

捕捉大市升浪 留意周期縮短風險

綜合歷來牛市 漲幅及持續時間均減弱

恒指在4月中旬展開一次急彈，漲幅超過3000點，坊間熱議港股已踏入牛市。若果港股進入牛市，未來一段時間將為投資者提供大量獲利機會。綜合不同研究，港股過去出現11次牛市，恒指期間往往倍數上升，惟最近三次牛市，指數升幅及持續時間出現變化，投資者不可不注意。此外，不同特質的股票的回報差異很大，持有領先股可盡領風騷，落後股則獨憔悴。由此可見，投資者要盡享今次升市紅利，必須認識港股牛市的本質。

大公報記者 劉鎮豪



▲港股四月中旬出現一波報復式反彈，短短一個月漲逾兩成，有分析認為港股已進入牛市一期。

附圖一

2020年3月-2021年2月
恒指累升9388點或43.2%



附圖二

2016年2月-2018年1月
恒指累升14835點或80.9%



恒指在4月中旬出現一波報復式反彈，短短一個月漲幅達到3662點或22.8%；若果從1月下旬即市低位計算，指數漲幅達到4912點或33.2%。大市在短時間內大幅飆高，向上動力可以與牛市一期相提並論，難怪證券界人士表示，港股已進入牛市一期。

股票市場的牛市概念，源於道瓊斯公司創辦人查爾斯·亨利·道（Charles Henry Dow）的道氏理論。根據道氏理論，大型升市由三個階段組成，分別為牛市一、二、三期，可是指數在每個牛市的走勢不盡相同，投資者未必輕易分辨何時是牛市一、二、三期。然而，鑒古可知今。歷史不會重複，觀察港股歷次牛市情況，對於入市、出市部署有非常有效幫助。

根據建銀國際統計，自恒指1969年推出至2020年，總共出現11次牛市。東北證券則把1987年12月至1994年1月間的升市，拆分為兩次牛市；另外，把2022年11月至2023年1月間的升市，視作牛市，所以過去合共有13次牛市（見附表一）。東北證券統計發現，牛市持續時間平均約33.8個月，熊市持續時間平均為15.6個月。指數變幅，牛市回報率高，平均升幅約312.4%，撇除1970年代兩次大牛市，從80年代至2023的11次牛市，平均漲幅有173.9%。

重演大牛市倍升機會微

按照建銀國際統計，牛市持續的時間長於熊市，前者持續時間中位數為39個月，後者時間中位數為13個月。指數變幅方面，恒指在牛市漲幅中位數為181%，在熊市跌幅中位數為53%。需要留意，東北證券以「平均值」量度恒指牛市、熊市，而建銀國際則以「中位數」量度。值得關注的是，建銀國際與東北證券的統計數據，揭示兩個重要訊息，第一是近年牛市漲幅愈來愈小。第二個訊息是，牛市持續時間有可能愈來愈短。

牛市漲幅方面，建銀國際統計顯示，在1994年及以前的四次牛市，每次漲幅都數以倍計，第一、第二次牛市漲幅更超過10倍。相對地，2011年及以後，各次牛市漲幅小於100%；2020年3月至2021年2月間的漲幅，更低至43%。若果歷史在今年重演，恒指自年初低位已反彈約33%，往後潛在升幅可能只剩下10個百分點。

牛市持續時間方面，參考建銀國際統計，1994年及以前四次牛市，兩次時間跨度超過70個月，最短有39個月。在1995年至2021年間的7次牛市，只有兩次多於30個月。2020年3月至2021年2月間只有10個月。按東北證券統計，2022年11月至2023年1月間牛市時間只有2.9個月。

至於何時入市，入市買什麼，另文再詳述。



成長型藍籌股 表現跑贏價值型股份

有利無害

過去牛市的領先股，未必能成為將來牛市的贏家，但認識這些牛市的特質，總是有利而無害。建銀國際回測2009年至2021年間的四次牛市，發現到六個重要特點。

首先，建銀國際把股份劃分六個「風格因子」，包括價值型、成長型、規模（市值計算小公司）、動量（過去表現較好證券）、波動性（低於平均波動率）、質量（低債務、穩定的盈利增長、盈利能力）。

建銀國際表示，牛市第一個特點，不管恒指抑或恒生綜合指數，低波動因子在牛市期間普遍表現墊底。第二個特點，藍籌成長型股份在牛市期間普遍表現出色。質量因子在最近兩次牛市中亦為表現最佳的因子。

第三個特點，恒指成長型股份通常在整個牛市或牛市中後期顯著跑贏價值型股份。第四個特點，在2020年3月至

2021年2月牛市中，質量、成長因子以外，其餘四個因子表現平平，其中價值型、低波動型股份更錄得負回報。

第五個特點，在最近三次牛市中，藍籌動量因子均表現不俗，在2016年之前的兩次牛市中，藍籌規模因子表現出色。第六個特點，恒生綜合指數的價值因子表現在四次牛市中均遠勝藍籌價值因子表現。

具體說明一下，建銀國際以2020年3月至2021年2月的牛市為例，恒指期間累升43%，質量、成長多頭策略回報分別為+46%、+38%；動量、規模因子為+28%、+15%；低波動率、價值因子則為-1%、-7%。（詳見附表）。

恒生綜合指數方面，動量、質量多頭策略回報率分別為54%、40%，成長、規模、價值、低波動率分別為38%、27%、18%、4%。該行稱，是次牛市中，不同因子表現的差異明顯，以至個別因子回報為負或低單位數，是歷次牛市時期較為罕見。

近年牛市恒指各類股份表現

牛市日期	各類型股份（因子）升跌幅
2009年3月至2010年11月	規模因子▲207%；成長因子▲143%；質量因子▲139%；價值因子▲117%；動量因子▲116%；低波動率因子▲71%
2011年10月至2015年4月	成長因子▲96%；動量因子▲82%；質量因子▲77%；低波動率因子▲76%；價值因子▲75%；規模因子▲59%
2016年2月至2018年1月	成長因子▲104%；質量因子▲90%；動量因子▲89%；規模因子▲53%；價值因子▲43%；低波動率因子▲40%
2020年3月至2021年2月	質量因子▲46%；成長因子▲38%；動量因子▲28%；規模因子▲15%；低波動因子▼1%；價值因子▼7%

註：2002年12月至2022年10月期間各類因子總回報：小規模因子▲2196%；動量因子▲1966%；成長因子▲1319%；質量因子▲1205%；價值因子▲541%；低波動率因子▲455% 來源：建銀國際

美國大模型抄襲事件的思考

財經分析

李靈修

近期人工智能（AI）圈最火的新聞，當屬「史丹福抄襲清華大模型」事件。此事不僅引發外界對於中美AI實力的重新評估，而且也反映出兩國人工智能產業發展路徑的差異。在中國，高校逐漸成為技術研發的高地，而美國專業人才為尋求資金與算力支持，從大學「出逃」後創業正成為一種潮流。

5月29日，一個來自史丹福大學的人工智能團隊在網上宣傳，僅花費500美元就能夠訓練出SOTA多模態模型。該團隊聲稱，這款名為Llama3-V的大模型，要比GPT-4V、Gemini Ultra、Claude Opus的性能更強。當天，該

帖子在推特的瀏覽量就突破30萬。

不過，很快有網友質疑Llama3-V抄襲了清華大學聯合「面壁智能」開發的MiniCPM-Llama3-V 2.5大模型，後者已於5月21日公開發布。其後，史丹福AI團隊刪除了官宣推文，以及在HuggingFace、GitHub平台上的項目鏈接。

到了6月3日上午，史丹福AI團隊的兩位作者在社交平台上，向清華大學與面壁智能團隊正式道歉。史丹福人工智能實驗室主任曼寧（Christopher David Manning）也發文對抄襲事件進行譴責。

在當下全球大模型競爭格局中，美國的大模型數量和技術水平方面，無

疑充當着領跑者的角色。但為何今次會出現如此嚴重的抄襲事件呢？其實在AI創企百花齊放的背景下，美國大學的科研能力長期被人詬病。

曾任職於史丹福大學的「AI教母」李飛飛就多次在公開場合抨擊，美國AI學術界能獲得的資金與算力支持嚴重不足，「我們現在連芯片都買不起」。但顯然這一呼籲未能獲得重視，最新消息指李飛飛已離開史丹福，開辦一間AI初創公司「空間智能」。

中國高校布局AI研究

相較而言，中國高校積極布局AI研究與人才培養。近年來，清華大學相繼成立「未來實驗室」、「腦與智能實驗



▲中國大力發展人工智能，包括在高校積極布局AI研究，培養相關人才。

室」、「智能產業研究院」。而目前內地兩大明星AI企業——「月之暗面」、「百川智能」的創始人楊植麟與王小川均畢業於清華計算機系。而面對人工智

能大潮，美國AI獨角獸Pika Labs創始人郭文景（Demi Guo）果斷放棄史丹福大學博士學位，出來創業並最終取得成功。