

反直觉投资

巴菲特如何避免股市非理性决策失误

More Than You Know

〔美〕迈克尔·J·莫布森 (Michael J. Mauboussin) ◎著

刘寅龙 ◎译

SPM

南方出版传媒

广东经济出版社

反直觉投资

迈克尔·J. 莫布森 (Michael J. Mauboussin) ©著

刘寅龙 ©译

SPM

南方出版传媒
广东经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

反直觉投资 / (美) 莫布森 著; 刘寅龙 译. -- 广州: 广东经济出版社, 2015.5

ISBN 978-7-5454-4107-9

I. ①反… II. ①莫… ②刘… III. ①投资经济学 IV. ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 123157 号

版权登记号 图字: 19-2007-042 号

More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places by Michael J. Mauboussin

Copyright © 2006 by Michael J. Mauboussin

Simplified Chinese translation copyright © 2015 by **Grand China Publishing House**

Published by arrangement with Columbia University Press through Bardon-Chinese Media Agency

All rights reserved.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles or reviews.

本书中文简体字版通过 **Grand China Publishing House (中资出版社)** 授权广东经济出版社在中国内地出版并独家发行。未经出版者许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分内容。

| | |
|------|-------------------------------------|
| 出版发行 | 广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11 ~ 12 楼) |
| 经销 | 广东新华发行集团 |
| 印刷 | 深圳市鹰达印刷有限公司 |
| 开本 | 787 毫米 × 1092 毫米 1/16 |
| 印张 | 19 印张 |
| 字数 | 237 千 |
| 版次 | 2015 年 8 月第 1 版 |
| 印次 | 2015 年 8 月第 1 版第 1 次 |
| 书号 | ISBN 978-7-5454-4107-9 |
| 定价 | 48.00 元 |

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市水荫路 11 号 11 楼

电话: (020)38306055 37601950 邮政编码: 510075

邮购地址: 广州市水荫路 11 号 11 楼直销部

电话: (020)37601950 37601509 邮政编码: 510075

图书网站: <http://www.gebook.com>

广东经济出版社常年法律顾问: 屠朝锋律师、刘红丽律师

· 版权所有 翻印必究 ·

封底无“短信中奖防伪标”均为盗版
短信查伪中奖方法见本书最后一页



《商业周刊》(Business Week)

这是一本充满洞察力的火花，同时又引人入胜的著作。作者在书中为读者献上了一场智慧的盛宴……从感知科学到分形数学，作者从广范的学术领域提取出投资的洞察力……从风险和不确定性的区别，到个体决策和集体决策的差异；从赌博界的传奇人物普吉·皮尔逊，到现今高尔夫球第一人“老虎”伍兹；作者深入浅出地阐述了投资领域中一个个抽象的概念和道理。

《彭博财经》(Bloomberg)

这是一系列迷人的论文集锦。所有人都将惊叹于书中闪耀的智慧火花和“奥立佛·萨克斯”（杰出的神经科学家）般的智慧光芒。我将每年都重读此书，带着渴望的心情去品味那只有在本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》才能找到的投资智慧。

《出版商周刊》(Publishers Weekly)

莫布森可不是一位普通人眼里的华尔街金融分析师……这是一本令人愉快的书……也能开阔你投资的视野。

SmartMoney.com

在他的新书中……莫布森撒开他的智慧之网，从黏液菌的生命活动到赛马，他从几乎所有能被运用到投资世界的领域里，咀嚼出一滴弥足珍贵的投资智慧……阅读他的著作，你就像置身于“股票市场指南”和“探索频道”的十字路口。

800-CEO-READ Blog

在过去的2年里，我们所读到的书籍中如《关键点》《魔鬼经济学》以及《世界是平的》都阐述了一个伟大的观点，即以不同的角度来看这个世界。如果你想仅读一本书便能获利所有这些书的乐趣，《反直觉投资》将是你最聪明的选择。

波顿·G. 马尔基尔 (Burton G. Malkiel)

《漫步华尔街》(A Random Walk Down Wall Street) 作者

今天，讲述成功秘方或锦囊妙计的投资书籍几乎无处不在，而迈克尔·J. 莫布森的《反直觉投资》却从全新的角度为我们诠释了投资的哲理，令我们耳目一新。在这本书中，莫布森居然让很多深奥复杂的概念变得通俗易懂，同时还把无数与投资貌似无关的活动与投资有机地联系起来。书中的小品文妙趣横生，但却充满了睿智，生动形象地告诉我们：从跨学科的思维方式可以深化我们对金融市场的认识。

菲利普·科根 (Philip Coggan)

摘自《金融时报》(Financial Times)

作者展示了一个个无比生动，却又出人意料的例子，从蚂蚁的觅食模式，到扑克牌专家普吉·皮尔逊的出牌策略，到“老虎”伍兹的挥杆动作。所有读者都将从本书中获得刺激和兴趣。

比尔·米勒 (Bill Miller)

雷格梅森资产管理公司首席执行官兼首席投资专家

很少有几本书能具有长久的生命力，更不用说让我们体验到大彻大悟的睿智了，《股票作手回忆录》《聪明的投资者》以及《金钱游戏》就是其中为数不多的范例。现在，你可以把《反直觉投资》这本书加入到这一行列之中。

针对如何认识投资，迈克尔·J. 莫布森为我们创作了一本可以说是前所未有的经典之作。他从精深的学术角度和职业投资者的角度，为我们认识投资提供了深邃的专业见解。要了解投资大师的理念，这本书绝对是你不可缺少的帮手。

史蒂文·平克 (Steven Pinker)

哈佛大学心理学教授

《思维的运行和全新的开端》(*How the Mind Works and The Blank Slate*) 作者

《反直觉投资》这本书以精辟的剖析概括了行为经济学领域以及经济选择中理性与非理性认知科学的最新发展成果。莫布森对于科学在投资、采购以及其他现实生活决策等问题的影响有着深刻的见解。对于任何一位对人类科学及其与金融界相关领域感兴趣的读者，本书都是一部不可多得的杰作。

克莱顿·克里斯坦森 (Clayton Christensen)

哈佛商学院工商管理教授

畅销书《创新者的窘境》(*The Innovator's Dilemma*) 作者

这本书在理念和意识上绝对令人叫绝，更重要的是它所具有的现实意义，毫无疑问，对于这样一本书，任何投资者和分析家都值得通读几遍。对于价值的创造，莫布森的认识是举世无双的。

杰弗里·韦斯特 (Geoffrey West)

圣塔菲研究院院长兼名誉教授

迈克尔·J. 莫布森以独到的见解和精彩的例证，阐述了跨学科方式在投资决策方面所具有的巨大价值。

罗伯特·萨波斯基 (Robert Sapolsky)

斯坦福大学神经生物学教授

莫布森在非传统领域找到了人类行为中最伟大的智慧，并以精彩的语言让它们跃然纸上。

爱德华·O. 威尔逊 (Edward O. Wilson)

畅销书《融会贯通》(Consilience) 作者

均衡全面的视角不可能源于孤立的学科研究，相反，它只能来自各学科之间的融会贯通。这种结合并非易事，但我认为这种结合又是不可避免的。它把真知从梦魇中唤醒，它激发了人性中最美好的一面。不同知识体系之间的鸿沟将因此而缩小，人类知识的多样性和深度也将因此而日新月异。



跨学科解决投资中的决策困境

哥伦比亚大学出版社（Columbia University Press，以下简称 CUP）：《反直觉投资》所涉及的学科领域范围似乎已经远远超越了传统投资理论的界限。请问，这些非传统理念是否能在实践中有所建树呢？

迈克尔·J·莫布森（Michael J. Mauboussin，以下简称 MM）：本书的核心理念在于，跨学科方法是解决复杂问题的最佳途径，这当然也包括投资问题。但遗憾的是，我们的学识往往过于狭窄了。事实上，如果我们能在投资这个问题上做到融会贯通，集百家之长，自然会身受裨益。只要我们愿意展开联想的翅膀，任何一本书都会让我们有所启发，无论是科学、文学还是心理学，概莫能外。

这里就有一个立竿见影的例子。谈到压力问题的时候，罗伯特·萨波斯基教授曾经在《斑马为什么不得溃疡》（*Why Zebras Don't Get Ulcers*）一书中指出，大多数动物的压力来自生理上的威胁，但时至今日，我们人类的压力却几乎已经变成了纯粹的心理问题。因此，动物的压力会随着生理威胁的消逝而得到缓解。但挥之不去的心理问题却让我们难以摆脱压力的困扰。这种无法退却的压力影响着我们的能力和行为，当然也包括我们经营投资的方式。

CUP：它到底是一本只适用于投资者的专著，还是一本老少皆宜的普及型读物呢？

MM：我的写作对象是投资者。也就是说，任何一个凭借理性去认识世界

和做出决策的人，都会发现这本书的价值和趣味。比如说，在看完“在特百惠家庭聚会上学投资”一节之后，我的妻子认识到，一旦你参加了特百惠的聚会，不买回一大堆废物绝对是一件比登天还难的事情。这本书探讨了六种促使人们不愿意拒绝的行为倾向，这也是罗伯特·西奥迪尼教授关注的问题。而特百惠正是利用了其中四种：互惠性、社会认同、投入意识和偏好，炮制了一种让我们无法抑制的购买欲。显然，了解强迫式购买的奥妙显然是物有超值的收获。

CUP：这本书有一章的内容全部是用来讨论心理学。心理学为什么在投资决策中有如此高的重要性呢？

MM：尽管心理学在股票市场中的作用是不言而喻的，但以前的商学院却很少涉及这一问题。从简化分析的角度出发，大多数金融模型都把投资者假设成理性人，并具有完整的信息。因此，对于自己的想法和决策，眼下你唯一需要关心的就是这些假设也许和现实风马牛不相及。本书不仅考虑到了个人的认知缺陷，或者说，你们经常犯的错误的，而且还探讨了集体行为的高超之处，纵然是奇思怪想，恐怕也会让我们自叹弗如。

CUP：既然跨学科方法如此之重要，为什么投资者却不为所动呢？

MM：要掌握跨学科方法，不仅需大量的时间，也需要我们具备某种与生俱来的禀性。即便我们埋头苦学，耗用大量的时间钻研各个学科知识，这些知识也未必就能在我们的投资中学以致用，至少不太可能立竿见影。同样重要的还有态度和意愿，即我们是否真的用激情和动力，在诸多貌似不相干的主体寻找其中的必然性联系呢？但急功近利的频繁交易和铺天盖地的信息，已经让绝大多数投资者感到应接不暇了。

CUP：这本书一直在强调过程重于结果的概念。结果难道不是投资的根本目标吗？

MM：从长期看，结果当然是最重要的。结果毕竟是我们投资的最终目

的与衡量标准。但真正的问题是：我们怎样才能用最优的过程获取令人满意的长期结果呢？

投资就是一种概率游戏。在任何一个受制于概率的领域中，我们都必须清醒地认识到，即使最伟大的决策，也不一定能随心所欲，但某些一塌糊涂的决策，却有可能给我们带来意外的惊喜。这就像玩 21 点牌时你手里已经拿着 17 点一样，如果你想撞一下运气，就不妨再要一张，如果恰好是 4 点牌的话，你就必胜无疑。但运气不可能永远属于你，长此以往，输钱肯定是迟早的事。因此，以偏概全，以偶然的結果去代替全部，注定是不合情理的。

另一个有趣的现象是，在所有依靠概率的领域里，无论是赌徒、球队的教练还是赌马人，那些业绩骄人的精英都无一例外地习惯于从过程和结果这两个方面思考问题。因此，在这个一味沉迷于结果的现实社会中，强调过程的长期性意义自然也就不言自明了。

CUP：按照你的观点，你在了解市场的时候从不依赖那些投资专家，原因何在呢？

MM：市场价格代表着无数投资者信息的汇集。而投资者之间的相互作用则是其中的关键，它可以保证市场总能比任何一个外个体知道得更多。

我常提到蚁群的例子。只要研究一下，你就会发现它们超乎寻常的力量、适应性，还有它们颇具代表性的生命周期。事实上，蚁群本身就是一个几乎完美的组织。但单个的蚂蚁就不是那么回事了，它们只能依赖眼前的信息和联络。尽管所有蚂蚁都不知道整个蚁群在干什么，但蚂蚁之间的互动却让整个蚁群的运行有条不紊。我们永远不可能奢望一只会对自己的蚁群明察秋毫，同样，我们也不能指望任何一个投资专家比蚂蚁强多少。如果你想认识市场，还是去看一看市场本身吧。

CUP：行为金融学已经成为近年的热门话题，但你却对此谨慎有加，原因何在呢？

MM：在过去的几十年里，心理学家已经向我们验证了这样一个常识：

作为个体，我们在决策时候并不总是完美的理性人。由于很多经济模型都是建立在投资者的理性基础之上，因此，行为金融学似乎彻底颠覆了有效市场学派的理论根基。

在这里，问题的核心在于，市场从来就不是出于理性人之手，它反映了一个多样化群体的交互作用，而多样性则是获得精确结果的前提所在。研究表明，在多样性、互动和激励同时到位的情况下，市场解决问题的效率将是无与伦比的。

所以说，行为金融学的问题在于：有些信徒认为，如果个人采取次优化行为的话，市场的行为也必然是次优化的，或者说，是无效的。但有一却未必就有其二。只要个人次优化的方式不同，换句话说，个体之间存在着多样化，我们一样能得到有效的结果。

CUP：你为什么总是慎用一些常见的指标，比如说市盈率，对企业或是个人进行评价呢？

MM：我对这个问题有一个非常不同寻常，而且总能让我们浮想联翩的答案：黏液菌。在食物充足的时候，黏液菌以个体形式而存在，表现为单细胞生物。但是在食物短缺的时候，这些细胞就汇聚为一个大的聚合物。因此，这个黏液菌到底是“它”还是“它们”完全取决于环境。

好的理论就是能在原因和结果之间建立起合理而可靠的联系。但是在更多的情况下，理论却只能依赖于系统的内在属性。比如说投资，你也许会觉得按低市盈率购买一家就是好事。但事实上，很多投资公司却是依据属性来决定自己的对策。

然而，真正能站得住脚的理论只能服从于环境的要求。因此，低市盈率到底好不好，也只能依据具体环境而论。既然说通货膨胀预期和税率的波动性等价值的基本原动力是变化的，那么，我们市盈率是否合适的判断自然也要随之而动。



像“发现频道”一样有趣的股市真经

我们的祖先类人猿天生是逃避猎手、围攻猎物的高手，但却不是投资理财的天才。进化让它们身上的毛发越来越好（只不过不同物种有所差异而已），但我们的生理倾向似乎依然如故：为战而战，不计代价，金钱似乎就是身外之物。在雷格梅森资产管理公司的首席投资战略专家迈克尔·莫布森看来，和 CNBC 的财经频道相比，生物进化的里程也许可以给我们的投资带来更多、更深邃的启发。

在他的新书《反直觉投资》中，莫布森向我们展示了他的博学多闻，更让我们看到，从黏液菌，到赌马，几乎任何一个领域的智慧都可以在投资世界里找到自己的身影。

长期以来，莫布森一直对以跨学科方式去认识投资这一观点笃信不已。也许正是出于这个原因，让他的书看上去既像是股市投资手册，又有点像“发现频道”的解说词。他在本书的引言中写道，“跨学科合作可以为我们认识企业和市场的运作机理提供最深刻的切入点。”

例如，莫布森在书中提到了神经学教授罗伯特·萨波斯基教授的著作《斑马为什么不得溃疡》。罗伯特在文中，从进化科学、心理学和脑化学角度出发对比了斑马和基金经理。他指出，预见力和市场控制力的丧失会给基金经理带来压力。就像一只面对觅食狮子的斑马，同样，基金经理也需要对迫在眉睫的危险做出决策，在这种情况下，他只能采取短期的行为，而不可能去考虑什么长期目标：像斑马那样，逃之夭夭。这就“有可能带来次优化的基

金管理决策”。至于莫布森针对学科之间的“融会贯通”，可以为投资者带来更多、更深刻的启示。

SmartMoney (以下简称 SM): 你能解释一下跨学科的投资思维方式吗?

迈克尔·J·莫布森 (以下简称 MM): 本书的真正精髓在于, 要真正成为一位成功的投资者, 或者说一位成功的商人, 甚至是一位成功的人, 重要的是不仅要了解自己熟悉的领域, 还要放眼大局, 了解其他学科领域的最新进展, 汲取精华。这可以拓宽你的视野, 完善你的决策。如果你总是像周围人那样看一样的书, 听一样的课, 根本就不可能找到什么新的灵感。

SM: 你在书中写道, 如果所有投资者都定位于长期性投资, 市场将会遭受一场“多样性崩溃”的灾难, 并因此导致市场归于无效。你为什么这样说呢?

MM: 要形成一个有效的市场, 我们首先需要三个条件: 投资者的多样化、集合 (形成一个市场) 和激励 (明显的经济回报, 或是声望之类的其他回报)。而多样性又是最难以把握的方面, 它可以表现为多种形式: 技术面投资和基本面投资, 增长型投资和价值型投资, 长期和短期投资等。与此同时, 多样性还是我们认识市场有效性的关键因素之一。当我们在市场上步调一致的时候, 也就是市场归于无效的时候。

SM: 当市场行为给投资者或基金经理带来压力的时候, 到底会发生什么呢?

MM: 考虑到最近几周股市的火爆, 现在讨论这个问题也许正是时候。在这个问题上, 我的灵感来自于神经学家罗伯特·萨波斯基。他用动物世界的压力为我们阐述了这个问题。假如我们也是一只动物, 比如说斑马, 当猎食的狮子正在迫近的时候, 我们身上的压力机制也就启动了……只要逃避危险, 我们就可以重新找会属于自己的一片宁静。但人就不一样了, 我们的绝大部分压力并非来自身体, 而是心理, 即将到来的期限、手里的钱财或是人际关系,

常常会让我们难以承受。但这些东西也可以触发同样的生理反应。这并没有什么特殊之处，但其中的问题在于，一旦我们感受到这些压力的时候，就无法去摆脱它们，于是，我们的身体每天都会处于这种紧急状态之中。

面对压力，我们所能做出的反应之一就是投资的短期化。如果你是一只被狮子追赶的斑马，想下一周的事情又有什么意义呢？如果一个基金经理担心未来三天的股票涨跌，他就不可能去想以后三个月的事情，更不用说以后三年的事情了。这同样会导致多样性的缺失。在日常生活中，你肯定有办法解除压力。投资也一样，当你受迫于短期效应的时候，一定要意识到：这本身就是一个长期的过程，时间的推移，必然会让市场走出低谷。

SM：这是否能从部分上解释共同基金的转手率在过去 15 年内有增无减的原因呢？

MM：短期投资也是一种策略，比如说利用短期套利进行的投资。我并不反对这个。从本质上说，短期性策略也没有任何不对的地方。但是，假如你原本准备进行长期投资，但在事实上又进行着短线运作，这就有可能造成问题。说是一回事，做又是另外一回事了。为什么说短线策略会带来问题呢？大量有据可查的资料表明，基金交易越活跃，交易成本就越高。而这意味着股东的低回报。此外，如果你言称长线投资，实则短线运作，你周围的环境未免会出现过多的噪音，以至于让你自己都难辨真假。

SM：你认为，大多数投资理论存在的问题是什么呢？

MM：孤立地看待问题显然不足以帮助我们认识理论的进化过程。我们必须收集大量的数据，从中进行筛选，进行假设推理，检验分析，寻找其中的不规则之处。我在书中引用了克莱顿·克里斯坦森（Clayton M. Christensen）的观点，他认为，当我们习惯于某一事物的时候，就会不由自主地以属性去评判它们。事实上，大量的投资都是以属性为基础的。比如说，低市盈率的股票就是好股票，这几乎已经成了颠扑不破的真理。但真正科学的理论必须依赖于具体环境。换句话说，低市盈率在某些情况下是好事，换

一个环境也许就会变成坏事。关键的问题在于，不应该仅以属性去评判一切，还要考虑它们所处的环境。诸多因素促使我们的投资过分地依赖于属性——不过我是一个地地道道的价值投资者、一个增长型投资人。



魔鬼？狐狸？投资智者？

迈克尔·J. 莫布森喜欢把自己说成是狐狸，而不是刺猬。当然，他的确是一个舞文弄墨的好手，但绝对不是浮夸炫耀之辈。希腊诗人阿基罗库斯曾经说过：“狐狸知道很多事情，但刺猬却只知道一件最重要的事情”。对于雷格梅森资产管理公司的首席投资战略专家莫布森来说，这句话却蕴涵着一个颠扑不破的真理：投资者必须要读百家书，吃百家饭，而不能把自己园围在某一个行业上，或是一味盯着所谓的投资战略。

毫无疑问，他一直在义无反顾地遵循着这一理念。在哥伦比亚大学出版社刚刚出版的新书《反直觉投资》中，他集百家之长，借助多学科的研究成果对投资进行了剖析。“关注金融投资之外的世界，可以让你像一个真正的生意人那样，做出更出色的决策”，莫布森认为，“这就要求我们多看多学，关注科学或是心理学的重大发展。”但回报肯定是你意想不到的，因为你会发现很多有价值的借鉴之处，这些收获绝对不是从报纸或是电视所能得到的。

这本趣味横生的书由多篇杂文构成。书中无处有洋溢着一种新奇但又不乏令人深思的论点。实际上，只要看一眼，你便会感到如获至宝。比如说第一章“孔雀鱼的爱情：模仿之于市场的作用”，莫布森向《福布斯》娓娓动听地讲述了孔雀鱼的爱情、黏液菌以及大多数共同基金何以不敌市场的根源。

Forbes：为什么有那么多的共同基金难以撼动市场呢？

迈克尔·J. 莫布森（以下简称 MM）：目前，共同基金和其他管理基金已

经成为市场的基本组成部分，从总体发展趋势看，它们的收益率迟早要趋同于市场的平均收益率。因此，在不考虑其他成本的情况下，我们可以认为，这些基金的平均趋势应该可以是市场的镜像反映。而其中最重要的差异就体现在成本上。成本又体现为两种形式：基本费用和交易成本。

Forbes：你在书中认为，共同基金的管理更多地是为了实现基金经理的收益最大化，而不是投资者的收益最大化。

MM：在这个问题上，我向引用查尔斯·艾利斯（Charles Ellis，作家兼投资战略家）的观点。他对投资的职业化和商业化进行了区分。专业化的目的在于为基金持有者创造优异的回报，因此，富于专业意识的基金经理倾向于长期持有基金，更具有耐心，更多地去思考，从而让投资更富于理性，也更有把握。

但商业化的目的则是在于为投资公司创造更多的收入和费用。创建一个健康而富有活力的企业当然不是坏事，但这支钟摆却有可能偏向于商业性而远离专业性理念，以至于让他们的身上充满了铜臭味

Forbes：为什么大家都要投资于一个在市场面前甘拜下风的基金呢？

MM：原因众多。其一，希望催生永恒。我们都愿意想当然地认为自己能实现找到那匹可以成为黑白的基金。其二，则是我所说的“近期”偏差。我们总是想投资于近期表现良好的股票。

直到最近，大家还在津津乐道如何投资新兴市场 and 商品基金，但 5 年前才是它们的真正好时光。而 5 年之前，每个人嘴里谈的都是科技和通讯，遗憾的是，我们又晚了 5 年。

Forbes：还是到一些不为我们所看好的非传统领域寻找投资的灵感吧。投资者可以从黏液菌身上学到什么东西呢？

MM：我第一次意识到这一点是因为 Mitchel Resnick 教授的《黏液菌、白蚁和交通阻塞》一书。他在书中谈到了黏液菌，以及多年以来黏液菌何以