

达利欧的国家债务认知错在哪里？

- 理解债务问题有三个思维层次。第一层微观思维层次，认识到一个微观经济主体债务可持续的前提条件是，该主体的现金流能够在任何时点上覆盖其债务的本息支出。第二层宏观思维层次，认识到对一个国家而言，债务的真正约束在国家的生产能力——产能过剩、内需不足的国家债务可持续，而产能不足、内需过剩的国家债务不可持续。美国作为国际储备货币的发行国，其债务约束甚至不在美国的供给能力，而在于“美元霸权”。这是理解债务的第三层次思维，即国际货币体系的思维。
- 瑞·达利欧是世界最大对冲基金桥水基金的创始人，世界著名投资家。他对债务问题的核心观点是：一个经济体，不管是企业还是国家，只要过度积累了债务，就会碰到债务危机的麻烦。而为了降低爆发债务危机的风险，需要通过“去杠杆”措施来压缩债务规模。达利欧在分析宏观经济问题的方法论上犯了两个严重错误：（1）他错误地用微观思维来分析宏观问题，因而让其对国家债务的分析始终停留在第一层微观思维中；（2）他错误地将宏观经济看成了一台机器，因而没能看到不同宏观经济状况下，宏观运行逻辑的差异。达利欧方法论上的错误衍生出了他对国家债务的诸多错误认知。
- 在分析宏观经济时，达利欧所犯的错误很有代表性，是许多人都不知不觉会落入的陷阱。尽管每个人都生活在宏观经济中，但宏观经济运行的逻辑对许多人而言其实是陌生的，甚至怪异的东西。理解宏观经济的第一步是认识到自己对宏观经济的无知。而要克服无知，得靠学习。未能认识到自己对宏观经济的无知，未经反思地“想当然”，是很多人分析宏观经济时会犯的错误。宏观经济分析要少谈直觉、多讲逻辑，慎谈常识、多讲学识，如此方能在包括国家债务等宏观问题上避开陷阱，把握真相，做出正确判断。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

1949年8月出生的瑞·达利欧（Ray Dalio）是世界最大对冲基金桥水基金（Bridgewater）的创始人，世界著名投资家。达利欧著述颇丰，出版了多本畅销书。2018年，达利欧《原则》一书的中文版出版【1】，并登上了2018年豆瓣年度商业经管类图书榜的榜首【2】。达利欧始终关心债务问题，对债务过度积累后爆发债务危机的风险高度关注。2019年，达利欧出版了《债务危机：我的应对原则》中文版【3】。2025年，达利欧最新著作《国家为什么会破产：大周期》的中文版出版【4】。

达利欧认为一个经济体，不管是企业还是国家，只要过度积累了债务，就会碰到债务危机的麻烦。而为了降低爆发债务危机的风险，需要通过“去杠杆”措施来压缩债务规模。在《国家为什么会破产》一书中，达利欧说：“可持续与不可持续债务周期的区别在于，债务是否创造了足够的收入来支付偿债费用。”（第47页）。在这本书中达利欧还说：“债务本质上是一种支付货币的承诺。当承诺总额超过可兑付资金时，债务危机就会爆发。此时，中央银行将被迫在以下选项间做抉择：（a）大量印钞导致货币贬值，或者（b）停止印钞引发大规模债务违约危机。历史证明央行最终必然选择前者——印钞并承担贬值后果，但无论是违约还是贬值，过度债务积累终将导致债务资产（如债券）价值减损。”（第11页）

达利欧对国家债务的认知虽然符合人们的直觉，有不少的赞同者，但其实似是而非。达利欧的问题不仅仅在于得出了一些有关国家债务问题的偏误结论，更在于宏观经济分析的方法论误用——他不恰当地用微观思维来思考宏观经济问题，因而从错误的方法论中得到了错误的结论。下面我们通过分析债务问题的分析来揭示达利欧的方法论错误之处。

一、分析债务问题的三个思维层次

可以在三个层次上理解债务问题，即微观思维层次、宏观思维层次和国际货币体系的思维层次。

先来讲理解债务的第一个层次思维，即微观思维层次。这是人们在思考微观经济主体（个人或企业）的债务时很容易想到的逻辑，很符合人们的直觉。一个微观经济主体债务可持续的前提条件是，该主体的现金流能够在任何时点覆盖其债务的本息支出。如果覆盖不了，该经济主体就会债务违约、爆发债务危机。站在这个层次来思考问题，达利欧所说的“债务是否创造了足够的收入来支付偿债费用”确实是债务是否可持续的关键判别标准。

再来讲理解债务的第二个层次思维，即宏观思维层次。当我们将分析对象转向宏观经济主体（国家）的债务问题时，微观思维不再适用。这是因为在宏观层面，必须要考虑很多分析微观经济主体时不会考虑的经济运行机制。下面将会论述，一个国家的债务约束并不在现金流而在于该国的生产能力——一个国家只要其生产能力大于其国内需求（该国处在内需不足的状态），其债务就是可持续的。

国家的债务由居民、企业和政府三大部门各自的债务加总而来。在这三大部门中，政府是国家在债务危机前的最后一道防线。如果居民部门和企业部门累积了过多的债务而难以偿付，政府可以通过政策来加以救助，从而阻止债务危机的爆发。但如果政府难以偿付债务，则债务危机就难以避免。因此，一国的债务是否可持续，关键在于该国政府的债务是否可持续。

微观经济主体（个人和企业）的现金流很大程度上外生给定，但国家政府的现金流是内生的。个人和企业不是想要多少现金流就能有多少现金流。外生给定的现金流是微观主体债务的硬约束。但国家政府不一样。政府拥有本国货币的货币发行权，理论上来说，本币现金流想要多少就可以印多少。换言之，国家政府的本币现金流是内生的，受政府控制。政府总是可以通过印钞票来偿还其本币债务，不至于走到债务违约那一步。

讲到这里可能有人就要嘀咕了，如果国家政府可以通过印钞票来解决债务问题，那世界上就不会有身陷债务危机的国家了。但在2011年，欧元区就爆发了“欧债危机”，区内希腊、意大利、西班牙等几个国家的国债违约风险大幅上升，国债价格显著跳水。不过，“欧债危机”爆发的重要原因是，欧元区的成立剥夺了区内各个国家的货币发行权。正是因为希腊等国的印钞机被欧央行给收走了，所以他们才没有办法发行本币来偿还本国国债。但即使那些拥有货币发行权的主权国家政府，也并不一定可以依靠发行货币来解决本国的债务问题。1997年爆发于泰国、马来西亚等亚洲国家的“亚洲金融危机”就是一个例子。

政府是否可以通过印钞票来解决债务问题，关键要看增发货币是否会导致宏观经济失稳，从而反过来对货币发行构成约束。一个国家如果处在内需过剩、产能不足（国内生产能力小于其国内需求）的状态，增发货币会增加国内的名义购买力，进一步推升国内需求，带来更强的需求拉动型通胀压力。国内如果不能接受通胀上行，则必须增加进口，从别国输入产品来弥补国内供给的不足。而这势必会带来更大的贸易赤字以及随之而来的更快外债累积。外债必须要用国际硬通货（主要是美元）来计价和偿付。除了美国之外，其他国家没有办法发行美元。当一个国家政府外债太多且手中的美元储备又不够的时候，该国就会爆发国际收支危机，也即外债危机。

因此，一个内需过剩的国家，增发货币要么会导致通胀上行，要么会引发国际收支危机，都会威胁宏观经济的稳定。在这样的国家中，政府没法用增发本币的方式来偿还本币债务。此时，国内债务规模越大，爆发债务危机的风险就越大。

但如果一个国家身处内需不足、产能过剩的状态，就完全可以避免债务危机的爆发。第一，一个内需不足的国家会长年有贸易顺差，并积累对外国的债权，因而不会有外债的问题。第二，内需不足时，增发货币并不会带来过高的通胀数字（反而有助于缓解通缩压力），不会引起宏观经济失稳，政府因而可以通过发行本币来偿还国内的本币债务。这是前些年一度流行的“现代货币理论”（MMT）所描述的状态【5】。所以，在内需不足的经济体中，内债规模与债务危机之间没有必然的联系。只要国内政府妥善应对，内债规模就算高一些，也不会爆发债务危机。有些人会不严格地说“内债不是债”，讲的其实就是这个道理。

所以，国家的债务约束在其生产能力——这是理解债务的第二层思维，即宏观思维的核心结论。生产能力过剩（内需不足）的国家，既不存在外债问题，也有能力解决本币债务的偿付压力，自然不会爆发债务危机。但反过来，一个生产能力不足（内需过剩）的国家，如果债务规模过高，就难以避免债务危机的爆发。

前文虽然论述了内需不足的经济体可以通过增发本币来偿还本币债务的逻辑，还是有必要再多说几句，以便从直觉上让那些将信将疑者相信，内需不足的情况下，国内债务不管规模有多大，都完全可以持续。首先必须要明白，债务是将储蓄导向投资的一条通道，债务是储蓄的需求，而储蓄是债务的供给。要判断债务是不是太多了，不能光看债务自身的规模是多少，而必须要把储蓄和债务对比着看：如果国内储蓄规模小于国内债务规模，债务再少也过量了；但如果国内储蓄规模高于国内债务规模，债务再多也不足。

在2025年1月16日发表的《中国经济的逻辑与出路》一文中，笔者阐述过：“有效需求不足归根结底是个收入分配问题，产生于收入分配结构所导致的购买力和支出欲望的错配——有购买力的经济主体缺乏支出欲望，有支出欲望的经济主体缺乏购买力。”【6】经济处于内需不足状态这个事实说明，即使考虑到经济中已有的债务带来的对储蓄的需求，储蓄仍然过多，因而导致经济中的总购买力没能充分转化成为需求。此时，国内增发货币无非是将过剩的储蓄运用起来，反而有利于宏观经济的稳定。这是内需不足的国家可以避免债务危机爆发的关键原因。

最后再来讲理解债务的第三个层次思维，即国际货币体系的思维层次。上述的宏观思维层次可以帮助我们理解世界各国的债务问题，但美国除外。美国是美元这种当前最主要国际储备货币的发行国，因而可以用本币来借外债。美国的债务约束甚至不在美国的供给能力，而在于“美元霸权”。

前面分析过，一国如果内需过剩，同时又不希望出现通胀，就必须通过贸易逆差从别国进口商品来弥补国内供给的不足。而贸易逆差会让外债累积，最终导致国际收支危机。国际收支危机的存在，使得外债成为一个国家的紧约束。但这一约束对美国来说并不存在。美国用其本币美元借外债，因而可以用增发美元的形式来偿还其外债。因此，尽管美国的国债规模已经上升至较高水平，且长期有大规模贸易逆差，它爆发债务危机的风险仍然极低。只要美元仍然被世界各国接受为国际储备货币，世界各国仍然愿意持有美元，美国的债务就可持续。

相应地，只有威胁到“美元霸权”的事情才会给美国带来债务风险。正如笔者在2025年5月8日的《深度理解美国关税战的逻辑和影响》一文中所分析的那样，美国的产业空心化，以及美国今年推出的“对等关税”政策，是给“美元霸权”带来威胁，进而给美国带来债务风险的长期和短期因素。【7】

二、达利欧错在哪里？

有了分析债务问题的三个层次思维的准备，现在可以回过头来看看达利欧错在了哪里。达利欧在分析宏观经济问题的方法论上犯了两个严重错误：（1）他错误地用微观思维来分析宏观问题，因而让其国家债务分析始终停留在第一层微观思维中；（2）他错误地将宏观经济想象成一台机器，因而没能看到不同宏观经济状况下，宏观运行逻辑的差异。达利欧方法论上的错误衍生出了他对国家债务的诸多错误认知。

达利欧分析国家债务的核心逻辑是，国家积累的债务太多了就要爆发债务危机。而他对债务是否太多的判断标准是，债务所创造的收益是否能够覆盖债务的成本。这是债务分析的微观思维，对个人和企业的这样微观经济主体适用。这种逻辑固然符合人们的直觉，却不能盲目套用到国家债务的分析之上。宏观经济的运行有时是反直觉、反常识的——宏观经济处在需求不足、产能过剩时尤其如此。正如前文所分析的，对美国之外的其他国家，供给能力方才是一个国家债务的真正约束，而美国的债务约束则在于“美元霸权”。《国家为什么会破产》这本书中洋洋洒洒 36 万字的篇幅，却没有点出这两个国家债务的真正约束，反映了达利欧因方法论错误而受局限的视野。

当然，达利欧作为宏观对冲基金的创始人，其书中还是包含着对诸多宏观现象的分析。比如，在《国家为什么会破产》这本书中，他就讲到了中央银行可对债务进行的干预，并还探讨了银行、信贷、利率乃至地缘政治对债务周期的影响。但达利欧对这些宏观问题的分析都是在微观思维框架中进行的，是披着宏观分析外衣的微观分析。

达利欧第二个方法论上的错误，是将宏观经济理解成一台机器。这个错误其实和他的第一个错误在一定程度上是同源的——正因为达利欧不认为宏观经济和微观机器有什么本质差别，所以他才会用微观思维来分析宏观问题。早在 2008 年，达利欧曾撰写过一篇在互联网上流传甚广的报告，题为《经济机器是怎样工作的》（How the Economic Machine Works）【8】。这篇报告的第一句话就是“宏观经济就像一台机器”（The economy is like a machine）。2025 年的《国家为什么会破产》这本书的第 1 章第 1 节，也以《机器的运作原理》为题。

将宏观经济看成机器的机械论研究方法，是早已被证伪，并且已经为经济学家们抛弃了半个多世纪的方法论。宏观经济不是一台机器！如果你一定要将其看作一台机器，宏观经济也会是一台非常奇怪的机器——这台机器的内部结构和运行参数会因为操作这台机器之方式的改变而改变。想象一辆奇怪的汽车，在驾驶员不怎么踩油门的时候，偶尔踩油门时车会加速。但当驾驶员总踩油门加速之后，再踩油门汽车就不加速了，甚至还会在踩油门的时候减速（油门居然变成了刹车）。这辆奇怪的汽车就是宏观经济。这不是靠对汽车的常理能完全理解的。

宏观经济之所以是一台奇怪的机器，是因为这台“机器”由活生生的，对未来有预期，会因预期改变而改变其行为的人所组成的。预期一旦改变，人的行为就相应改变，因而导致“机器”的结构随之变化。这方面的一个著名例子是“菲利普斯曲线”的消失。1958 年，新西兰经济学家菲利普斯首次在英国经济数据中发现了通货膨胀率和失业率之间的负相关关系。这一关系因而被命名为“菲利普斯曲线”。后来，经济学家又在其他西方发达国家的经济数据中发现了这一关系，因而逐渐将这一关系当成一条宏观经济运行的“铁律”而接受了下来。但进入 20 世纪 70 年代之后，当西方国家政府越来越多地利用菲利普斯曲线来调控宏观经济，试图通过推高通胀来压低失业率的时候，菲利普斯曲线就消失了，西方国家随之落入了高通胀率和高失业率并存的“滞胀”（stagflation）状态。

后来经济学家们通过研究发现，在 20 世纪 50 至 60 年代，菲利普斯曲线之所以存在，是因为当时的民众保有低通胀的预期。在这段时间里，通胀上行会被民众视为经济向好的信号，因而会促使企业更多雇佣劳动力，从而压低失业率。但当政府开始积极运用菲利普斯曲线而推高通胀的时候，民众的预期就发生了变化。这时，高通胀不再被民众视为经济向好的信号，而更多被看成政府推高通胀“愚弄”民众的结果。因此，通胀上行就不再促使企业增加雇佣，因而也就无法压低失业率了。菲利普斯曲线的消失催生了 20 世纪 70 年代宏观经济学界的“理性预期革命”，让经济学家们彻底摒弃了对宏观经济的机械论看法。

菲利普斯曲线消失这件事不仅对经济学家们有意义，也给所有试图理解宏观经济运行的人带来了启示，这启示是：千万不要把宏观经济想象成一台机器——宏观经济中的各种因果联系、反应行为，都可能因为宏观经济环境的变化而变化。达利欧就在这里犯了错，他将宏观经济错看成一台机器，因此误认为特定的行为就一定会产生特定的后果。他认为，中央银行印钞票来遏制债务危机爆发时，必然会导致本币贬值（《国家为什么会破产》第11页）。但正如前文所述，真实情况未必如此。中央银行印钞既可能会让本币贬值，也可能让本币升值。究竟会有哪种后果，要看宏观经济的运行状况而定，尤其要看经济是否处在需求不足的状况中。达利欧在央行印钞和货币贬值之间错误地加上了一条他所认为的机械因果联系，自然就不认为央行能通过印钞来解决债务危机，因而也就深信国家的债务多了就会爆发债务危机。

达利欧这种对宏观经济的机械性理解所带来的错误还体现在很多其他地方。比如，在《国家为什么会破产》一书的第18章，达利欧提出了他的“3%解决方案”——他认为应该将美国的财政赤字占GDP比重削减至3%。在其看似复杂的测算背后，隐含着达利欧的一个关键假设，即一国的财政赤字应该有一个最合理的水平（达利欧认为是3%）。事实上，很多人都有类似的想法，想问问：一国合理的财政赤字规模应该是多少？一国合理的债务水平应该是多少？但提出这样的问题实际上是问错了问题——问出这样的问题，就已经把思路导向了错误的路径。

事实上，一国的财政赤字和债务规模应该多少才合适，取决于该国所处的宏观经济状况。不同的状况下，合理的财政赤字和债务规模是不一样的。试图去寻找不随时间变化，甚至是放之四海而皆准的赤字和债务规模标准，不仅徒劳无功，而且危害极大。问出了这样的问题，也就假设了问题答案的存在，因而就会让人忽视真正重要的宏观经济运行状态，忽视了具体问题具体分析的必要。

我国有句俗话叫“基础不牢、地动山摇”。在分析问题时代，方法论是基础。方法论错了，建立在方法论上的各种结论也就谈不上正确。达利欧在《国家为什么会破产》这本书中之所以会得出不少似是而非的结论，根子在其宏观分析方法论上的错误。这些错误结论被包裹在看似扎实的逻辑和数据中，固然不像“债务就是鸦片”的奇谈怪论那样“一眼假”，却更有迷惑性和危险性。【9】

简单举两个错误结论的例子。第一个是达利欧对美国债务风险的误判。在《国家为什么会破产》的第289页，达利欧说：“目前，我判断美国政府的长期债务风险非常高，因为当前及预期的政府债务、偿债成本、新债发行以及债务展期规模均达到历史最高水平，且未来面临巨大的债务展期风险。事实上，我认为美国政府的债务状况正接近不可逆转的临界点……会引发一个自我强化的债务‘死亡螺旋’”。如果用微观思维来看美国的债务规模，确实容易得到这样的结果。但如果理解了“美元霸权”对美国国债的支撑作用，就不会仅从国债规模来做出如此悲观的判断。在美国政府不出“昏招”来自我削弱世界各国对美元之信心的情况下，美国国债并未接近引发“死亡螺旋”的临界点。

第二个是达利欧对我国债务风险的误判。在《国家为什么会破产》的第248页，达利欧说：“在理想情况下，中国的政策制定者既要有能力又要有勇气迅速实现‘和谐的去杠杆化’”。达利欧显然认为我国的债务规模已经太高，必须要用“去杠杆”政策来降低债务风险。但他在做出这个判断的时候，并没有注意到在我国当前需求不足、储蓄过剩的环境中，债务累积的合理性和必要性。事实上，恰恰是过去数年我国国内过于严厉的去杠杆举措，抑制了债务的合理增长，阻碍了国内储蓄通过债务通道向投资的转化，因而加重了我国需求不足的压力，给经济增长和物价都带来了沉重下行压力。近些年来，我国之所以在国内债务接续方面出现了一些问题，并非是我国债务太多要爆发债务危机所致，而是过于严厉的去杠杆措施人为制造了债务接续的流动性问题。在去杠杆已经给宏观经济带来沉重冲击的时候，我国需要的不是更多的去杠杆，而是对去杠杆思想的纠偏。【10】

三、理解宏观经济的第一步是认识到自己对宏观经济的无知

在分析宏观经济时，达利欧所犯的错误很有代表性，是许多人都不知不觉会落入的陷阱。这一点从达利欧在国内外为数不少的拥趸就能看出来。达利欧的宏观经济分析因符合人们的直觉和常识而受追捧，但也正因其符合直觉和常识而错误。

看上去，宏观经济研究是件门槛很低的事情。每个人都生活在宏观经济中，都从自身的角度对宏观经济有一定的理解。这就给了人们一种错觉，好像宏观经济是他们很熟悉的东西，因而可以通过自己的直觉来加以理解。但人们在其日常生活中得到的经验，其实只是来自其所生活的微观环境中的微观经验，并不能体现宏观经济的运行逻辑。毕竟，人们在其日常生活中碰到的是个人经济问题如何处理、企业如何经营这样的微观问题，而很少会接触宏观政策该如何设计这样的宏观问题。个人确实会对宏观经济形势的变化有感知，但这种感知只不过是宏观经济经由个人所处的微观环境而折射出来的影像，并非宏观经济的真相和全貌。

诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼在 2014 年曾写过一篇题为《成功的商人不懂宏观经济》的精辟短文，可以帮助我们理解人们日常感受与宏观经济运行逻辑之间的巨大差距【11】。在这篇文章中，克鲁格曼说：“国家并不是公司。国民经济政策，即使是在一个小国，也需要考虑在商业生活中常常无关紧要的某些类型的反馈。例如，即使是最大的公司，也只会把一小部分的产品卖给自己的员工；然而即使是极小的国家，大多数商品和服务也主要是卖给国内的。”

想象有这么一家公司，正因市场景气整体回落，市场对其产品需求的下降而苦恼。这种情况下，任何有基本经济常识的人都知道，此时这家公司应当削减开支、降本增效，通过成本的削减来维护其利润，以便让自己度过行业需求回落的“寒冬”。这种时候，不会有人认为这家公司给自己的员工加工资是一条可行的对策。因为这家公司的员工就算也买自家公司的产品，终究也只是产品客群的非常小一部分。公司员工收入的增加，并不能改变市场对公司产品需求下降的局面，而只会增加公司的成本，增大公司破产的风险。这背后的逻辑，正是克鲁格曼讲的“即使是最大的公司，也只会把一小部分的产品卖给自己的员工”这句话的意思。

但如果一个国家陷入了需求不足的状况，正确的应对举措不是削减开支、降本增效，而是扩张开支。正如克鲁格曼所说的“即使是极小的国家，大多数商品和服务也主要是卖给国内的”，在国家内部存在着支出与收入间的反馈效应。此时国家政府给居民部门发钱，会让居民的收入和支出上升，反过来带动经济需求回暖、经济增速提升以及财政收入增加。由于在国家的支出与收入之间存在这种“回旋镖效应”，政府这里甚至可能出现“钱越花越有”的反直觉情况。

从以上这个简单的对比能看出，宏观经济运行和人们从其日常生活中所得的经验有很大不同。尽管每个人都生活在宏观经济中，但宏观经济运行的逻辑对许多人而言是陌生的，甚至怪异的东西。相应地，宏观分析要少谈直觉，多讲逻辑。逻辑可以帮助我们把握那些不熟悉的对象，而直觉则容易大而化之地让人误入歧途。宏观分析也要慎谈常识。所谓常识，是指被人们普遍接受、广泛承认的认知。但问题是，对宏观经济这个对大众而言看似熟悉、其实陌生的东西，人们很难对其形成正确的常识。人们就宏观经济所形成的常识，其实只是微观常识，未必能反映宏观经济运行的逻辑。

理解宏观经济的第一步是认识到自己对宏观经济的无知。无知不可怕，但不知道自己无知就会犯错误。达利欧及很多其他人，正是没有认识到自己对宏观经济的无知，而不自觉地将自己熟悉的对微观经济主体的分析思维照搬到对宏观经济的分析上，才会犯下认识错误。认识到了自己的无知，就会在进行分析的时候时时提醒自己不要“想当然”，才不至于踏入歧途而不自知。

要克服无知，得靠学习。达利欧如果知道“菲利普斯曲线”消失的原因，估计就不会再持有“宏观经济就像一台机器”这样的错误看法了。但学习也并非照搬某一家某一派的观点和理论，而是要理论和实践相结合，形成符合现实的理论框架。当前西方主流宏观经济学为“新-新古典综合”范式所主导。这是一种本质上将宏观经济理解为微观经济的理论范式。在其理论模型中，充斥着“代表性消费者”、“代表性企业”这样的工具，而真正能反映宏观经济运行特点的反馈效应（回旋镖机制）却难觅踪影。这样的理论范式适用于供给不足的西方经济体，却不适用于需求不足的我国。要真正从理论上理解中国经济，需要跳出当前西方主流宏观经济范式的束缚，从经济学的不同流派中汲取养分，从供给和需求的辩证关系去发现中国经济的紧约束和核心逻辑所在【12】。

未能认识到自己对宏观经济的无知，未经反思地“想当然”，是很多人分析宏观经济时会犯的**错误**。像达利欧这样享有国际声誉，拥有几十年宏观经济研究经验的人尚会如此，其他人更应该警惕。宏观经济分析要少谈直觉、多讲逻辑，慎谈常识、多讲学识，如此方能在包括国家债务等宏观问题上避开陷阱，把握真相，做出正确判断。（完）

注释

【1】达利欧，2018 年，《原则》，中信出版社，ISBN: 9787508684031。书籍介绍可见于：<https://book.douban.com/subject/27608239/>。

【2】<https://book.douban.com/annual/2018/#16>。

【3】达利欧，2019 年，《债务危机：我的应对原则》，中信出版社，ISBN: 9787521700077。书籍介绍可见于：<https://book.douban.com/subject/30486499/>。

【4】达利欧，2025 年，《国家为什么会破产：大周期》，中信出版社，ISBN: 9787521776829。书籍介绍可见于：<https://book.douban.com/subject/37370552/>。

【5】现代货币理论（Modern Monetary Theory，简称 MMT）是一种非主流的宏观经济学思想。现代货币理论挑战了财政必须量入为出，过度负债意味着将税负转嫁给后代，财政赤字货币化会引发通货膨胀等当前主流的宏观经济学观念，而认为财政支出应当以就业和民生为主要目标。事实上，现代货币理论如同主流宏观经济学观念一样，有其适用的前提条件和范围。在经济处于内需不足的时候，现代货币理论所做的断言是成立的。但在经济处在内需过剩状态时，现代货币理论便不能成立。脱离宏观经济的具体情境，而只是泛泛地谈现代货币理论究竟成立还是不成立，是没有抓住要领。

【6】徐高，2025 年 1 月 16 日，《中国经济的逻辑与出路》，<https://www.bocichina.com/main/a/20250117/950115.shtml>。

【7】徐高，2025 年 5 月 7 日，《深度理解美国关税战的逻辑和影响》，<https://www.bocichina.com/main/a/20250512/1542228.shtml>。

【8】达利欧，2008 年，《经济机器是怎样工作的》（How the Economic Machine Works），<https://orcgroup.com/wp-content/uploads/2013/08/How-the-Economic-Machine-Works-A-Template-for-Understanding-What-is-Happening-Now-Ray-Dalio-Bridgewater.pdf>。

【9】有关将债务比作鸦片的奇谈怪论，可参见 2023 年 2 月 14 日笔者的文章《将债务比作鸦片错得离谱》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757770387214248742&wfr=spider&for=pc>。

【10】笔者于 2023 年 6 月 28 日发表的《需要全面纠偏对我国债务的认知》（<https://www.bocichina.com/main/a/20230629/547017.shtml>）一文详细阐述了分析我国债务问题的宏观逻辑，可供参考。

【11】克鲁格曼，2014 年 11 月 4 日，《成功的商人不懂宏观经济》，<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20141104/155920728159.shtml>。

【12】可以参见笔者 2025 年 6 月 25 日发表的文章《供给与需求的辩证法》（<https://finance.sina.com.cn/stock/stockzmt/2025-06-25/doc-infchcvs2617490.shtml>）。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371