

分析朱志权-技术报告

蓝海 彭莉

目录

1	业绩表现	2
1.1	朱志权	2
1.2	业绩表现	2
1.3	历史表现	4
2	风格分析	6
2.1	交易风格：低换手、高 PE	6
2.2	持仓风格：稳稳的小盘成长	8
2.3	主动风格：偏激进的主动管理	10
3	能力评价	10
3.1	大类资产配置：有效但不稳定	10
3.2	行业配置能力：弱	14
3.3	择股能力：高亮明星的下坡路	17
3.4	择时能力：灾难性	19
4	投资方法体系	21
4.1	成长性	21
4.2	风险控制方法	22
5	评价	22

1 业绩表现

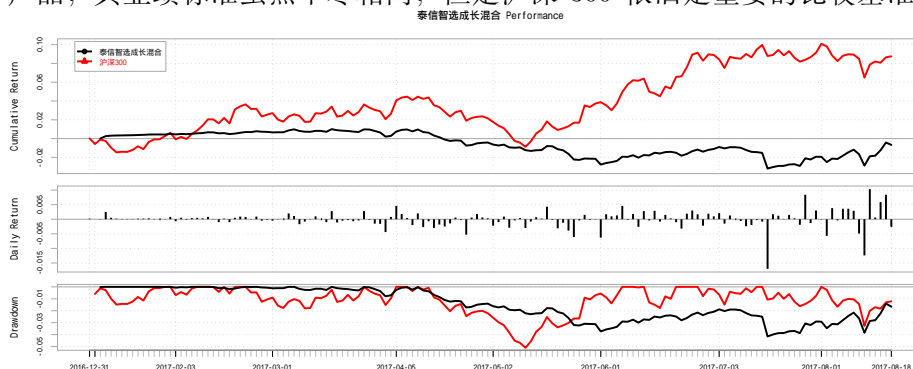
1.1 朱志权

朱志权: 经济学学士。具有基金从业资格。基金投资部总监兼投资总监。曾任职于中信证券上海总部、长盛基金管理有限公司、富国基金管理有限公司、中海信托管理有限公司、银河基金管理有限公司。2008 年 6 月加入泰信基金管理有限公司,2008 年 6 月 28 日至 2012 年 3 月 1 日担任泰信优质生活股票基金基金经理; 自 2012 年 3 月 1 日至 2015 年 2 月 5 日任泰信先行策略开放式证券投资基金基金经理;2010 年 1 月 16 日至今担任泰信优势增长混合基金基金经理。

朱志权前后共管理过 4 个混合型的公募基金产品, 其中泰信智选成长混合基金创设时间太短, 不具备分析价值, 所以我们重点的挑选了 3 只基金为代表进行分析。它们是泰信先行策略、泰信优势增长和泰信优质生活混合。

1.2 业绩表现

泰信智选成长混合和泰信优质生活混合是朱志权在当前正在管理的产品, 其业绩标准虽然不尽相同, 但是沪深 300 依旧是重要的比较基准。



名称	最后半年	夏普率	一年	夏普率
泰信智选成长混合	-1.3%	-1.1	-0.67%	-1.1
沪深 300	6.6%	1.0	9.18%	1.2

泰信优势增长与沪深 300 比较:

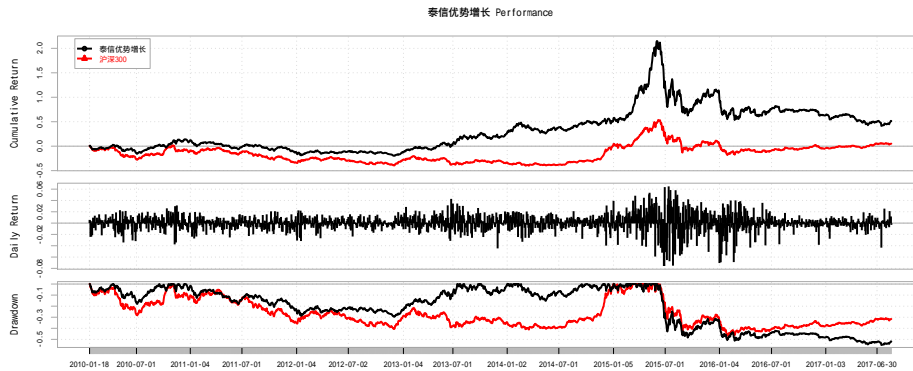


图 1: 基金累计回报率与回撤

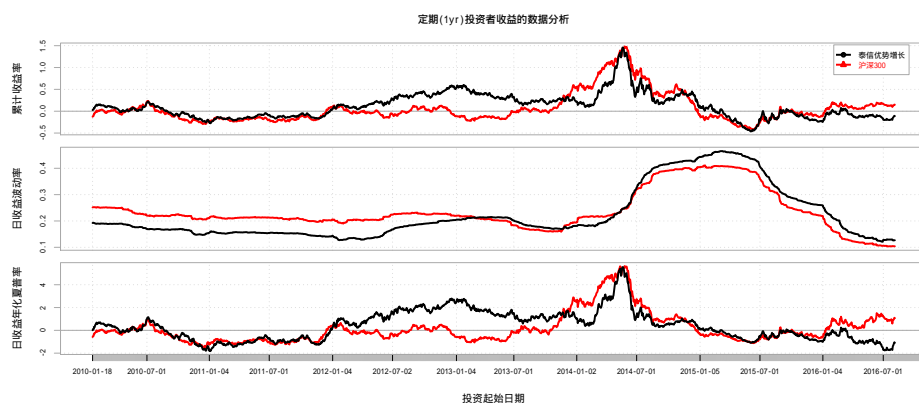
名称	最后半年	夏普率	一年	夏普率	两年	夏普率	三年	夏普率
泰信优势增长	-6.1%	-1.1	-11%	-1.1	-31%	-0.69	10%	-0.02
沪深 300	6.6%	1.0	15%	1.1	-12%	-0.35	68%	0.52

2015 年股灾之前大多数时候该基金的业绩跑过沪深 300，股灾之后的表现基本低于沪深 300。朱志权自身认为投资成长股，能够获取翻倍的业绩表现才是投资的乐趣所在，而 2015 年股灾以后的风格是一些大盘价值和近期的周期股的表现时刻，虽然也能挣钱，但是最多的投资收益不会超过 100%。与其费心费力的去追随这样的风潮，不如修养身心，准备迎接今年年底或者明年的成长股的新风潮。¹

同时我们以沪深 300 作为市场组合，计算该基金的 CAPM 模型，得到如下结果。

泰信优势增长 to 沪深 300	
Alpha	0.00
Beta	0.69
Beta+	0.58
Beta-	0.78
R-squared	0.51
Annualized Alpha	0.06
Correlation	0.71
Correlation p-value	0.00
Tracking Error	0.18
Active Premium	0.05
Information Ratio	0.28
Treynor Ratio	0.08

¹ 坚持自己的投资风格（价值体系）是投资人应有的素质，但是在坚持和固执之间并没有明确的分界线。



在 2014 之前，投资泰信优势增长一年能够获得比沪深 300 指数更好的收益，尤其是 2012 年到 2014 之间超额收益显著²。但是在之后，投资该基金就不如投资沪深 300 指数划算了。

1.3 历史表现

1.3.1 泰信先行策略

朱志权的管理该基金期间同时也管理了泰信优势增长，所以我们可以看到其业绩表现上的高度相似性。

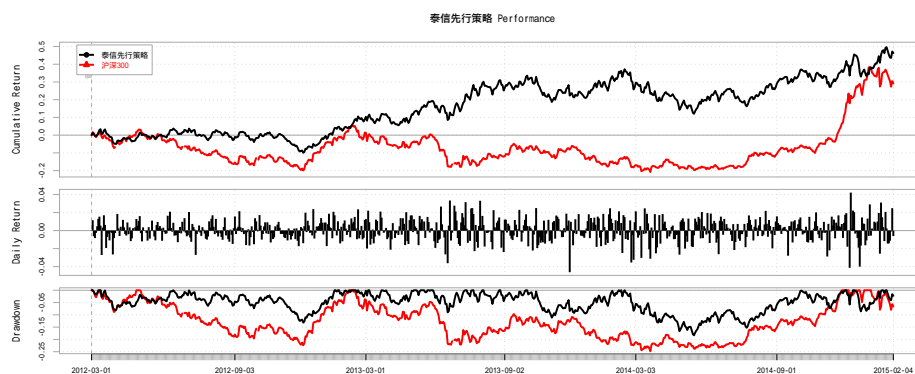


图 2: 基金累计回报率与回撤

名称	最后半年	夏普率	一年	夏普率	两年	夏普率	三年	夏普率
泰信先行策略	20%	1.9	15%	0.53	48%	0.90	46%	0.52

²这指的的投资起始时间。

名称	最后半年	夏普率	一年	夏普率	两年	夏普率	三年	夏普率
沪深 300	46%	4.1	56%	2.31	37%	0.64	29%	0.25

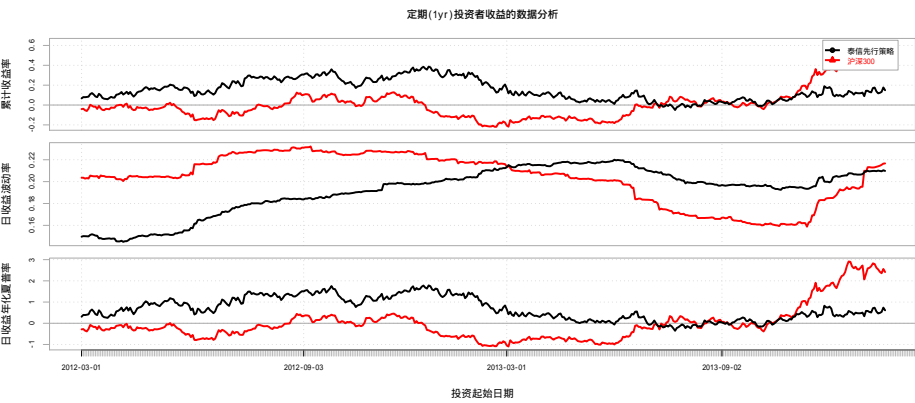
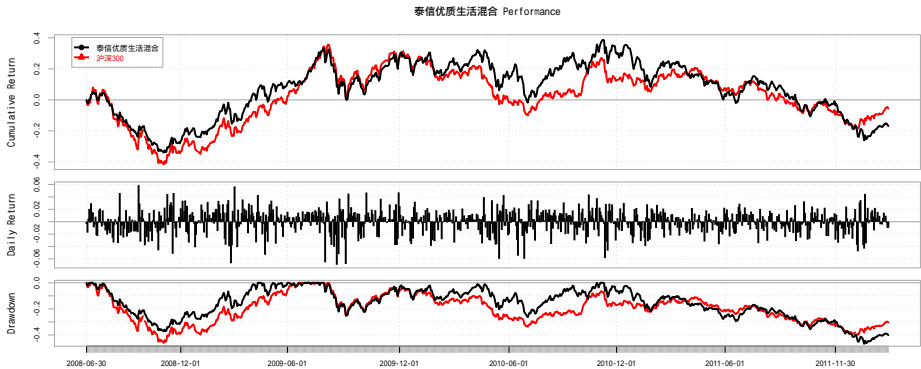
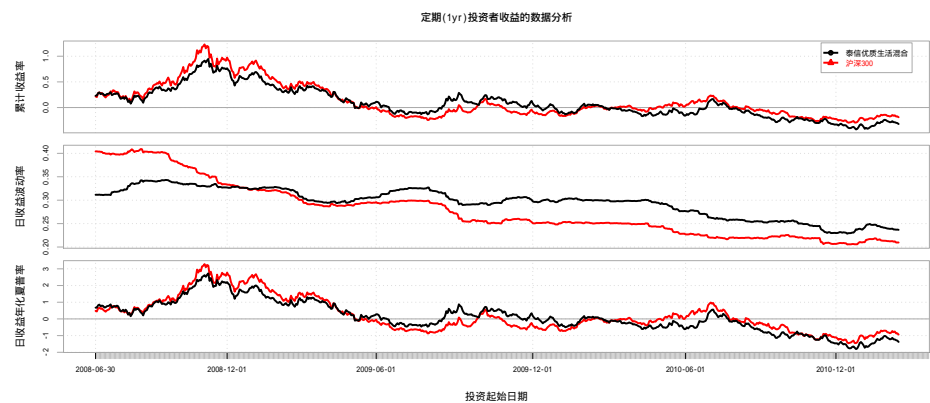


图 3: 投资者收益风险比较

1.3.2 泰信优质生活混合



名称	最后半年	夏普率	一年	夏普率	两年	夏普率	三年	夏普率
泰信优质生活混合	-23.3%	-1.64	-32%	-1.4	-32%	-0.72	4.9%	-0.08
沪深 300	-7.1%	-0.69	-19%	-1.0	-22%	-0.59	37.3%	0.26



总的来说，在成长股风行的相当一段时间，朱志权完成了很亮眼的业绩报告。但是在 2015 年股灾之后的表现，则差强人意。

2 风格分析

2.1 交易风格：低换手、高 PE

当前管理的泰信优势增长展现的风格数据为：

日期	换手率	排名%	持有期	排名%	前十占比%	排名%
2010 Q2	179	47	0.29	54	42	64
2010 Q4	418	38	0.14	60	38	87
2011 Q2	120	59	0.44	42	42	67
2011 Q4	285	47	0.20	60	41	83
2012 Q2	156	50	0.33	60	45	73
2012 Q4	258	56	0.22	54	39	87
2013 Q2	140	66	0.36	36	46	81
2013 Q4	210	78	0.23	35	46	79
2014 Q2	69	88	0.78	8	44	73
2014 Q4	301	67	0.17	46	56	48
2015 Q2	181	78	0.31	17	56	60
2015 Q4	292	92	0.27	16	42	70
2016 Q2	42	100	1.25	7	33	83
2016 Q4	93	100	0.56	10	31	86

日期	行业前 5 占比%	排名%	平均集中度	排名%	PE	排名%	PB	排名%
2010 Q2	82	7	0.11	84	25	37	5.0	15
2010 Q4	73	23	0.08	96	58	7	8.9	1
2011 Q2	61	81	0.03	96	33	11	5.6	5
2011 Q4	69	65	0.03	93	32	4	4.8	9
2012 Q2	71	50	0.04	89	38	0	4.0	14
2012 Q4	74	41	0.08	72	25	11	3.3	20
2013 Q2	94	48	0.08	77	41	10	5.5	14
2013 Q4	93	78	0.09	74	61	2	9.5	3
2014 Q2	97	39	0.20	60	62	0	6.5	1
2014 Q4	95	40	0.18	47	23	22	2.1	66
2015 Q2	99	31	0.07	67	91	24	12.1	4
2015 Q4	91	65	0.02	81	69	45	7.3	28
2016 Q2	92	64	0.02	75	54	29	5.0	30
2016 Q4	91	69	0.01	71	35	30	2.8	51

我们回溯看看历史上朱志权的交易风格。基于公开信息，我们对朱志权在泰信优质生活混合的交易风格分析如下：

日期	换手率	排名%	持有期	排名%	前十占比%	排名%
2010 Q2	161	47	0.31	62	47	41
2010 Q4	357	46	0.14	73	45	45
2011 Q2	101	62	0.51	45	50	36
2011 Q4	189	69	0.28	45	56	27

日期	行业前 5 占比%	排名%	平均集中度	排名%	PE	排名%	PB	排名%
2010 Q2	70	45	3.5	2	43	2	5.4	13
2010 Q4	80	10	2.1	10	69	0	7.4	16
2011 Q2	74	28	1.0	28	34	7	5.2	15
2011 Q4	87	8	1.4	23	31	7	4.7	10

从以上表格中可以看出该基金的基本交易风格是持股集中度偏高，持股平均 PE 和 PB 相对较高，这是成长股的特点。

同样的对于基金泰信先行策略进行交易风格分析，数据如下：

日期	换手率	排名%	持有期	排名%	前十占比%	排名%			
2012 Q2	54	88	0.98	17	47	52			
2012 Q4	81	94	0.66	18	50	41			
2013 Q2	41	98	1.19	8	53	47			
2013 Q4	88	97	0.55	16	47	65			
2014 Q2	30	97	1.68	14	44	72			
2014 Q4	202	85	0.25	34	46	67			

日期	行业前 5 占比%	排名%	平均集中度	排名%	PE	排名%	PB	排名%
2012 Q2	68	57	1.5	15	29	11	5.0	8
2012 Q4	73	41	1.7	12	29	9	4.7	5
2013 Q2	90	72	1.4	15	38	16	5.8	14
2013 Q4	91	76	1.5	15	43	14	6.3	9
2014 Q2	94	70	1.4	18	49	14	6.1	6
2014 Q4	81	96	1.3	13	42	17	5.6	7

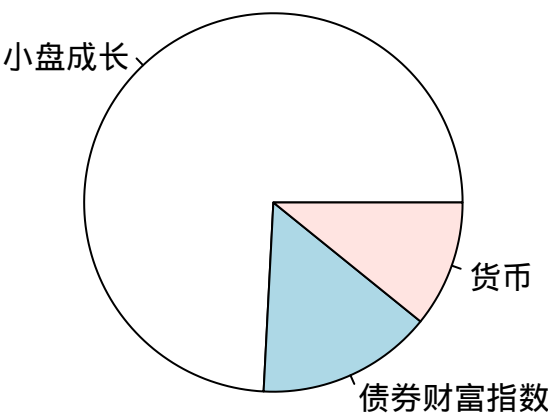
主要特征是交易换手率低，PB 和 PE 相对高。

2.2 持仓风格：稳稳的小盘成长

2.2.1 泰信优势增长

表 12: 持仓风格权重分析 (%)

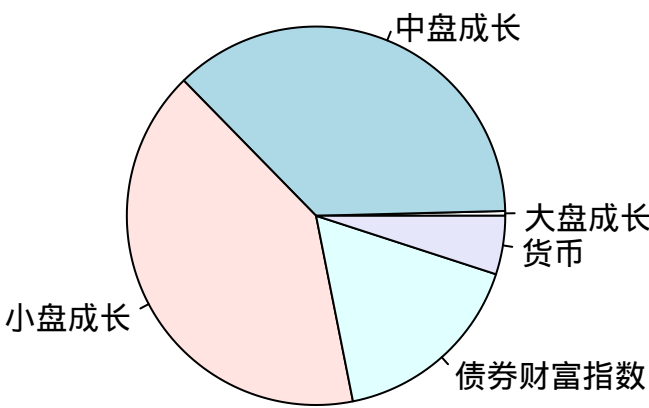
小盘成长	债券财富指数	货币
74	15	11



2.2.2 泰信优质生活混合

表 13: 持仓风格权重分析 (%)

大盘成长	中盘成长	小盘成长	债券财富指数	货币
0.41	37	41	17	5

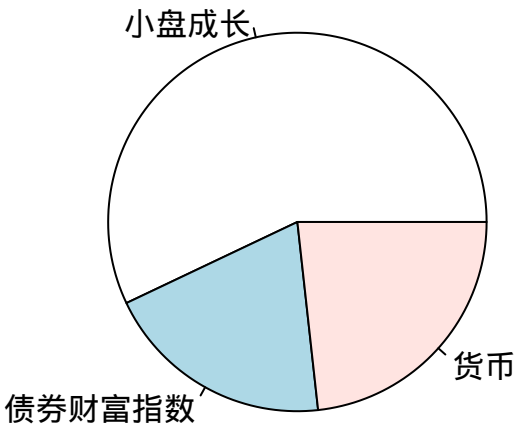


可见，其重点投资的股票往往都是成长类型的股票。

2.2.3 泰信先行策略

表 14: 持仓风格权重分析 (%)

小盘成长	债券财富指数	货币
57	20	23



2.3 主动风格：偏激进的主动管理

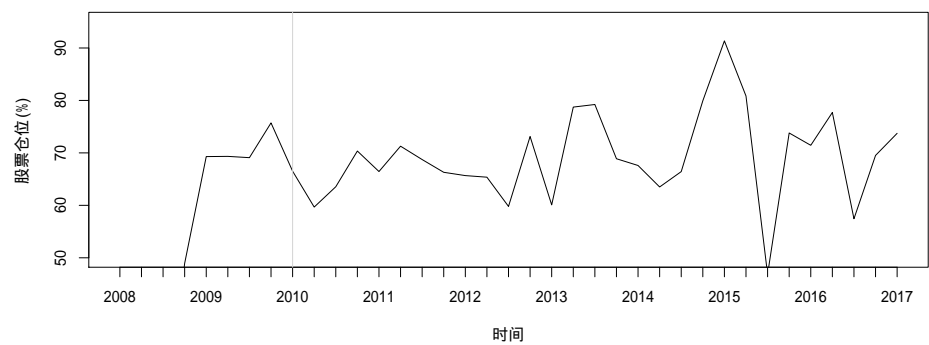
以其管理的泰信智选成长混合为说明，平均主动管理活跃度为 32.5%，表现为积极的主动管理。在其管理的同期，整个基金行业的同类型基金的主动管理活跃指数为 27%。因此，对于朱志权的管理风格可以定义为积极的主动管理型。

另外一只基金泰信优势增长，品均主动管理活跃度为 44%，同期整个基金行业同类型基金主动管理活跃度指数为 36%。相对来说朱志权呈现了激进的主动管理。

3 能力评价

3.1 大类资产配置：有效但不稳定

从下图可以看出，在管理期间朱志权在产品泰信优势增长中将股票仓位控制在 50-90% 之间随着股票市场行情而变换，显示除了主动的仓位调节。



进一步的计算大类资产配置带来的超额收益。

3.1.1 泰信优势增长

表 15: 泰信智选成长混合大类资产配置能力统计

日期	大类资产配置超额贡献 (%)
2010 Q1	-1.5742
2010 Q2	-2.1710
2010 Q3	0.7462
2010 Q4	1.6623
2011 Q1	0.3352
2011 Q2	-0.6349
2011 Q3	-2.0844
2011 Q4	-2.2844
2012 Q1	0.5864
2012 Q2	-0.4609
2012 Q3	0.0012
2012 Q4	1.1305
2013 Q1	-0.4672
2013 Q2	-1.8157
2013 Q3	2.8966
2013 Q4	0.4527
2014 Q1	-1.7850
2014 Q2	-0.9002

日期	大类资产配置超额贡献 (%)
2014 Q3	1.0453
2014 Q4	7.2234
2015 Q1	4.3093
2015 Q2	2.3636
2015 Q3	-3.0100
2015 Q4	-0.0117
2016 Q1	-2.7130
2016 Q2	-0.3973
2016 Q3	-0.1579
2016 Q4	1.0656
2017 Q1	1.0574

平均超额贡献 (%)	90% 置信区间
0.15	$[-0.38, \infty)$

统计显示，在泰信优势增长这支基金的管理上，虽然每季度平均取得 0.15% 的配置收益，但是统计意义上还是不显著。

3.1.2 泰信优质生活混合

表 17: 泰信智选成长混合大类资产配置能力统计

日期	大类资产配置超额贡献 (%)
2008 Q2	0.037
2008 Q3	2.080
2008 Q4	0.089
2009 Q1	3.776
2009 Q2	4.303
2009 Q3	-0.658
2009 Q4	2.706

日期	大类资产配置超额贡献 (%)
2010 Q1	-1.533
2010 Q2	-4.561
2010 Q3	2.647
2010 Q4	1.689
2011 Q1	0.479
2011 Q2	-1.158
2011 Q3	-3.036
2011 Q4	-2.624
2012 Q1	0.549

平均超额贡献 (%)	90% 置信区间
0.3	$[-0.54, \infty)$

统计显示，在泰信优质生活混合这支基金的管理上，虽然每季度平均取得 0.3% 的配置收益，但是统计意义上还是不显著。

3.1.3 泰信先行策略

表 19: 泰信智选成长混合大类资产配置能力统计

日期	大类资产配置超额贡献 (%)
2012 Q1	0.72
2012 Q2	-0.35
2012 Q3	-0.45
2012 Q4	0.90
2013 Q1	-0.37
2013 Q2	-1.96
2013 Q3	2.25
2013 Q4	-0.13
2014 Q1	-2.63

日期	大类资产配置超额贡献 (%)
2014 Q2	-0.75
2014 Q3	2.76
2014 Q4	9.07
2015 Q1	2.96

平均超额贡献%	90% 置信区间
0.92	$[-0.19, \infty)$

统计显示，在泰信先行策略这支基金的管理上，每季度平均取得高达 0.92% 的配置收益，但是统计意义上并不显著。因此朱志权显示出有效但是不稳定的大类资产配置的能力。

朱志权自己认为判断市场的高点和低点是困难的，但是判断市场具体所处于什么样的阶段是可以的。在这样的判断基础上动态的调整股票整体仓位获取一定程度的配置收益是顺理成章的。同时，也因为不能较好的把握市场的拐点，在市场转变时出现超配或低配进而形成配置损失也难以避免。从整体上看，中国的公募基金经理者，鲜有对于经济规律与走势把握能力强，进而能够获得稳健配置收益的。在这样的前提下，朱志权算是具备相比较的大类资产配置能力的基金经理。

3.2 行业配置能力：弱

既然基金产品的超额收益并非得益于大类资产的配置，那么比如来自与行业配置、选股以及择时的能力。需要提前指出的是，这三个能力在逻辑与实践都不是相互独立的。好的投资标的往往也意味着好的投资时机，而好股票的挖掘与选择自然也带来了相应行业的配置偏好。但是这三种能力又在某种程度上可以区别开来，因为它们毕竟是在投资的不同决策层面和时点上的投资活动。我们认为：

行为	动机	度量方法
行业配置	smart beta	$\sum (w_i - w_i^B)(r_i^B - r^B)$
选股	持续的 alpha	$\sum w_i(r_i^F - r_i^B)$

行为	动机	度量方法
择时	动态的 α	未解释的差额部分

因为所获得数据精确程度的不同，我们计算的以上三个方面能力对于总超额收益的贡献比例可能是不精确的，读者应该更多的关注其相对值以及相关的统计推论。

表 22: 泰信优势增长行业配置能力

日期	行业配置成功率%	行业配置贡献超额收益率%
2010 Q1	11.1	1.13
2010 Q2	12.5	-3.18
2010 Q3	11.1	5.19
2010 Q4	10.0	1.45
2011 Q1	10.0	-2.35
2011 Q2	-11.1	-1.81
2011 Q3	7.1	7.59
2011 Q4	7.7	-1.40
2012 Q1	-7.1	-16.51
2012 Q2	7.1	6.60
2012 Q3	-9.1	0.02
2012 Q4	6.7	-4.83
2013 Q1	-8.3	2.65
2013 Q2	12.5	5.49
2013 Q3	10.0	13.14
2013 Q4	11.1	-2.50
2014 Q1	12.5	2.60
2014 Q2	12.5	3.03
2014 Q3	10.0	0.91
2014 Q4	10.0	-17.89
2015 Q1	14.3	15.41
2015 Q2	11.1	4.70
2015 Q4	10.0	7.73

日期	行业配置成功率%	行业配置贡献超额收益率%
2016 Q1	-10.0	-4.12
2016 Q2	9.1	-0.32
2016 Q4	-9.1	-2.24
2017 Q1	9.1	-2.75

平均超额贡献%	90% 置信区间
0.66	$[-1.16, \infty)$

从统计结果可以看出，朱志权在泰信优势增长基金的管理上没有显示突出的行业配置能力，平均超额表现为 0.66% 每半年，年化 2.66%，但是统计上并不显著。

表 24: 泰信优质生活混合行业配置能力

日期	行业配置成功率%	行业配置贡献超额收益率%
2010 Q1	-10.0	1.2
2010 Q2	-10.0	-4.3
2010 Q3	-10.0	4.9
2010 Q4	-10.0	3.2
2011 Q1	11.1	-2.4
2011 Q2	-11.1	-3.5
2011 Q3	6.7	9.1
2011 Q4	7.1	3.4
2012 Q1	-5.9	-15.2

平均超额贡献%	90% 置信区间
-0.41	$[-3.69, \infty)$

从统计结果可以看出，朱志权在泰信优质生活混合基金的管理上没有

体现出行业配置能力，平均超额表现为-0.41% 每半年，年化-1.64%。

表 26: 泰信先行策略行业配置能力

日期	行业配置成功率%	行业配置贡献超额收益率%
2012 Q1	-5.9	-14.36
2012 Q2	6.2	7.88
2012 Q3	-7.1	-0.53
2012 Q4	6.7	-4.22
2013 Q1	-7.7	2.38
2013 Q2	-7.1	5.62
2013 Q3	7.1	10.02
2013 Q4	-7.7	-1.37
2014 Q1	8.3	1.47
2014 Q2	10.0	2.30
2014 Q3	-8.3	1.42
2014 Q4	6.2	-22.05
2015 Q1	10.0	22.40

平均超额贡献%	90% 置信区间
0.84	$[-3.24, \infty)$

从统计结果可以看出，朱志权在泰信先行策略基金的管理上显示了一定的行业配置能力，平均超额表现为 0.84% 每半年，年化 3.42%。但是波动较大，统计不显著。最主要的失误是 2014 底对于券商行业的业绩表现判断失误。

3.3 择股能力：高亮明星的下坡路

公开渠道获得的持仓数据频率为每半年一次。我们依据此数据分析基金管理人的择股能力。当然，由于更新频率粗糙，读者有理由担心计算精度的问题。不过从另外一个角度看，我们所谓的择股能力是对照于择时能力而言获取相对持续的 alpha 的能力。这里的相对持续，完全可以根据我们研究

的需要而定义。此处，定义半年为一个相对持续的 alpha 的标准，也是合情合理的。当前受制于数据不完整，此项能力分析最早只能回溯到 2013 年。

表 28: 泰信优势增长择股能力

日期	行业择股成功率%	择股贡献超额收益率%
2013 Q1-2	-9.1	31.2
2013 Q3-4	11.1	16.1
2014 Q1-2	11.1	7.8
2014 Q3-4	7.7	10.6
2015 Q1-2	9.1	53.9
2015 Q3-4	9.1	6.4
2016 Q1-2	-8.3	-2.9
2016 Q3-4	-8.3	-10.2
2017 Q1-2	9.1	-3.6
2017 Q3-4	16.7	-0.9

平均超额贡献%	90% 置信区间
11	[2.46, ∞)

从统计结果可以看出，朱志权在泰信优势增长基金的管理上显示了明显的择股能力——即他能够选择出在未来 6 个月的投资周期上回报好于对应行业指数表现的股票组合，而且择股能力贡献的平均超额表现高达 10.85% 每半年，年化 22.88%。

表 30: 泰信先行策略择股能力

日期	行业择股成功率%	择股贡献超额收益率%
2013 Q1-2	-6.7	23.9
2013 Q3-4	6.7	7.6
2014 Q1-2	7.7	-1.2
2014 Q3-4	-5.9	4.4
2015 Q1-2	6.2	76.0

表 32: 泰信优势增长择时能力

日期	择时能力贡献超额收益率%
2013 Q1-2	-12.0
2013 Q3-4	3.9
2014 Q1-2	2.6
2014 Q3-4	-12.1
2015 Q1-2	-26.3
2015 Q3-4	-9.0
2016 Q1-2	-10.3
2016 Q3-4	-3.0
2017 Q1-2	1.9

平均超额贡献%	90% 置信区间
-7.1	$[-11.64, \infty)$

从上表中可以看出，朱志权在泰信优势增长基金的管理上显示了明显的负的择时能力，而且择时能力贡献的平均超额表现多达-7.14% 每半年，年化-13.78%。

表 34: 泰信先行策略择时能力

日期	择时能力贡献超额收益率%
2013 Q1-2	-10.2
2013 Q3-4	0.4
2014 Q1-2	-2.2
2014 Q3-4	-9.7
2015 Q1-2	-59.3

平均超额贡献%	90% 置信区间
-16	$[-33.01, \infty)$

平均超额贡献%	90% 置信区间
---------	----------

从上表中可以看出，朱志权在泰信先行策略基金的管理上显示了明显的负的择时能力，而且择时能力贡献的平均超额表现多达-16.19% 每半年，年化-29.76%。

综上，我们认为朱志权作为一名低换手的坚定的成长股投资者，他在择时能力上的灾难性的表现，部分可以归结为其止赢能力上的欠缺。

4 投资方法体系

4.1 成长性

关于成长股，虽然当前不是成长股的收获周期，但是却是投资成长股的好时机。在市场风险偏好降低的时候，水落石出，自然的筛选了优秀的成长股。选择成长股：

- 关注于未来 2-3 年能成长的公司，也就是要具备一定安全边际或者确定性的成长。
- 关注于行业模式，尤其是已经验证了的行业模式。比如苹果产业链中的企业，如果已近在一个细分领域内做到全行业第一的，估值往往在 100 亿左右。因为电子产业的相关性，其必然可以相对容易的扩展，发展新的细分领域，若有 2 个以上产品成为行业第一，则可以有 200-400 亿元的市值，如果继续往下发展，成为平台型企业则可能有千亿以上的市值。其背后的逻辑的产业的相似性为成功企业复制管理经验、扩展供应链以及品牌延伸提供了便捷。
- 投资成长股最重要的是选对行业，看行业发展的势头，其次才是看企业，甚至可以在看好的行业内打一个分散的包作为投资组合。

4.1.1 成长股的 PE 之辨

有投资者认为成长股也要关注 PE，控制估值。如国泰基金的申坤。但是朱志权认为成长股如果 PE 低，说明它的业绩已经到达最高峰，成长性消失，此时投资只能收获市场波动的收益。真正投资成长股，要冲着营业输入翻翻，收入翻翻的企业去，这样的企业即便在市场低迷的时候也不是低 PE 的。

4.1.2 成长股的投资时机

前提是一定要在研究范围内长期的跟踪，时点选择上可以：

- 在市场都不关注的时候提前买有特色的成长股
- 在第一根阳线的时候买

4.1.3 看好和擅长的投资方向

当前看好两个投资方向：

1. 苹果产业链
2. 特斯拉产业链
3. 医疗服务

4.2 风险控制方法

1. 相对分散、阶段集中
2. 作为基金经理 1/3 投资于长期持有的成长股作为底仓，1/3 投资于一年左右机会的股票获得波动收益，1/3 投资于短期博弈机会。

5 评价

朱志权是既往的成长股明星，在市场风格转变之后，经历了一段修养身心的蛰伏。我们基于公开信息，进行深度的科学分析，结合与其面对面的交流，做出如下评判：

1. 他是有着丰富投资经验的坚定的、专注的成长股投资者；
2. 他是低换手、高 PE 偏激进的主动型投资者；
3. 他在成长股的选择上有较强的判断能力，对于行业、企业的成长方向有很强的把握能力；
4. 他具备一定的大类资产配置能力，这主要表现在对于股票市场所处周期有一定的判断能力，但是对于市场拐点没有预测能力。同时对于全市场的行业前景没有大局的判断能力，表现在行业配置能力较弱。
5. 他不具备择时能力，尤其不善于止赢。