

Sora 掀起2024年文生視頻AI熱浪

全球觀察

林仲衡、林芷若 中銀國際研究有限公司

隨著OpenAI公司文字生成視頻的AI產品Sora的發布，筆者預計人工智能產業將繼續成為2024年的核心投資機會。Sora展示了遠遠超越同業的強大視頻生成能力，可以預計未來在娛樂應用領域具有巨大潛力。儘管中國企業在「OpenAI-英偉達」這一產業鏈中的參與度普遍較低，但筆者預計文生視頻領域AI的突破將繼續拉動人工智能硬件基礎設施的需求；同時筆者認為文生視頻有帶來更加豐富終端應用的潛力，終端應用的開發亦將充滿投資機會。

技術革新 解決了核心難點

Sora是一種先進的擴散(Diffusion)模型，同時利用了通用GPT模型的Transformer架構，實現了生成高精度視頻的能力。與傳統方法不同，Sora從一個呈現為靜態噪聲的視頻開始，通過多個步驟逐漸去除噪聲，將其轉變為連貫的視頻。Sora的一個關鍵優勢是其能夠一次生成整個視頻，或者擴展現有視頻以使其更長。通過同時為模型提供多個預見幀，Sora解決了文生圖AI的一個核心難點——當一個主體暫時消失時如何保持一致性。

為了實現更廣泛的通用性，Sora將視頻和圖像數

據用稱為Patch的較小數據單元的集合來表示，類似於GPT中的Token。這種標準化的數據表達技術實現了在各種視覺數據上訓練擴散Transformer，包括不同的視頻時間、分辨率和寬高比。

Sora建立在DALL·E和GPT模型的研究基礎上。它採用了DALL·E3中的字幕重標註技術，即在視覺訓練數據生成描述性字幕。這種技術增強了模型在生成的視頻中忠實地遵循用戶指令的能力，從而產生更準確和連貫的輸出。

此外，Sora不僅限於從文本生成視頻。它還可以將靜止的圖像內容轉化為一個細節完善栩栩如生的視頻。此外，該模型還具有擴展現有視頻或填充缺失幀的能力，進一步擴展了其應用範圍。

Sora並不是文生視頻技術的首發。2023年，Pika和Runway這樣的AI產品已經令人印象深刻。然而OpenAI的Sora一經發布即以其優秀的技術完全打敗了市場上所有的其他AI工具。與Pika和Runway這兩個擴散AI模型相比，Sora可以生成更長(60秒對比5秒)、更高分辨率 and 更具沉浸感的視頻。

筆者亦留意到Sora湧現非常多的技術能力。比如無需特別提示，模型可以自動創建不同的拍攝角度，同時視頻中的物體在不同的拍攝角度中保持高

度一致。在長視頻中，雖然仍不夠完美，Sora視頻的連貫性和延續性令人印象深刻，人物與物體大致上可以在被遮擋或離開畫面的情況下，仍保持存在。Sora亦可以模擬多個物體之間的複雜互動效果，顯示出對物理世界規律的歸納。這些關鍵的技術能力使具創造力和沉浸感的視頻生成成為了可能，讓Sora在文生視頻AI競爭中具有獨特優勢。

模型仍有待改善地方

OpenAI坦誠Sora仍存在許多不足。對Sora來說，模擬物體之間的複雜互動和多個角色之間的互動仍是具有挑戰性的。它也可能無法理解一些基本的因果關係。筆者認為這顯示出Sora對世界的理解仍是基於統計學的模仿行為，而非基於抽象理論的推理，這與其他基於Transformer和擴散的AI模型沒有明顯的區別。筆者預計隨着時間的推移，Sora將繼續顯著改進，但筆者仍然認為人類距離通用人工智能(AGI)還有很長的路要走。根據Meta首席科學家Yann Le Cun的說法，當前的大語言模型缺乏以下3個方面的能力：

- 1) 從現實世界(而不是文本)中學習；
- 2) 常識；
- 3) 記憶、推理和層次規劃。AGI級別的AI能夠

在模型參數有限的情況下實現高效學習和計劃。

AI硬件基礎設施投資值得留意

自2022年末以來，生成式AI在文生文(ChatGPT)和文生圖(DALL·E、Mid-journey)方面取得了令人興奮的發展。進入2024年，Sora在文生視頻領域帶來更巨大的突破。筆者認為Sora作為視頻類應用，其商業潛力將更加巨大。類似TikTok和YouTube的視頻應用紛紛在近年成為了全球最受歡迎的應用之一，本質是更快的帶寬和更高的信息密度；視頻類AI亦同理。筆者預計視頻、遊戲、電影和廣告製作公司將是Sora的首批重要用戶。Transformer與Diffusion的技術天花板仍未達到。筆者預計基於Transformer與Diffusion的AI將繼續發展，下一個關鍵突破將是文生3D視頻和文生交互空間(亦稱元宇宙)。

這條發展道路將繼續帶來對AI三要素——數據、算法和算力的巨大需求。AI硬件基礎設施將繼續是2024年投資的亮點，投資者應繼續緊密關注OpenAI的產品發布。筆者認為全球企業擔心在AI浪潮中落後的心理將持續推動對GPU和其他AI基礎設施硬件的投資。

升得高的 終必低墮？

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

日前論到漲勢可理解，近來除了比特幣之外，另一市場動量集中的，當然是日本市場。說起來，這裏的報告多次點評日本市場的機遇，主要是從日本央行的改革，特別是利率正常化，也就是由以往的負利率，轉為正利率，帶動全球投資者憧憬，日圓與日本股市的同步向上。



◆日本股市持續向好，日經平均指數昨更突破4萬關，盤中一度高見40,300點水平。收報40,109點，升0.5%，今年以來累升近兩成。路透社

是，之前指出的這個形態，如今方向依然，只是動力更甚，只要是來遲來後來者，最早入場的，要不就是最有遠見，但也在估值層面上，最有信心的，但只佔所有押注的極少數比例。

先行者有成績 後來者才加注

相比之下，隨着這些先行者的押注陸續見到成績，其他人也相繼加入，最初的投入一定不要太多，因為大家都是看形勢，雖然有多年低迷這一要點，但正因這段經驗太深刻，低迷的市況可以繼續低迷，關鍵是能否有轉捩點。尤其估值這一回事，回歸正常的過程可以甚為漫長，超值的東西，轉眼間可以更超值，相反，偏高的資產價格，為時可以甚長。

當然，先行者的出現，再加上當地的貨幣政策改革，自然是觀點與現實的交互影響，隨着愈來愈多人從中得利，自然觸及自我實現預言，升勢有加強的趨勢，是為正反饋。

大家最喜歡看新聞標題，例如股市指數到達哪

個水平，是多年以來的高位等，但其實，這些都不太重要，重要的是大家對於上述因素，即貨幣政策能否持續改革，外界對此是否有信心，才是關鍵，如今看來，勢頭仍在亦可期，只是當過程需時，不一定如大家所想的快速。

升跌機會不均等

對於近期的比特幣，以至日本股市，甚至美股中的科技股，不少人心中有個疑問，就是升得高的，終必低墮！關於這個所謂市場智慧，大家有必要檢定一下，其實是什麼含意。

假如說，資產價格不會只漲不跌，這個當然對，即使面對再強勢的資產價格，只要放在不同時間尺度中，總有某些時段，是向下而不是向上的。但顯然，投資者平時對此市場智慧的理解，不只於這麼膚淺，而是認為，長遠而言，如今看來漲勢可期的，甚至勢如破竹的，總有回落的一天。

問題卻是，資產價格的基本是，漲可以翻很多倍，都仍在漲，跌就最多跌盡本來的投入，這樣

一來，即使總有回落的一天，論升跌都不是必然絕對均等機會的。

高估值或遠比想像中持久

又或者說，一家企業倒閉，或由興轉衰，在市場上的影響力，由盛極一時，化為可有可無。這種情況，經常發生，歷史上的例子多不勝數，但問題是，假如完全把握不同上升時看好做多的好處，回過頭來，當處於下降時，又未必有膽量有條件有辦法看淡做空，則其實整個資產價格升降與其無關，不提也罷。

太多人一心以為眼前的高估值必然不合理，便不理解，歷史上更多的是當時看來是高估值，將來價格更高，但由於其本身盈收質素改善，或市場領導位置鞏固，價格再高的時間可以維持很久，當中需時可能遠比大家想像中長得多。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

比特幣價格飆升的背後故事

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

上周比特幣價格衝破6萬美元，接近2021年11月份紀錄高點的6.9萬美元，而在去年10月價格僅僅只有2.5萬美元左右。並且自2024年1月比特幣交易所交易基金(Bitcoin ETFs)開始接受交易後，交易情緒更加高漲，價格翻了1倍多。即使比特幣歷史價格似過山車波幅，這一波漲幅也實在令人震驚。

交易基金進場 遊戲規則改變

交易基金是一個改變遊戲規則的主要因素。許多人認為比特幣是一個騙局，但如果你不信任像黑石(BlackRock's iShares)這樣信譽良好的世界級金融機構，那你基本上不會信任美國金融體系中任何人。黑石早前推出這些Bitcoin ETFs就打破了新資產類別交易基金流入紀錄。根據加密貨幣投資集團CoinShares數據，自交易開始第一天起，共吸引74億美元資產。相比之下，第一個黃金交易基金(黑石iShares Gold Trust)在2005年首兩個月只吸引2.88億美元。儘管通脹調校後，比特幣交易所交易基金亦比黃金交易所交易基金成交量仍高出數倍。

「減半」臨近 投資者宜小心

但即將到來比特幣「減半」(halving)在4月份應該會提供一個機會去了解價格背後的動態是否已經改變。計劃中減少礦工可獲得激勵，從每個6.25比特幣降至3.125。此機制已內置於比特幣計算系統中，約每四年發生一次。如挪威K33研究小組上周指出，比特幣往往在減半前反彈，然後進行整合。該幣在減半前50天平均回報為30%，在減半後50天回報為3%。

即使如此，從6萬美元再上漲30%是十分困難(但不是不可能)。雖然機會如此，摩根大通分析師仍認為由於系統依賴的礦工需要適應新經濟模式環境，在減半後可能會下跌至4.2萬美元。如比特幣價格遵循以往走勢，那在未來三個月內，價格將會有瘋狂升跌。按幾率而言，目前升勢仍在，但大跌時間越接近(4月減半後)，投資者要多加觀察，小心行事！

財政預算案大鬆綁 香港房地產市場「明天會更好」

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2月28日，香港特區財政司司長陳茂波發表2024/25年度財政預算案，封面顏色為杏色，寓意如247段所言是代表破曉晨曦、迎來希望、懷抱信心，蘊藏着對更和諧團結的期盼！

財爺今次決斷為樓市全面撤辣，開源節流，不派消費券，開徵「富人稅」、復徵「酒店房租稅」、引入住宅物業累進差餉制度，目的都是避免放大市場悲觀情緒，通過「多維度」渠道增加市民投資收入，激活消費意慾，達到增加政府收入。

無容置疑是新一份財政預算案的最大亮點是特區政府終於決定解除樓市緊箍咒，即日起全面撤銷樓市辣招稅，住宅物業交易無須再繳付額外印花稅、買家印花稅和新住宅印花稅。香港金融管理局同日修訂物業按揭貸款逆周期措施，所有價值自用和非自用住宅按揭成數上限一齊放寬10%，而非住宅物業亦放寬按揭上限10%，同時又暫停假設利率上升2厘的壓力測試的要求。舉例來說，以貸款一百萬元，分30年還，利率4.125%計，新措施實施後，月入要求降約4%都可成功貸款。這無疑幫助市民較易上車，增大剛需，協助樓價跌幅收窄。

樓按放寬 望增賣地吸引力

對於發展商來說，修訂逆周期措施回復物業發展項目融資比率，所謂以往四、五、八成比率(即

地價成本、物業完成後預期價值、建築成本)調升至五、六、十成，有助開發商減低開發期內資金投入比例，直接地增加開發利潤淨利率、間接地提升地皮價值，可以增加政府賣地活動吸引力。

傳媒以中小型住宅按揭個案估算，撤辣及放寬按揭前後，被徵收印花稅額均大減七成以上，按揭成數被加大一成、總入市成本約節省27%以上，證明完全撤辣的確大助首置人士、換樓人士及內地/外地來港人士入市香港住宅物業。

其實去年底政府實施「放寬按揭」措施後，住宅市場曾經出現短暫「小陽春」現象，但是經過不足一季其提振力量已呈下降。步入二月，香港一/二手住宅市場已回歸平淡，加速了政府完全撤辣的決定，期望一舉取消市場行政手段讓地產市場重回供求基本因素。

撤辣後新盤紛展開新推售

進入2024年，香港發展商已開始減少新盤推售，靜待2024/25年財政預算案揭盅利好消息。在撤辣利好消息刺激下，各大發展商陸續公布群盤展開新推售攻勢。根據粗略估計，3月份內逾4,000個單位應市，包含大中小型住宅單位，遍布九龍市區各區、將軍澳地區及港島黃竹坑站上蓋和港島南赤柱地帶，真可謂「百貨應百客」，場面非常熱鬧。筆

者注意發展商今番開盤，都是採取「平價求量」的營銷策略，旨在先做旺市場氣氛，再謀加推單位、微加呎價。

回顧2023年，香港發展商成功售出住宅單位，多屬將軍澳/啟德/北部都會區的中小型單位，主要出售給上車一族和新香港人，取其呎價合理、總價不高等等因素。反觀五千萬元以上豪宅單位則銷售成績平平，尤其是啟德跑道區橫壓大量樓盤，是今年發展商最希望「去庫存」種類。它們地價成本高、建築成本貴、總價偏高，成為淡市中最難傾售的一群。筆者相信撤辣初期，發展商仍會主推中小型單位，待市場氣氛回復和樓價回穩向上時，發展商才願意開售這批貴重物業。

樓市料重回供求基本

全面撤辣消息公佈後，某代理公司進行問卷調查，逾八五受訪者認為受惠於預算案，且八成受訪者置業信心增加，證明撤辣真是增強市民置業決心和信心！反應迅速的二手業主已開始反價或封盤，等待準買家的入市意欲有否提升而願意「追價」！如果從去年放寬按揭措施出場反應來估計，短期內肯定出現市場「小陽春」情形，幫助樓價止跌、增加交易量。畢竟利率仍然高企、物業回報率仍低過按揭利率，市場成交是自住主導，物業投資

者等待利率回落後才會大舉入市。

地價和樓價是「息息相關」的，從過去幾年地價收入原來和修訂預算差距便「可見一斑」。最近期的香港住宅市場樓價高峰期是2021至22年，修訂預算地價收入大幅高於原來預算逾435億元。自此以後連續兩年均錄得修訂預算地價收入大大低於原來預算的不良現象，去年更只有194億元修訂預算地價收入，只是原來預算的22.8%。主要因素是香港經濟不景、新盤銷售金額和數目不似預期、建築成本大增、種種因素使發展商資金回收慢、利潤低，不太願意市價購地，不少商住地皮流標收場。

下年度地價收入預算為330億元，政府計劃出售8幅住宅、一幅商業和一幅工業用地，似乎達標的可能性不低。

總括來說，2024/25財政預算案果敢撤銷所有住宅樓稅招，提高住宅自住/非自住/非住宅按揭成數一成、取消2厘壓力測試，是幫助市場重回供求基本。短期一/二手小陽春是必然的，長期要看經濟復甦情況及利率降低的走勢。無可否認，明天的樓市會更好，都是市民和特區政府所樂見的。

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。