

经济运转原理 By Ray Dalio

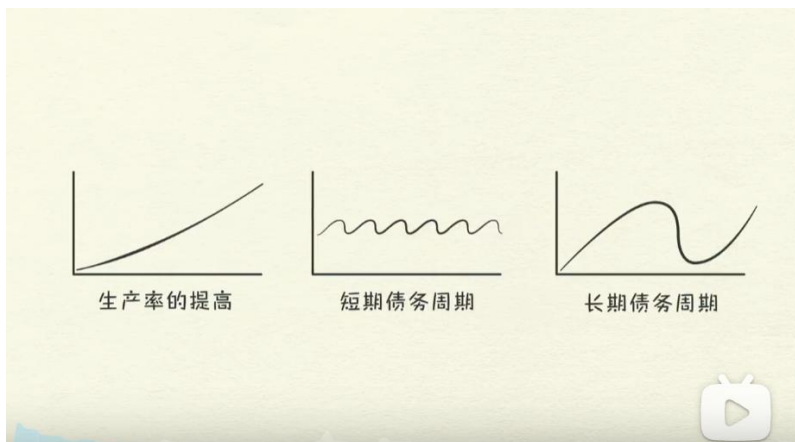


P1: 概述

经济就像一部简单的机器那样运行,本课程分享简单、适用的经济分析模式,虽然不符合常规传统经济学,但帮作者预测和躲避全球金融危机,30年来一直受益。

P2: 经济构成及其动力和组合

- 1、经济看上去复杂,其实以简单的方式运行:
- 2、经济 = 几个零部件 + 无数次重复简单交易(人天性驱动)
- 3、形成3股主要经济动力:
 - (1) 生产率提高
 - (2) 短期债务周期
 - (2) 长期债务周期



4、上述3股动力,通过将其组合,可得出良好模型,便于跟踪经济走势,并理解当前正在发生的事。

P2.1: 交易

1、交易，经济是无数交易的总和，交易无时无刻都在发生。

2、交易（经济机器最基本零件）：买方使用货币、信用——与卖方交换商品、服务、金融资产。

货币 + 信用 = 支出总额（经济的驱动力）

支出总额 / 销量 = 价格

交易 → 造成经济周期和经济动力

P2.2: 市场

市场由买卖同一种商品的所有买方和卖方组成（小麦市场、股票市场等），经济由所有市场内的全部交易构成。

个人、企业、银行、政府都以上述形式从事交易，用货币及信用交换商品、服务、金融资产。

政府是最大的买方、卖方，政府由 2 个组成部分：

(1) 中央政府：收税、花钱。

(2) 中央银行：控制经济的货币与信贷数量（影响利率和发行货币来实行控制）。

P2.3: 信贷

1、信贷：经济中最重要的组成部分。（经济中最大、最变化莫测）

2、贷款人及借款人与市场中买方及卖方一样，贷款人希望钱生出更多钱，借款人想购买当前无法负担的某种东西（房子、汽车、投资、创办企业）。

3、借款人保证偿还本金以及利息，利率高时，贷款减少（贷款变得昂贵），利率低时，贷款增加（贷款便宜）；借贷双方互相信任，信贷产生。

4、信贷产生 → 形成债务，债务即贷款人的资产，借款人的负债。

5、借款人获得信贷 → 借款人增加支出 → 收款人产生收入

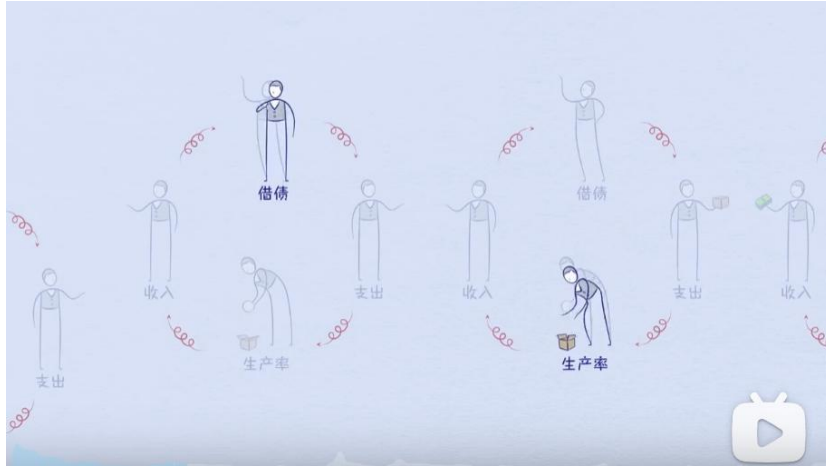
6、收入增加 → 信用度提高 → 贷款人愿意借钱

7、信用良好的借款人具备 2 个条件：

(1) 偿还能力：收入债务比率高，具备偿还能力；

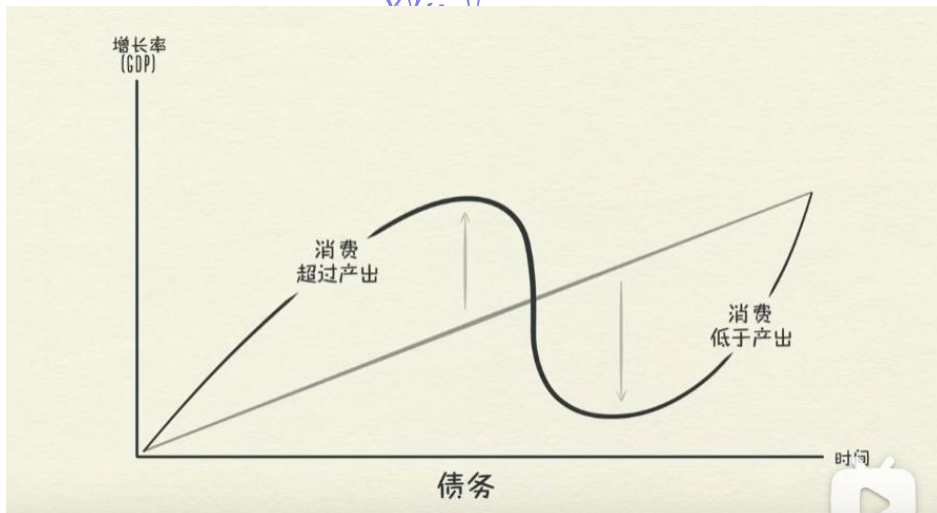
(2) 抵押物：无法偿还，可用有价值可出售资产作为抵押物，贷款人放心借款。

8、收入增加 → 借贷增加 → 支出增加 → 收入增加（一个人支出为另一个人收入） → 借贷增加（循环），自我驱动模式导致经济增长，产生经济周期。



P2.4: 生产率及信贷产生的经济效应

- 1、知识随时间逐渐增多，知识的积累提高生活水平，成为生产率的提高。
- 2、善于创新勤奋的人比自满懒惰的人更快提高生产率和生产水平。
- 3、生产率在短期内不一定体现，生产率在长期内最关键，信贷在短期内最重要。
- 4、生产率的提高不会剧烈波动，不是经济起伏的重要动力，债务是这种动力，通过借债让消费超过产出，还债时不得不过消费低于产出。



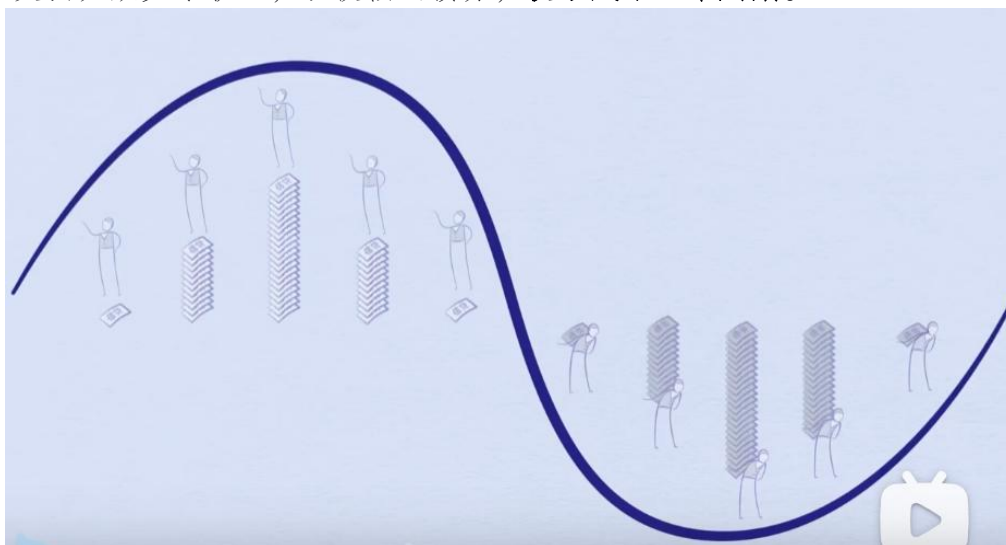
- 5、债务量波动两大周期：
 - (1) 一个周期大约持续 5-8 年；
 - (2) 另一个周期大约持续 75-100 年。
- 6、大部分人能感受波动，由于离波动太近，每天每周身临其境，通常并不认为这是周期。
- 7、经济的上下起伏不是取决于人们多善于创新及勤奋工作，而是看信贷的

总量。

8、无信贷的经济运行：**增加支出的唯一办法是增加收入**，因此需**提高生产率和工作量**，提高生产率为经济增长的唯一途径。

9、**我的支出为另一人的收入**，我获得另一个人提高生产率的支出，我的收入增加，支出增加，经济增长，将各种交易加以总结，得到类似生产率增长轨迹的渐近线。

10、由于借债，产生了周期，借债是提前消费，购买现在买不起的东西，支出超过收入，实质上是向未来的自己借钱，为自己的未来设定了一个时间，支出必须少于收入，以便偿还债务，**便形成了一个周期**。



11、借钱即制造了一个周期，对于个人如此，对于整个经济运行也是这样。

12、信贷触发了一系列机械、可以预料的将在未来发生的事件。

13、这是信贷和货币的不同之处，例如：完成交易需使用货币，你在酒吧现金买一瓶啤酒时，交易立即完成；你用信用来买一瓶啤酒，比如赊账，相当于承诺今后为这瓶啤酒付钱，你和酒吧一起创造了一笔资产和负债，凭空制造出了信贷，今后清偿这笔赊账，上述资产负债才会消失，债务还清，交易了结。

14、没有信贷的经济运行中，增加支出唯一办法是增加生产，**有信贷的经济运行中，可以通过借债来增加支出**。

15、有信贷的经济运行能增加支出，收入增长速度短期内超过生产力的增长，长期却并非如此，导致周期性变化。

16、信贷如果造成超过偿还能力的过度消费，为不良信贷；但信贷如果高效率分配资源和产生收入，让你能偿还债务，为良好信贷。

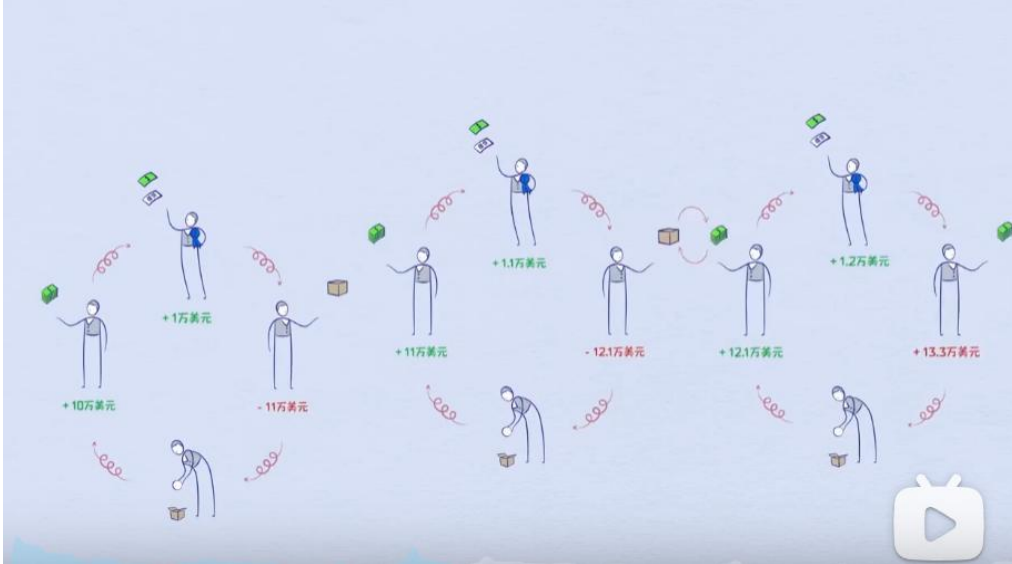
P2.5: 短期债务周期

1、借债形成周期，周期会上升、也会下降。

2、随着经济活动增加，出现“扩张”（短期债务周期第一阶段），借债增加，

支出继续增加，价格开始上涨（原因：导致支出增加的是信贷，信贷可即刻凭空产生）。

3、若支出和收入的增长速度超过所出售的商品的生产速度（供不应求），价格就会上涨，价格上涨即**通货膨胀**。



4、央行不希望通货膨胀过高，看到价格上涨时：

央行提高利率 → 有能力借钱的人减少，现有债务成本上升 → 借债减少、还款额度增长 → 支出的资金减少、支出速度放慢。

一个人的支出为另一个人的收入，往复循环，人们的收入下降。

5、支出减少，价格下跌，产生通货紧缩。

6、经济活动减少，经济进入衰退，若衰退严重、且通货膨胀不再成为问题，**央行降低利率，使经济活动重新加速。**

7、利率降低、偿债成本下降，出现另一次经济扩张。

8、短期债务周期中，限制支出的唯一因素，是贷款人和借款人的贷款和借款意愿：如果信贷易于获得、经济就会扩张；如果信贷不易获得，经济就会衰退。这个周期主要由央行控制，短期债务周期通常持续 5-8 年，在几十年里不断重复，但在每个周期的低谷和高峰后，经济增长和债务都超过前一个周期。

原因：人促成，人具有借更多钱和花更多钱的倾向，而不喜欢偿还债务。



P2.6: 长期债务周期

1、上述所提，几十年重复，每个短期周期低谷和高峰后，经济增长和债务都超过前一个周期，因此在长期内，债务增加的速度超过收入，从而形成长期债务周期。

2、人们债务增加，但贷款人会提供更宽松的信贷条件。(原因：大家认为形势一片大好，仅注意最近出现的情况，最近收入一直在增加，资产价值不断上升，股票市场欣欣向荣，现在是繁荣时期；用借来的钱购买商品、服务、金融资产很划算)

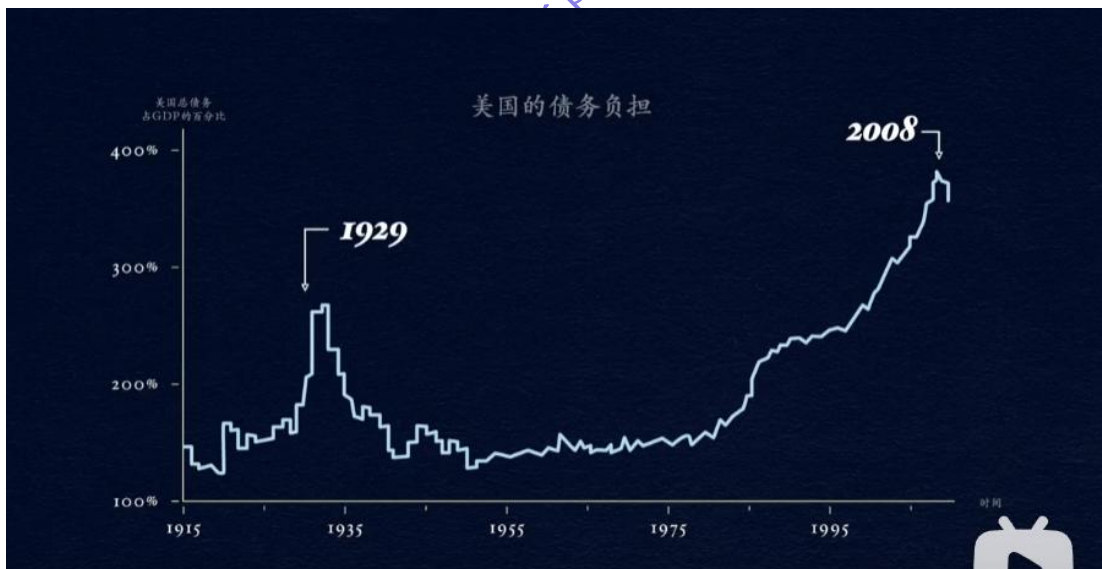
3、人们过度借贷消费时，泡沫便产生，尽管债务一直增加，收入也以相近的速度增加，从而抵消了债务。

4、 $\text{债务负担} = \text{债务} / \text{收入}$ ，收入继续上升，债务负担就可以承受，与此同时，资产价值迅猛上升，人们大量借钱购买资产，投资促使资产价格日益升高，因此尽管积累大量债务，收入和资产价格不断上升，帮助借贷人在长期内保持良好的信用度。



5、几十年来，债务负担缓慢增加，使偿贷成本越来越高，到了一定时候，偿贷成本增加加速度超过收入，迫使人们削减支出，相应的另一个人收入下降(一个人支出为另一个人收入)，人们信用降低，借贷减少，偿贷成本继续增加，周期开始逆转，到达长期债务顶端，债务过重。

6、美国、欧洲，世界很多地区 2008 年发生这一情况；日本 1989 年和美国 1929 年因同样原因发生这一情况。



P2.7: 去杠杆化

1、经济进去去杠杆化时期，人们削减支出，收入下降，信贷消失，资产价格下降，股票市场暴跌，银行发生挤兑，社会紧张加剧，收入下降及偿贷成本增加，借款人变得拮据，随着信用消失，信贷枯竭，借款人无法借到足够钱偿还债务，借款人开始出售资产，出售热潮使市场充斥待售资产，股票暴跌，不动产市场一蹶不振，银行陷入困境，资产价格下跌，借款人提供抵押物价格下降，进一步降低借款人信用，信贷迅速消失。

2、削减支出 → 收入减少 → 财富减少 → 信贷减少 → 借贷减少，恶性循环。与衰退相似，**但无法通过降低利率挽回局面。**（去杠杆化中，利率已接近 0）

3、美国利率在 1930 年代及 2008 年利率都下降至 0。

4、衰退与去杠杆化区别，在去杠杆化过程中，借款人债务负担**变得过重**，**无法通过降低利率来减轻**；贷款人意识到债务过度庞大，根本无法足额偿还，借款人失去偿债能力，抵押物失去价值，**贷款人受到债务极大伤害**，**不想再介入过多债务**，**贷款人停止放贷**，**借款人停止借贷**，**整个经济体也失去信用度。**

5、如何应对去杠杆化？问题在于债务负担过重，可采取四种办法：

(1) 个人、企业及政府削减支出：借款人不再借入新债务，并开始减少旧债务的时候，支出减少，收入下降（一个人支出是另一个人收入），收入下降速度超过还债速度，债务负担实际更为沉重，导致**通货紧缩**，企业开始削减成本，工作机会减少，失业率上升。

(2) 通过债务违约和重组来减少债务：借款人的债务是贷款人的资产，借款人无法偿还银行贷款，人们会担心银行无法返还存款，因此纷纷从银行取出存款，银行受到挤兑，个人、企业和银行出现**债务违约**，这种严重的经济收缩就是**萧条**，人们发现原来属于自己的财富中，**一部分实际不存在（存在债务违约）**。贷款人不希望自己资产消失，同意**债务重组**，意味着贷款人得到的还款减少或偿还期延长或利率低于当初商定水平，**合约被破坏**，**债务被减少**。债务重组使债务消失，但它导致收入和资产价值已更快的速度消失，**债务负担日趋严重**，同样导致**通货紧缩**。

(3) 财富再分配，由富人转给穷人：上述均对中央政府产生影响，收入降低、失业增加，政府**税收减少**，同时**失业率上升**，**中央政府需要增加支出**，**失业者储蓄不足需要政府的财务支柱**；另外政府制定刺激计划和增加支出来弥补经济活动的减少，政府的**预算赤字飙升**（政府支出超过税收），政府必须**加税、举债**来填补赤字，但收入下降和很多人失业的时候应该向谁融资？**富人！**增加对富人的**增税**，帮助经济中的**财富再分配**，由富人转给穷人。穷人（困苦）、富人（承受经济疲弱、资产贬值、增税压力）互相怨恨，**萧条继续**，**会爆发社会动荡**，**国家内部及国家之间也会（债务国、债权国）**，可能导致**政治变革**（1930 年代希特勒掌权、欧洲爆发战争，美国大萧条）。

(4) 央行发行更多货币：急需采取行动结束萧条。人们心目中的货币大多数是**信贷**，**信贷消失**，人们的钱会不够花，人们迫切需要钱，**而央行可以发行货币**，央行已将利率降低为 0，现不得不发行更多货币，引起**通货膨胀、刺激经济**，**中央银行发行货币**，并用这些货币来**购买资产和政府债券**（美国 2008 年，中央

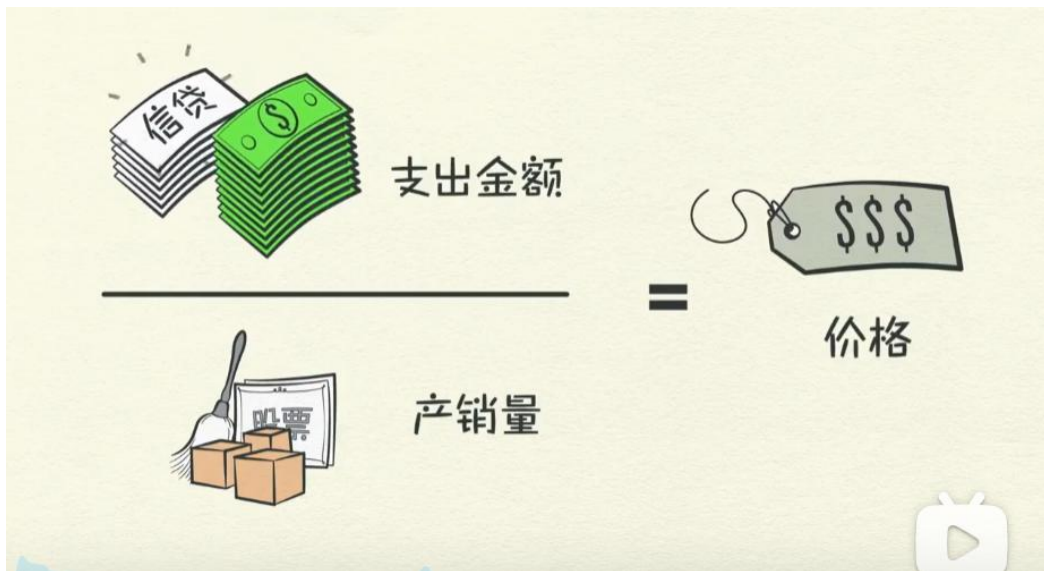
银行及联邦储备委员会增加发行 2 万多亿美元)；购买金融资产帮助推升资产价格，提高了人们信用，但仅有助于拥有资产的人。同时央行购买政府债券，借钱给政府，使政府运行赤字预算，政府通过刺激计划和失业救济金，来增加购买商品和服务的支出，增加了人们的收入，也增加了政府的债务，可以降低经济中的总债务负担。

决策者需要平衡考虑降低债务的四种办法，必须平衡兼顾通货紧缩的办法和通货膨胀的办法以便保持稳定，取成适当的平衡，可以带来和谐的去杠杆化。

7、和谐去杠杆化过程中，债务收入比率下降，经济开始正增长。

8、发行货币是否加剧通货膨胀？若增发的货币抵消信贷的降幅就不会引发通货膨胀。

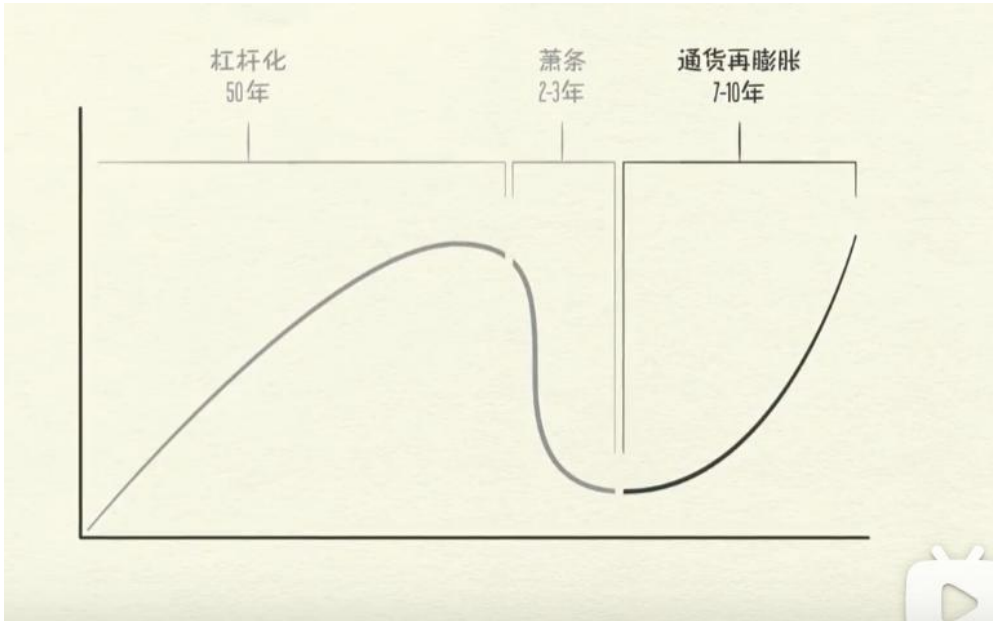
9、支出无论支付的是货币还是信用，对价格影响一样，央行通过增加货币发行量弥补消失的信贷。



10、央行不仅需推动收入增加，而且需要让收入增加值超过所积累债务的利率，收入要比债务增长快。

11、收入上升，借款人信用度提高，贷款人开始恢复贷款，债务负担开始下降，人们借到钱，开始增加消费，经济恢复增长，长期债务周期进入通货再膨胀阶段。

12、为使债务负担下降和经济活动恢复正常，大约需要 10 年或更长时间，因此有失去的 10 年这种说法。



P3: 总结

1、综上所述，经济比这个模式要复杂一点，但把短期债务周期、长期债务周期和生产率增长轨迹结合起来分析，会得到一个不错的模式，可以看清过去和当前的处境、以及未来可能的发展方向。

2、3 条经验法则：

- (1) 不要让债务的增长速度超过收入：债务负担会把你压垮
- (2) 不要让收入增加速度超过生产率：最终将使你失去竞争力
- (3) 尽一切努力提高生产力：在长期起最关键作用

