究的目的。

我写下这篇文章的时候，COVID-19作为一种全球大流行病正在肆虐，这也是一件我人生中从未经历过、但在历史长河中重演多次的重大事件，这也推动着我不断的去学习和研究历史来真正理解当下正在发生的一切。

03

这样的研究影响了我看待一切事物的方式

This Approach Affects How I See Everything

为了探寻这些普适性的原则，我针对这些事件进行了许多研究。在这个过程中我渐渐解到，大多数事情，例如繁荣时期、萧条时期、战争、

革命、牛市、熊市等，都会随着时间推移反复发生。

这些现象出现的原因基本上是相通的，而且以周期的形式进行反复；更重要的是，它们通常以比我们的寿命更长的周期来进行。这帮助我将大多数经济事件视为上述事件中的“再一次发生”，就像生物学家在野外遇到某个生物时，会识别出该生物属于什么物种（或其中之一），来思考一下如何那种事物起作用，并尝试探寻并使用普适性的进化原则来有效地处理它。

以这种方式看待事件，有助于将我的观点从嘈杂的事件噪音中转移出来，使我能够以超越本次事件之外的角度，来观察其随时间推移的规律变化

。通过这种方式，我对相互关联的事件本身了解得越多，我就越能发现它们之间的相互影响。例如，经济周期与政治周期如何相互作用，以及它们在更长的时间框架内如何相互作用。我还了解到，当我注意细节时，我看不到全局；当我注意全局时，我看不到细节。然而，为了理解这些模式及其背后的因果关系，我需要同时从更高层次，更广阔的视野和更基础的层次，更详细的视角来看待，并考察最重要的市场力量之间的相互关系。在我看来，似乎大多数事物都是随着周期向上发展（随着时间的推移而改善），就像是一个朝上的开瓶器：

04

我要分享的研究，以及研究这个主题的原因

This Study & How I Came to Do It

这份研究并非是我的偶然兴起，而是一环扣一环的研究过程中推演而得出。具体我是如何想到要研究世界格局的变迁和帝国王朝的兴衰、以及它们背后的经济与货币周期演变呢？

研究人类历史中存在的各种货币和信贷周期，使我意识到了【长期债务周期】（通常持续约50至100年）的存在。这使得我开始以与过去截然不同的方式来分析和理解当下发生的情况。例如，在利率触达0%、美联储印发大量钞票并购买金融资产，来应对2008-09年的那场全球金融危机之前，我曾研究过20世纪30年代发生过的类似事情和市场走向，这使得我

们的基金能够平稳度过市场波动而且获利。从那项研究当中，我还看到了这些中央银行的行为如何推高了金融资产价格和振兴了经济表现，作为结果，贫富差距则被拉大，并导致了接下来我们经历的民粹主义和各种社会冲突。现在，我们在市场当中看到了在2009年后时期发挥同样作用的力量。

桥水基金对于各国10年经济增长率的预测[2]

2014

年的时候，
因为我们的投资策略，
我开始预测一些国家的经济增长率。

我们使用类似的方法来研究了许多案例，以期找到经济增长的驱动因素，并提出了一些普适性的指标来预测这些国家在10年内的经济增长率。在此过程中，我对不同国家的经济表现好坏优劣的原因有了更深入的了解。

在将这些指标整合到了量表和公式当中后，我们可以对全球20个最大的经济体进行10年的经济增长估算。除了对我们的投资决策有帮助外，我还认为这项研究可以帮助各经济体中的相关决策者。因为他们如果能够看到这些普适性的因果关系，那么就可以提前知道，如果改变X，将会在未来产生Y效应。我还看到，相对于中国和印度等新兴大国，美国的这些10年经济指标（例如教育质量和负债水平）正在不断恶化。

这份报告可在文末参考资料中获取，名为：“Productivity and Structural Reform: Why Countries Succeed and Fail, and What Should Be Done So Failing Countries Succeed.” [3]

在2016年特朗普当选后不久，随着发达国家民粹主义的日益明显，我开始研究民粹主义的历史。

这对我而言，突显了当下的深刻社会和政治冲突背后的财富差距和价值观分歧，这跟1930年代经济大萧条

时的财富、价值观分歧非常相似。

研究过程中，我还发现了为什么主张改革的（left）民粹主义者和主张保守的（right）民粹主义者，往往更倾向于民族主义、军国主义、贸易保护主义和对抗主义，以及这种做法最终导致的可怕结果。

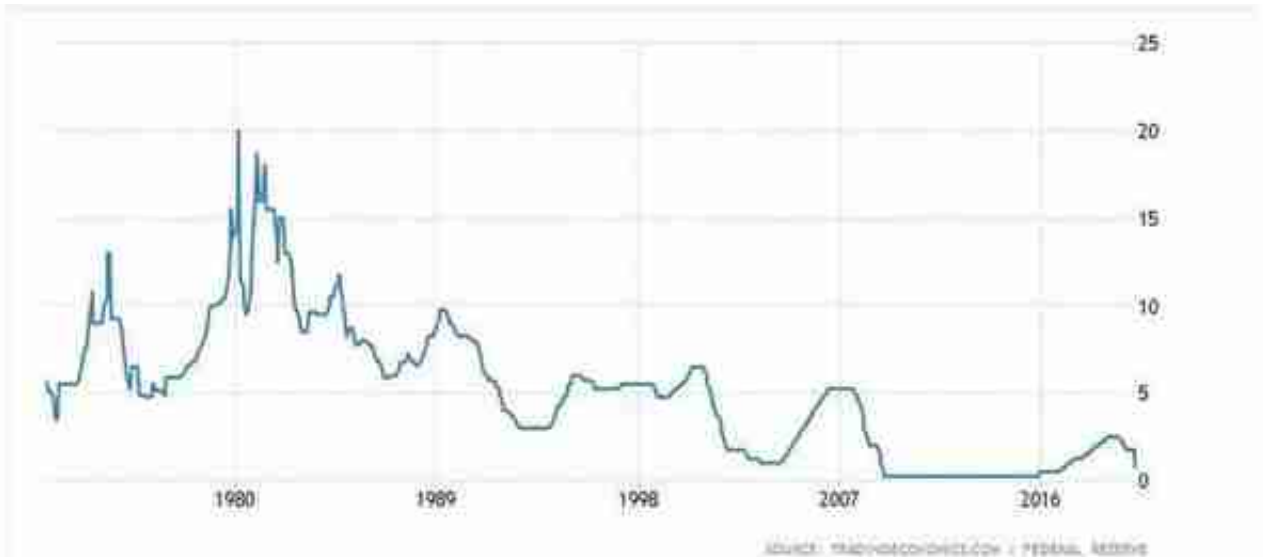
我看到了经济/政治层面改革和保守主张之间的冲突可能变得多么强烈，以及这种冲突对经济，市场，财富和权力的强烈负面影响。这使我对过去和现在正在发生的事件有了更好的了解。

通过进行这些研究以及观察我周围

发生的事情，

我发现美国人们正经历着巨大的经济状况差距；而这些差距，往往被【经济平均水平】的烟雾弹所掩盖。

因此，我将经济水平分为五等份，通过查看收入最高的20%人群，一直到最低的20%人群，然后分别研究这些人群的状况。这促成了两项研究。



美国过去40年的联邦基金利率（federal funds rate），2020年接近历史最低[7]

在当下正常人的一生中，利率都没有低到今天这样的水平，乃至出现了负利率的情况。

在2020年初，超过10万亿美元的债务处于负利率状态，并且为了再融资和满足财务赤字的需求，我们很快将需要发行数量庞大的新债务。

雪上加霜的是，巨额养老金和医疗保险也同时快要到期亟待支付了。这些严酷的情况，对我提出了一些非常重要的问题：

- 自然地，我想知道为什么有人会想持有负利率的债券（购买\$100到期支付\$98），以及在负利率情况下，利率到底可以低到什么程度？
- 我也想知道，如果经济和市场不能被压低，将会发生什么？
- 当下一次经济下滑不可避免、而我们又面临负利率的情况下，央行们将如何发挥他们应有的刺激经济的作用？
- 中央银行会发行更多的货币，导致其价值下降吗？

- 如果在如此低的利率下债务所用的结算货币贬值会发生什么？
- 这些问题使我进一步问自己，如果投资者逃离以世界常见储备货币（即美元，欧元和日元）结算的债券，那么央行将采取什么措施应对？这是央行们必须要认真对待的问题，考虑到用来偿还债券的货币发生贬值、同时支付利息的债券还处于负利率的情况同时发生。

加入一点背景知识，储备货币（reserve currency）是全世界公认的交易和储蓄货币。能够印制世界主要货币的国家（现在是美国）享有特权且处于非常强大的地位，而以世界储备货币计价的债务（即以美元计价的债务）是实现世界资本市场平稳运转、经济稳定发展这一目标的最基本构成要素。

在过去的历史当中，基本上所有的“世界储备货币”的地位最终都不可避免的被终结了；而对于享有这种特殊特权（印发“世界储备货币”）的国家而言，这种终结往往会导致非常糟糕的结局。

因此我也开始怀疑和思考，

美元会否、何时、为什么会在成为世界领先的储备货币的过程中走向下降和终结，以及这将如何改变当下的世界格局与经济形势。

2) 国内财富和权力周期 THE DOMESTIC WEALTH AND POWER CYCLE

05

记住，我所不知道的比我所知道的要重要得多

Remember That What I Don't Know Is Much Greater Than What I Know

在研究这些问题的时候，我感觉自己像是一只试图理解宇宙的蚂蚁。

我的问题比答案多得多，而且我知道我正在深入研究一些别毕其一生尝试究其道理的领域。因此，我积极而谦卑地吸取了一些杰出的学者和从业者的知识，他们每个人都对这个难题的某些方面有深入的了解，尽管没有人具有我需要的全面理解和才能，去充分回答我的所有问题。为了了解这些周期背后的所有因果关系，我把以下三者结合了起来：

- 历史学家（他们专门研究复杂历史的不同部分）

- 决策者（既具有实践经验又具有历史观点）
- 统计数据
（由我们出色的研究团队通过阅读古代和当代书记和档案提取而来）

虽然我学到了很多可以充分利用的知识，但我认识到，为了是我自己对未来的发展和前景充满信心（足够到可以投资未来），目前我所知道的只是我应该知道的一小部分。不过，我也从经验中知道，如果我等到学到足以对自己的知识感到满意的程度，我将永远无法使用或传达我所学到的知识。

因此，请读者理解，这项研究是以一种自上而下的（top-down）、从全局出发（big-picture）的视角，为你提供我过去的研究成果和对未来充满不确定性的预测（very low-confidence outlook for the future）。你应该将这里的结论作为【理论】而非【事实】。也请记住，尽管采取了如此多的假设和审慎角度，我仍然犯了非常非常多的错误，这也是为什么我在投资中最重视资产的多元化。因此，每当我向你提供我的想法时，就像我在本研究中所做的那样，请意识到我正在尽我所能，将自己的想法公开地传达给你。

你可以自行评估我的研究所得的价值与对错，并用这些知识去做你感兴趣的事情。