

沈南鹏对话达利欧： “滞胀”当前，投资机会在哪里

编者按：

6月23日晚，中信出版集团邀请桥水基金创始人达利欧与红杉全球执行合伙人沈南鹏，以“探索大时代下的未知与可期”为主题展开对话，涉及历史周期、投资趋势、中国情况等多方面观点。

本文是对达利欧与沈南鹏对话内容的摘编。

■ 文 / 达利欧 沈南鹏

全球贫富差距达到最大值

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幻的经济周期，并讨论了我们应当如何对待当前的形势。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3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票来将债务货币化；

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：你刚刚讲到全球贫富差距的扩大，从历史角度看，当前的形势有多严峻？

达利欧：当前的全球贫富差距达到了自1930-1945年以来的最大值。从比例来看，前10%的人拥有的财富大致相当于余下90%的人的财富。

巨大的贫富差距也导致了机会差距，富人不仅自己的机会多，而且他们的子女也会受益更多，这就为民粹主义提供了基础。

传统上，为国民而战的这种民粹主义者，是在巨大的贫富差距和价值观鸿沟的背景下出现的，这就是我们所见的情况，这种情况很典型。

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加激烈时，就会出现经济战争激化的情



如果想有效地适应环境，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。



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。

例如，二战前夕，美国冻结了日本的资产，并限制日本的石油进口。日本遭受的这种经济痛苦导致其轰炸珍珠港。

因为并不存在国际法庭来解决这些冲突导致的分歧，所以经济战争很有可能导致军事战争再次出现，战后世界主导国设定规则，新的循环开始。

这个模式贯穿整个历史。

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今天经济制裁将导致什么样的后果。

“滞胀”当前，钱该往哪里投？

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。

当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，又或者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。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。

因此很重要的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：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3个因素，这也许与我一开始提到的3件事有关：

第一，这个国家是否财政稳定，即收入多于支出及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。

中国的投资机会在哪里

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吸取教训。这其中和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上决定我们的业绩，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 and 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10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5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，这也让竞争变得更加激烈了。

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。

沈南鹏：你曾多次来中国。20年前，你对中国的印象是什么？上次你来中国似乎是在3年前？

达利欧：1984年，我受到中国国际信托投资公司的邀请来到中国讲金融市场。

那时的中国与现在完全不同。当时中国国际信托投资公司是唯一一家与外界打交道的“窗口公司”。

街上没有汽车，人们骑自行车，大多数人住在胡同里，状况很落后。但中国人总是很聪明，有着不像发展中国家民众的心态，有很大的潜力。

现在，无论在人工智能还是云计算方面，中国都有长足的发展，中国还拥有世界上第二大股票市场。

自我首次来中国以来，中国的人均收入提高了26倍，人均寿命提高了10年，贫困率从88%降到了1%以下。我和你们一样看到全国范围内的蓬勃发展。

中国现在在各方面都是一个可观的大国。我不仅目睹了这一点，还在一段时间里亲身经历中国的进化。我认为这是有史以来发生过的最大规模的经济进化，14亿人的生活发生了巨变。

但我认为有些遗憾的是，没有目睹这一切的年轻人，也许尚未能完全领悟这场巨变的意义，中国为实现这一切付出了很多努力。这就是我看到的**情况**。**[E]**

（作者达利欧为桥水基金创始人、畅销书《原则》系列作者；沈南鹏为红杉全球执行合伙人、红杉中国创始及执行合伙人）