



美聯社

► 疫情爆發以來，達利歐為美國通脹飆升、貨幣貶值的風險奔走疾呼，直指「貨幣價值」是目前大多數人所忽視最大的長遠風險。

古往今來，洞燭先機的智者往往是從經濟的起伏湧動中，敏銳感知到國運隆替和世界格局的演變之兆。把握住經濟的周期性規律，就是扼住了近代以來世界史的關鍵脈搏。作為市場沉浮多年數次成功駕馭危機、也曾一度破產最終東山再起的投資巨擘，橋水基金創始人瑞·達利歐（Ray Dalio）跌宕起伏的傳奇職業生涯本身就是周期峰谷的真實寫照，其對經濟周期的關注和研究也由來已久。

從經濟周期看歷史

交銀觀察 洪灝 交銀國際董事總經理

達利歐的新書《原則：應對變化中的世界秩序》，從文明演進的視角出發，以全球史的視野鳥瞰經濟周期的輪轉。他沉潛於卷帙浩繁的案例文本之中，又跳脫於學科界限和單一分析框架之外，將千頭萬緒的世界文明史，以貨幣和信貸政策周期演變為線索，貫串起其亂如麻的拐點事件，同時遊刃有餘地將翔實的數據圖表點綴其間，讓讀者懷着殷鑒不遠的歷史凝思掩卷沉思，鑒往知來。

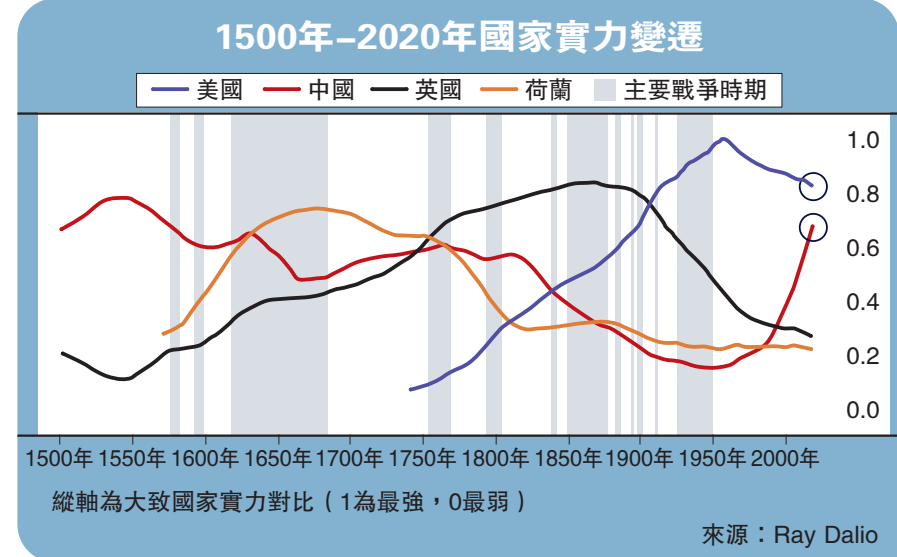
這種從經濟周期視角解讀歷史變遷的研究路徑，對內地讀者朋友而言應該毫不陌生，甚至頗有共鳴。對於中國人來說，時間是周而復始的。它是一幅交織着四季輪迴、陰陽交替和王朝興廢的織錦。與西方哲學家所秉持的「人不能兩次趟過同一條河」的更為線性的時間觀相反，這種循環的概念使中國人更傾向於接受經濟周期理論。自古以來，《易經》《史記》《鹽鐵論》等中國典籍對古代農耕經濟的周期性循環多有論述，遠早於傑文斯提出太陽黑子理論，從而引發了西方對經濟周期的潛心研究。而隨着西方近現代經濟周期研究領域流派叢生、新義迭呈，並日漸引發國內市場重視。

周期根植經濟運行內在動力

「周期」一詞代表規律性，意味着經濟變量圍繞長期趨勢波動，並具有明確的長度和幅度。經濟變量普遍性的反覆漲落，構成循環往復的經濟周期；經濟周期的首尾相繼，聯結世界經濟的歷史軌跡。周期本身根植於經濟運行的內在動力。在過去數年間，筆者率先對中國經濟和市場周期進行了深入的量化研究。這種對中國市場周期的理解，引領我們在重要的市場拐點，做出了一系列有先見之明的判斷。

通過借鑒傳承數千年的中國古典哲學，我們不斷更新我們的中國經濟周期理論和量化模型，考察的時間維度從中短期逐步擴展到長期。正如奧地利經濟學家熊彼特的名言：「每一個高階周期都是由次高階周期的趨勢構建形成的」，那麼短周期和中周期應該相互結合，共同作用以構建經濟的運行方向。任何周期模型的意義都在於評估和預測許多人難以察覺的潛在趨勢，以及拐點的大致時間，尤其是從市場參與者的角度出發。

不過即便與一甲子為一輪迴的康波周期相比，達利歐考察的時間維度顯然更加宏大且雄心勃勃。他在書中將大周期定義為「具有周期性和相關性的上行或下行變化」，其中着重關注長期債務和資本市場周期（有利和不利的金融周期），內部秩序和混亂周期（取決於合作程度和財富和權力鬥爭，後者主要源於財富和價值鴻溝），外部秩序和混亂周期（取決於現有國家在財富和權力鬥爭中的競爭力）。這三個至關重要的周期與創新和天災，一併構成了五大決定力量，



它們與其餘13個指標共同組成了支配國家盛衰質變的決定因素，鑄就了一個可橫跨百年的巨大「興衰周期」。

誠如德國哲學家黑格爾所言：人們從歷史中唯一汲取的教訓，就是人們不會汲取任何歷史教訓。歷史幽微曲折之處甚多，現實難以素描之處不少。不過這位偉大的思想家也曾說，歷史往往會重複兩次，一次是悲劇，一次是鬧劇。經濟與歷史、政治、哲學膠葛甚深，這也是為什麼筆者一直堅信研究歷史很重要。歷史往往會重複，因為人性如山嶽般古老。

如此悠長的時間跨度，普通人大多窮極一生也無法經歷完整的興衰周期，這使得達利歐在慨嘆人生短促難以識得廬山真面的同時，也深感以史為鏡、洞鑒古今的必要性。這位與中國淵源深厚的投資家注意到，中國「欲知大道，必先為史」的文化傳統，因此在考察過去500年全球文明史，尤其是關注主要儲備貨幣國家（荷蘭、英國和美國）興衰周期的基礎上，從經濟角度專門梳理了中國過去1400年的王朝史。正如歷朝歷代的先哲們，從未放棄對中國如何跳出「其興也勃焉，其亡也忽焉」的「歷史周期律」的上下求索，達利歐也寄望從浩如煙海的歷史文本和精密的數據分析中，提煉出具有普遍性的演變機理。

中國踏上崛起的康莊大道

毋庸置疑，在此前的世界經濟版圖中，古代中國曾長期佔據舉足輕重的地位，憑藉一騎絕塵的經濟規模獨領風騷數千年，其經濟周期的輪轉與王朝的治亂更替互為映射。隨着清末神州陸沉、國運式微，中國在歷經「百年屈辱」後終於踏上崛起的康莊大道。這一國家命運的大起大落本身就是研究興衰周期獨一無二的範例。

對歷史的量化審視最終目的是為妥適地配置過去、現在與未來，在現今百年未有之大變局的時代語境下，這一研究思路無疑恰合時宜又成當務之急。達利歐觀察到自20世紀以來存在兩個囊括繁榮、蕭條、戰爭和新秩序的大周期，而我們目前似乎正處於第二個大周期的後期階段。他總結歷史洪流中大國興衰的覆車之鑒，發現在下行階段，擁有儲備貨幣的現有大國因其「過分的特權」而往往債台高築，不得不選擇增發貨幣從而導致貨幣貶值和通脹上漲。在這一背景下，

貧富差距、政治鴻溝、宗教和種族矛盾日益擴大激化，內部秩序面臨着不破不立的挑戰，而當崛起的國際對手有能力挑戰衰落的大國和現行世界秩序時，發生重大國際衝突的風險將陡然上升。一旦現有大國的儲備貨幣和債務的債權人對其喪失信心，並開始拋售這些貨幣和債務，則標誌着大周期的壽終正寢。當負債、內戰/國內革命、國外戰爭、對貨幣失去信心等紛繁複雜的因素交織纏繞，世界秩序的改變通常近在咫尺。

美大水漫灌推高通脹風險

這一近乎冷峻的歷史觀和克制的筆觸，似乎都指向我們正在經歷的觸目驚心的事實，而新冠肺炎疫情更是令這一切雪上加霜。疫情爆發以來，達利歐為美聯儲大水漫灌下通脹飆升、貨幣貶值的風險奔走疾呼，他在書中亦指出「貨幣價值」是目前為大多數人所忽視最大的長遠風險。作為美國繁榮時期白手起家、享受周期上行紅利的典範，達利歐直言不諱地表示，中美現正處於此消彼長的兩個階段，兩國從制度到國力的全方位對抗，似乎難以避免。這也解釋了他為何不惜筆墨，大篇幅分析比較二者迥異的文化基因和價值取向，力求找出各自甘願不計代價決一死戰的底線議題所在，同時藉由這一比較研究成果，他迫切希望向讀者傳遞出「治不必同，期於利民」的和諧發展理念。未來10年裏，他相信最重要的動態是短期債務周期（也稱為商業周期）、內部政治周期及中美之間不斷升級的衝突和相互依賴程度的降低，這其中台海問題是中美不可調和的首要分歧所在。

誠然，預測是困難的，尤其是一葉知秋、洞察未來的時候。儘管根據達利歐的預測模型，中美衝突的規模比正常水平高出一個標準差，中美衝突指數也透露出令人不安的大幅上揚信號，這位眼光獨到的投資人言辭懇切地強調，目前兩國的內部鬥爭和挑戰比外部爭端更甚其體大，也更迫在眉睫，畢竟「我們最大的戰爭是與我們自己的戰爭」。我相信唯有懷抱着這樣的認識，我們方能在大國博弈、秩序重整的風口浪尖中用更理性的目光審視國內諸多「周雖舊邦，其命維新」的政策動向，真正理解「共同富裕」的深遠意義。

中國遊戲產業走向精品化

鍵能講堂 付饒 國際新經濟研究院 高級研究員

截至1月28日，國家新聞出版署對遊戲版號的審批已暫停半年。遊戲版號是國家新聞出版署批准相關遊戲出版運營的批文號的簡稱，目前是由國家新聞出版署審核發布的。

根據著作權法和計算機遊戲軟件保護條例等法律法規的規定，遊戲軟件廠商或者個人作者開發的遊戲軟件在開發完成後就應申請版號，受到著作權法的保護。

遊戲出版備案所需材料大致包括遊戲介紹、測試賬號及密碼、遊戲腳本、彩色遊戲截圖、防沉迷系統、出版社審讀報告、出版合同、出版與網絡監管協議等十幾項。根據相關法規，目前網絡遊戲上網出版前，必須向所在地省、自治區、直轄市出版行政主管部門提出申請，經審核同意後，報國家新聞出版署審批，得到「審批文號」以及「網絡遊戲出版物號（ISBN）」。

據GameLook數據統計，與2020年發放1405個遊戲版號相比，2021年的版號總量減少了46.26%，近乎「打對折」，而自2018年開始，版號總量已連續四年遞減。

據介紹，2020年以來，隨着版號收緊，內地關停的遊戲企業大概在3.8萬家左右。版號收緊之後，行業認為，這是在倒逼遊戲行業精品化。在21世紀

初遊戲行業還沒有版號之前，內地遊戲的管理非常混亂。比如，市面上充斥着各種各樣涉嫌賭博的棋牌類遊戲；戰爭題材的遊戲，血腥暴力的元素非常多。這些遊戲管理混亂，未成年也可以隨便接觸、充值。此外由於那時遊戲行業門檻低、「來錢快」，很多投資人甚至選擇拋棄實業，轉向遊戲領域，不利於市場資源合理配置。鑒於此，遊戲監管政策密集出台，對未成年人保護、內容合規提出了更高的要求。歷史上由於機構調整，遊戲版號曾經在2018年3月至2019年1月連續9個多月暫停批核，其間積壓了超過5000個版號，在重啟後逐漸批核。

騰訊、網易等大型遊戲公司往往提前儲備數十個版號。而在國外，遊戲上線通常不需要經過版號申請過程，目前上市遊戲公司紛紛陸續開展海外業務，公告稱版號對未來業績不會出現太大影響，不過遊戲企業裁員也很明顯。

來自監管層的信號已經非常明確，市場不需要太多質量參差不齊的產品，應把重心放在提高遊戲質量上。同時，通過版號的調控，更多內地精品遊戲得以輸出到海外，實現全球化，佔領國際市場。

2021年中國遊戲產業年會於2021年12月在廣州召開。中宣部出版局副局長楊芳在發言中指出，2022年國家新聞出版署將實施網絡遊戲正能量獨立計劃，堅守內容底線紅線，堅決杜絕擅自變更內容、無版號上線運營等違法行為。

不破則不立，筆者認為此次表態雖未明確指出遊戲版號批核重啟的時間，但隨着相關機構權限調整到位，相信遊戲版號批核將有新的、更科學更高效的機制，於不久的將來為中國遊戲產業帶來新的生機。



騰訊、網易等大型遊戲公司常提前儲備數十個遊戲版號。資料圖片

港樓市靜待小陽春

主樓布陣 布少明 美聯物業住宅部 行政總裁（港澳）

踏入金虎新年，筆者先恭祝各位讀者新年虎虎生威，身體健康！最近新一波疫情有擴散跡象，不少市民暫緩睇樓步伐，亦稍為打亂發展商推盤策略，令一手交投有所放緩。

不過對於一手前景，筆者仍然充滿信心。其實在新冠變種病毒Omicron於港蔓延前，新盤交投表現凌厲。若以去年全年計，一手住宅成交宗數錄得約1.73萬宗，表現亮眼。根據過往數波疫情的經驗，每次爆發疫情對樓市的影響會越來越小，對樓價及交投影響亦僅屬短暫性質，相信只要疫情受控，發展商將重拾推盤速度，配合今年有不少大型新盤有望登場，全年交投有望升至2萬宗。

二手方面，儘管交投受節日氣氛及疫情影響略有回軟，但近期業主在叫價上「有商有量」，提供約2%至3%的議價空間，二手漸現「價跌量升」的現象，再加上不少資金由一手流向二手，帶動成交量悄悄回勇。

以本港十大藍籌屋苑交投作例子。

據美聯物業分行統計，今年首月十大屋苑交投錄得約193宗，按月升約8%，交投量開出紅盤，並創出5個月新高。樓價方面，「美聯樓價指數」最新報170.23點，按周跌0.01%，雖然連跌3周，但跌幅收窄，本年迄今則跌約0.8%。

值得一提的是，近期樓價雖則偏軟，但「北部都會區」內二手成交價維持「堅挺」，反映市場看好這概念的發展前景。鑒於「北部都會區」內將有大型新盤陸續推售，有助帶動區內二手氣氛，相信區內1000萬元以下單位，即受惠新政單位的表現有望跑贏大市。

總結來說，上月推出的新盤，銷情相當亮麗，反映一手依然保持「熱度」；再配合二手回勇的市況，充分反映本港樓市剛需依舊強勁，尤其近年兩地尚未恢復通關，單靠本地購買力，足以支撐港樓表現。

一旦春節後本港疫情緩和，外圍經濟大環境漸漸改善，相信屆時發展商將加快推盤，刺激整體購買力釋放，小陽春有望重現。

無可否認，疫情反覆的確影響睇樓活動，但現時已謂科技大時代，VR功能已可讓市民足不出戶已可輕鬆睇樓，尋找合心水筭盤。



據統計，今年首月十大屋苑交投錄得約193宗，按月升約8%。資料圖片