

# 獨家版權放開 內地在線音樂業迎新競爭格局

全球觀察

陳啟星、許義鑫、孟昕 中銀國際研究有限公司

今年7月26日，國家市場監督管理總局(SMAR)對騰訊音樂開出50萬元人民幣的罰款，要求其與唱片公司解除獨家版權協議，移除進入壁壘，以及停止破壞競爭的版權預付行為。同時，要求騰訊音樂：1.在30天內與唱片公司終止獨家協議；2.不得與獨立音樂人獨家合作超過3年；3.新歌的獨家發行時間不得超過30天；4.保證音樂流媒體平台(串流平台)可平等獲得來自音樂產業價值鏈上游的音樂授權。

截至目前，騰訊音樂已與三大唱片公司環球音樂、華納音樂和索尼音樂分別簽署了非獨家音樂版權協議，標志着中國音樂流媒體行業正式進入了非獨家協議時代。

## 平台成本結構將優化

從短期來看，非獨家版權的放開對音樂流媒體的影響較小，因為音樂流媒體需要

時間與唱片公司調整運營合作和落實協議。然而，在非獨家音樂版權協議下，收入分成方式從「高保底，低分成」轉為「低保底，高分成」，將在中長期不斷優化音樂流媒體平台的成本結構，提升音樂流媒體公司的毛利率(保底是指，平台在使用版權時提前支付給版權方的預付金。例如，平台依據市場情況最終與版權方達成預付金100萬元人民幣，但最終平台無論從該內容獲得多少收入，先前支付的100萬元將不會退還)。以騰訊音樂與華納音樂簽署的非獨家協議為例，盡管分成比例從42%上升至62%，但更低的保底能降低一半的版權成本，提升在線音樂業務的毛利率。

## 版權市場將更加分散

此外，中文歌曲在中國的播放量較大，

但大多數中文歌曲的版權並非由三大唱片公司持有。從播放量的角度看，2019年三大唱片公司的歌曲僅佔騰訊音樂的30%。我們預期在非獨家協議時代，中國音樂版權市場集中度將更加分散，這將賦予音樂流媒體平台更多的議價權。2020年，三大唱片公司佔全球錄製音樂市場份額的68.5%以及發行市場份額的58.7%。而在中國，這個比率會更低，因為音樂流媒體平台都在着力培養自己的音樂人，發展更有特色的本土音樂內容。

## 獨立音樂人資源增多

獨家版權的放開有利於原創內容和獨立音樂人生態發展，以騰訊音樂為例，其通過音樂人平台努力培育和發展獨立音樂人，獨立音樂人及其作品的播放量在今年便實現了三位數的同比和環比增長。而在

網易雲音樂的6,000多萬首音樂曲目中，超過100萬首是出自獨立音樂人之手。同時，獨立音樂人創作的音樂內容佔總音樂播放量的45%以上。

不過，在非獨家協議時代，音樂流媒體平台將會面臨來自短視頻平台帶來的激烈競爭。我們看到短視頻正在迎頭趕上，主要是因為：1.新型宣發渠道從唱片公司的創作和發行體系中脫離，將決策權交給了音樂受眾，這會成為網絡時代音樂發行的新常態；2.短視頻的使用時長持續上升，減少了其他泛娛樂應用的時長和月活增長，包括音樂播放器；及3.可複製海外音樂播放器或流媒體的運營經驗到中國市場。

## 面臨短視頻平台挑戰

其中一名潛在競爭對手字節跳動已準備

入局。早於2021年1月起，字節跳動已在中國測試新的音樂流媒體應用——飛樂，並註冊了「feiyue.com」和「ifeiyue.com」相關域名。目前，字節跳動已獲得環球、華納、索尼、大和等800家唱片公司及工作室的歌詞和歌曲版權許可，我們看到其合作名單還在繼續擴大。除了音樂授權，字節跳動還積極開發獨立音樂人計劃，以豐富其音樂授權和生態系統。

不過，我們看到短視頻的優勢在於宣發渠道，但是在音樂價值鏈的上游布局暫時空白，特別是音樂播放器和音樂版權，原因是：1.音樂庫相對較小，版權不足；2.與其他泛娛樂巨頭如騰訊和網易相比，缺乏泛娛樂產業鏈的協同效應；及3.平台推廣是重內容而輕歌手，容易造成歌紅人不紅的情況，不利於獨立音樂人的生命週期的長期培育。

# 市場動態反映各地央行步伐不一

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨著經濟復甦，各主要央行調整貨幣政策，但又要考慮疫情等其他風險因素，大家調整的步調不一致。美聯儲一舉一動對各類資產影響大，上周市場焦點在美聯儲會議上或早於預期收水；本周仍要繼續關注鮑威爾講話。

美 匯指數表現反覆，不過還是能夠連續上漲三周，守住93關口。十年期美國國債收益率上行動能增強，尤其是上周四，單日就上漲0.96%，已經錄得五周連陽。恐慌指數VIX在上周波幅增加，上周一曾高見28.79，隨後四個交易日均下跌，重新回到之前的運行區間，周內跌幅達14.7%至17.75。但市場情緒還是不穩定，不排除VIX還將增加波幅。美股在回調後反彈，道指結束三周連跌，反彈0.62%。

## 商品價格走漲

大宗商品行情方面，油價延續升勢，紐油在上周初下試70美元水平，很快止跌反彈，上行動能明顯增加，上周連續上漲四日至73.98美元，全周累積3.01%的漲幅，已經錄得五周連陽，周一亞洲時段進一步走強，一度突破75美元水平，相信能保持上行。倫銅在9,000美元找到支持，很快反

彈，全周累積0.22%的漲幅，收在9,332.5美元，只是銅價還是缺乏新的利好消息刺激，不那麼容易做出大的突破。倫鋁最近主要在2,800至3,000美元區間震盪，但能維持上行趨勢，20日線承接有力，全周累計1.04%的升幅，突破3,000美元應該不難。

## 金價維持區間波動

貴金屬方面，金價下行壓力增加，曾跌穿1,750美元支持，已經連續下跌三周。金價很大機會仍是區間波動為主，不會有太大的突破。白銀本月下行壓力增加，考驗22美元支持，現在缺乏明確的方向。白銀在22美元附近承接一般，隨時有跌破的可能，下一個支持位在20美元。

鉑金周初做出反彈，隨後幾日震盪，但還是未能突破50日線，繼續圍繞1,000美元震盪，最終結束兩周連跌，反彈4.69%至976.3美元，整體還在下行趨勢



● 今周美股焦點包括，美國提高債務上限法案能否通過、多名聯儲局官員講話，及多項經濟數據表現等。圖為紐約證券交易所。

中，或維持弱勢。鉑金同樣保持向下，一度測試千八支持，已經連續下跌三周至1,951.1美元，短線或繼續震盪，有進一步下行的空間。本周要繼續關注鮑威爾講話，美聯儲

一舉一動對各類資產影響大。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無持有上述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

# 觀望10月發展 港股短期仍然偏弱

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股在中秋假期後反彈乏力，相信是因為不同板塊接連出現負面消息，令投資者對港股仍有戒心，入市態度審慎。

受影響的板塊在恒指佔比重大，例如大型科技股及地產股等，而審慎投資者在不明朗因素下難入市，因此相信在不明朗因素未消除前，恒指難以大幅反彈。此外，美國聯儲局的收水步伐都是影響港股的另一大因素。

## 關注聯儲局收水步伐

上周聯儲局議息會後，暗示在11月有機會宣布縮減買債規模，同時亦有機會提前於2022年啟動加息。隨著有機會提早加息消息傳出，美國10年期國庫債券收益率回升，並突破1.4厘重要心理關口，有跡象重納升軌。現時市場流動性仍算充裕，如果11月宣布的縮減買債規模是慢慢來，即每月遞減100億至200億美元，相信市場是接受的，對股市亦不會有太大影響；但若果縮減買債規模速度更快，如每月遞減300億至400億美元，投資者心理上難免會有不安，對股市亦會有壓力。

因此，要進一步預測聯儲局的取態，必須繼續觀察經濟數據，如果美國未來公布的經濟數據顯示通脹有升溫跡象，即聯儲局有機會加快收水及加息速度，美國10年期債券收益率走勢有機會繼續向上。執筆時美國10年期債券收益率為1.478，一旦加息率進一步上升，投資者避險情緒或會跟隨上升，屆時對股市會有壓力，尤其是新經濟股及科技股。

## 下月股市留意4大因素

展望10月，投資者會繼續留意(1)受監管影響板塊的最新發展；(2)美國未來公布的經濟數據；(3)美股10月中旬開始的業績期，看看業績能否支撐較高的估值，否則在加息前提下，業績未能符預期的新經濟股及科技股可能面臨新一波的下跌幅，屆時將會拖累整體投資氣氛；(4)美國國會兩黨就發債上限的爭拗風波。

美國財長耶倫曾作出預測，10月份有機會是國債觸頂的時間，因此民主黨急於於限期前提高債務上限，但共和黨表明拒絕配合提升國債上限，而根據以往經驗，兩黨可接受政府暫時停擺，債務違約則未試過，所以預計10月賬單到期前會有解決方案，因為民主黨最終可選擇通過預算協程序獨自提高債務上限，而不需共和黨支持。

(筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)

# 市場開始認真對待縮減量化寬鬆

Ellen Gaske 保德信固定收益全球宏觀經濟研究團隊G10經濟體首席經濟學家、Robert Tipp 保德信固定收益首席投資策略師、全球債券主管

市場對縮減量化寬鬆及加息的憂慮非但沒有加劇，反而繼續把美國聯儲局取消寬鬆貨幣政策的審慎措施視為一股穩定市場的力量，認為此舉有助保障經濟增長並穩定通脹。因此，基於利率和利差將維持於相對現水平的一定範圍內，我們認為有利於信貸市場繼續保持良好表現。

## 美11月宣布減購債機會高

不出所料，聯邦公開市場委員會(FOMC)在9月的會議一致投票決定維持政策不變，同時意味着11月的會議有可能會宣布縮減量化寬鬆，除非出現任

何嚴重破壞經濟復甦的意外衝擊。假如一切按計劃進行，我們對聯儲局於2022年中前完成縮減資產購買的預期維持不變。

聯儲局最新的經濟預測基本與預期一致。隨着近月經濟活動放緩，聯儲局把今年美國經濟預期增長由7.0%下調至5.9%，明年的經濟預期增長則由3.3%上調至3.8%，意味着目前對經濟增長產生限制的因素有望在明年消除。

聯儲局亦上調了今年的通脹預期，但考慮到2022年、2023年和2024年的核心個人消費支出(PCE)的預期中位數分別為2.3%、2.2%和2.1%，聯儲局仍然認為

這些通脹壓力「在很大程度上」僅屬暫時性因素。

最令人驚訝的是美聯儲的預測更新較為鷹派，半數聯儲局官員現時預計2022年底前最少加息一次，而2023年底和2024年的聯邦基金利率預測中位數亦略高於目前的預測——調整為1.0%和1.8%。

## 釋出「加息另作處理」信息

到目前為止，主席鮑威爾也已成功傳遞一個信息：縮減資產購買計劃與聯儲局的長期加息計劃分開，而聯儲局打算在考慮加息前完成縮減資產購買計劃。

市場對此反應有限但正面，直至主席鮑威爾強調縮減資產購買計劃可能最快在下次會議展開。這一點，聯儲局的加息預期以及開始縮減資產購買計劃即將實現，已開始反映在市場價格行動中，尤其在貨幣、通脹盈虧平衡點以及國債實際收益率方面。就貨幣而言，這些影響是直接的，利率上升以及結束量化寬鬆(和相關的貨幣創造減少)的前景推動美元上漲。

更微妙但或許更重要的是，美國抗通脹債券的市場反應表明，投資者對聯儲局控制通脹之餘實現軟着陸的能力充滿信心。

# 「共同富裕」意味中國更強調收入生產財富創造

Salman Siddiqui 木星資產管理全球新興市場基金經理

經過非常強勁的2020年後，由於經濟放緩，加上監管增加，尤其是互聯網領域，中國今年持續影響新興市場表現。

此外，國家主席習近平上月表示需要創造更趨於「共同富裕」的社會，有關言論亦可能引起負面情緒。

「共同富裕」一詞被日益強調，原因是政府認為中國的社會變得越來越不平等。中國最富有的10%人擁有逾60%財富，相對於許多其他主要經濟體較不平等。儘管美國等地方的不平等情況更為嚴重，顯而易見，中國對這種現象的容忍度相對較低。

## 不是重新分配財富

那麼，中國希望如何實現「共同富裕」？這個詞語相對含糊，令部分人感到憂慮，認為這意味中國回到實行共產主義的過去，或一種「羅賓漢」式的財富重新

分配。然而，我們認為這意味中國將更加強調收入生產及財富創造，而不是重新分配。

## 生金蛋的鵝不會被宰

政府的目標是2020年至2035年間的國內生產總值倍增，意味15年期間的每年增長達5%，此目標並不容易實現。私人企業貢獻超過50%稅收、60%國內生產總值、70%創新及80%就業。

簡單來說，這表示沒有強勁及充滿活力的私營機構，中國便無法增長及享受富裕—換言之，我們預期中國不會宰掉生金蛋的鵝。

雖然我們仍未看到國家層面的具體政策細節，但政府在6月於中國第三富裕的省份浙江率先推行共同富裕政策。浙江擁有一些中國最成功的私人公司，是政府計劃如何處理財富不均及看待私營機構的有趣

案例。當局已就此先導計劃概述多個目標，包括提高薪資佔浙江生產總值的百分比，並收窄城市/農村之間的收入差距。不過，關鍵的是，計劃亦旨在增加註冊私人企業的數目，提高大學入學人數，並使更多人獲得良好的醫療服務。

## 民營企業持續蓬勃發展

因此，這實際上關乎鼓勵更多農村居民創業及私人機構增加投資，並由擁有財政能力的政府透過提供自上而下的基建開支、教育及醫療服務給予支持。當局並打算進行激進的財富再度分配或透過增加稅收來建設某種福利國家，雖然計劃的確有呼籲富有的企業家及公司向社會捐獻更多財富，而部分公司最近亦響應有關呼籲。

總括而言，雖然中國的政策消息有時顯



● 內地在6月於中國第三富裕的省份浙江率先推行共同富裕政策，鼓勵更多農村居民創業及私人機構增加投資。資料圖片

得刻板無情，但一旦中國的監管趕上國際監管標準，我們認為中國的私營機構將持續蓬勃發展，從未來的龐大增長機遇中受惠。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。