

格雷厄姆的理性投资学

如何在理性与感性之间做出合理决策

Your Money and
Your Brain

〔美〕贾森·茨威格 (Jason Zweig) 著

刘寅龙 译

SPM



格雷厄姆的理性投资学

〔美〕贾森·茨威格（Jason Zweig）◎著

刘寅龙 ◎译



SPM

南方出版传媒

广东新华书店

图书在版编目 (CIP) 数据

格雷厄姆的理性投资学 / (美) 茨威格著; 刘寅龙译. —广州: 广东经济出版社, 2015.3
ISBN 978-7-5454-3948-9

I. 格… II. ① 茨…② 刘… III. 投资经济学 IV. ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 050605 号

版权登记号 图字: 19-2009-019 号

Your money and your brain: how the new science of neuroeconomics can help make you rich
Original English language edition Copyright © 2007 by Jason Zweig
Simplified Chinese characters edition arranged with Simon & Schuster Inc.
through Big Apple Tuttle-Mori Agency, Labuan, Malaysia.
Simplified Chinese edition copyright © 2015 by **Grand China Publishing House**
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 楼)
经销	广东新华发行集团
印刷	深圳市福圣印刷有限公司
开本	787 毫米 × 1092 毫米 1/16
印张	20.5 印张
字数	325 千
版次	2015 年 5 月第 1 版
印次	2015 年 5 月第 1 次
书号	ISBN 978-7-5454-3948-9
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: 广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

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

邮购地址: 广州市环市东路水荫路 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

致中国读者信



To my friends and readers in China,
I hope you enjoy this book
and that it will help you prosper —
and also to help you lead a happy
and meaningful life.

Best wishes,

Jason Zweig



亲爱的中国读者们：

希望你们喜欢这本书。我相信读完这本书，你们一定会
受益匪浅，拥有更快乐、更有意义的人生。

祝一切顺利。

贾森·茨威格



如果我在华尔街 60 多年的经验中发现过什么的话，那就是没有人能成功地预测股市变化。

投资并不需要高人一等的洞察力和知识。最需要的，就是为自己制定简单易行的原则，然后再矢志不移地去坚持这个原则。

公众性的投机绝对是不可救药的投资毒瘤。从财务角度看，事不过三才是雷打不动的规律。

在拿出自己的真金白银之前，每个投资者都应该进行一年的练习：设计投资策略，挑选股票，检验结果。

大多数人通过价格来判断股票的价值，而在评判企业价值时则依赖于价值的计算。

投资的安全边际就是按低于内在价值的价格取得资产，实现物超所值。

权威推荐



丹尼尔·卡尼曼 (Daniel Kahneman)

2002 年诺贝尔经济学奖得主、《思考，快与慢》(*Thinking, fast and slow*) 作者

这本书文风清雅、妙趣横生，充满了闪光的智慧，它让我们对自己的大脑、思维，当然还有手里的钱有了更深刻的认识。第一次拿起这本书的时候，你会感到如沐春风、茅塞顿开，我相信你绝不会只看一遍，因为每次拿起它，你都会觉得有所收获。

比尔·米勒 (Bill Miller)

雷格梅森资产管理公司董事长兼首席投资总监

贾森·茨威格是当今研究投资过程的顶级专家。而这本书则是介绍神经经济学这一新兴学科的超级作品。认真地品味此书，你绝对能体会到物有所值的真正含义，因为它会让你变成一个更理性、更善于思维、更出色的投资者。

彼得·L. 伯恩斯坦 (Peter L. Bernstein)

畅销书《与天为敌》(*Against the Gods*) 作者、著名财经作家

正如作者所言，本书的内容就是你的大脑，但你的大脑绝不是本书的核心。幸运的是，书中有贾森·茨威格的大脑，这是一个精妙绝伦、充满魔力的大脑；一个发人深省、强大无比的大脑；一个与众不同、无与伦比的大脑。让我们用心倾听茨威格如何讲述他的奥秘吧。我读过无数本关于投资的书，但从未读过像这样让人豁然开朗的书。

戴维·卓曼 (David Dreman)

畅销书《反向操作投资策略》(*Contrarian Investment Strategies*) 作者
美国知名的价值型基金经理人

作为一本开创性巨著，贾森·茨威格的研究成果动摇了很多传统的投资者行为理论。茨威格让投资行为学更深一步、更进一步。他为我们揭示了一系列的投资真谛，只要遵循这些规则，就能避免作出任何让投资者付出代价的非理性决策。可以说，《当大脑遇到金钱》让无数枯燥乏味的投资类书籍相形见绌。

威廉姆·伯恩斯坦 (William Bernstein)

俄勒冈健康科学大学临床神经学教授

美国著名财富管理公司 Efficient Frontier Advisors 的创始人之一

畅销书《投资的四大支柱》(*The Four Pillars of Investing*) 作者

贾森·茨威格不仅让我们深刻了解大脑里的那个财务恶魔，也让我们深知它身在何处，何以会让我们没有发财，以及如何压制它。无论是你自己，还是你的子孙，都将受益于这本书。

《出版商周刊》

人们常把理财不善的原因归责于教育的束缚或自己的老板太小气。但贾森·茨威格经过他的无数次研究和实验，指出该问题的真正元凶是你的大脑。贾森·茨威格结合神经学、经济学和心理学，在书中解释了人的生物学特性怎样引导我们作出正确或错误的投资决定。

《书目》杂志

你是否每日为投资而忐忑不安？你是否仅凭“直觉”或“一时之勇”就买了某只股票？本书作者贾森·茨威格认为，最新科学研究结果显示人们的这种普遍投资行为常以失败而告终，并且这类投资行为的发生是基于人的大脑对金钱的反应。



第 1 章	神经经济学 从人性与本能层面看透理性投资	1
	你的投资策略真的正确吗	4
	认识你的投资本性	7
第 2 章	理智与情感的较量 证伪是一种有效的思考路径	11
	股票为何一卖就涨	14
	别让直觉剥夺了理性思考	15
	直觉系统，巨幅波动的探路者	19
	思维系统，决策难题的终结者	22
	聪明的人，为何做出愚蠢的举动	23
	账户总额比即日盈亏更重要	26
	三思而后行的 10 项投资原则	29
第 3 章	贪婪渗透到神经系统深处 忽悠投资者的伎俩	39
	幻想赚钱比拿到钱的感觉更美妙	42
	马克·吐温一夜暴富的美梦破灭	43
	大脑的高保真网络	44
	天使？魔鬼？大脑的搜寻系统	47

听到谣言买，听到消息卖	49
投资者为何总牢记盈利，忘记亏损	51
前方不一定满是“金子”	52
预期收益面前，概率法则终将失灵	53
一心追逐热门股，却长坐冷板凳	56
遏制贪婪的5项建议	59

第4章 预期与猜测 无可救药的投资毒瘤 63

从通天塔到肥皂泡	66
用毫不相关的变量预测价格	68
鸽子、老鼠和随机性	69
如何驾驭我们的投资大脑	73
多巴胺与收益上瘾征	75
预测瘾：一相情愿的投资病态	78
大脑开启预测模式时，你还没意识到	80
三次成趋势	82
专业投资者更善于捕捉趋势吗	85
理性预测的8种方法	89

第5章 自信，需要节制 投资天才与投资傻瓜的轮回 101

小心！你的心里藏着一个骗子	105
投资者的恋家情结	109
彼得·林奇的“买自己所知”	111
“哈莉·贝瑞”神经元	114
股市的控制幻觉与偶然性关联	117
收益让投资者误判风险	121
手风正顺，或许是一种错觉	123
后见之明与预测未来	128
盲目自信，通往投资地狱之路	131
适度自信的11个绝招	137

第6章 有效规避风险 如何躲避投资路上的明枪暗箭 145

旁观者清：在市场风暴中保持冷静 148

当虚假恐惧遭遇真实风险 148

蜜蜂如何确保每朵花都采到蜜 151

止损，其实等于赚钱 153

人类大脑的定式思维 157

10% 与 1/10，数字表述的陷阱 160

逆向投资者对话趋势交易者 161

别拿生活费去股市撞大运 164

化风险为收益的 8 条建议 167

第7章 别让恐惧影响决策 投资行为举步维艰的根源 175

惧怕之感胜过惧怕之物 178

一朝遇崩盘，十年不入市 182

金钱不会自动流入恐惧者的口袋 186

投资者为何总爱推销自持股 189

艾尔斯伯格悖论 191

制定决策程序的 4 个步骤 195

第8章 意料之外的惊奇 如何应对黑天鹅事件 201

谷歌净利增长 82%，市值却暴跌 16% 204

揭示意外之源 205

意外的不对称性 207

“服用海洛因”的财务报表 210

打破意外的 5 条常识 213

第9章 抛弃懊悔 从错误中吸取教训并理性学习 219

金融领域的“第一运动定律” 222

损失厌恶感，投资者的本能	225
持盈沽亏为何如此难	226
捡来的钱：意外之财让你变得阔绰	229
选择链：并非越多选项越好	231
股市，酝酿反现实思维的摇篮	232
预期的后悔与看得见的盈利	235
墨菲也是投资家	238
赔钱让你的脑岛如火如荼	242
错过与过错，哪个更让你后悔	246
远离懊悔的 11 条启示	249

第10章 财富与命运 用金钱实现更有价值的人生目标 259

金钱与快乐：蛋与鸡的逻辑	262
富人享受投资过程，穷人只看结果	264
更大花销不一定带来更多快乐	267
“经历”比“实物”更能让你愉悦	269
幸福秘诀：金钱是手段，而非目的	272
忙于对比，忘记寻乐	274
心情好有利于赚取更多财富	277
生活中的时间价值	281
今天比明天更应该储蓄	285
年纪越大，幸福感越强	286
快乐又富有的 17 个窍门	291

附录 I	10 项投资基本原则	299
附录 II	投资时需要遵循和防范的注意事项	301
附录 III	每个人都应遵循的《投资方案书》	304
附录 IV	本书中的世界顶尖学者	306

第 1 章

神经经济学 从人性与本能层面看透理性投资

“我怎么能这么愚蠢呢？”如果从来没有如此痛心地对自已咆哮过，那么你肯定不是真正的投资者。

为了让你了解精彩绝伦的金融知识，我将带你走进多间由世界顶级神经经济学家的实验室，通过第一手资料向你介绍这些奇妙无比的实验。

YOUR MONEY & YOUR BRAIN



不要预测，但又不自觉预测

为什么投资者认为格雷厄姆假设的“市场先生”如此有诱惑力呢？事实证明，投资问题与我们的大脑密切相关：人类是喜欢寻找并遵循模式的动物。心理学家证明，假设人们得到一个随机结果，并告诉他们结果是不可预测的，然而，他们仍然试图猜测下一个结果是什么。比如赌徒认为“知道”下一次掷骰子将会出现 6 点；观众“知道”乔丹下一次投篮一定会得分；以此类推，投资者“知道”创业板上的某一只热门小盘股将成为下一个谷歌。

神经学突破性研究表明，人们的大脑天生会感知趋势，即使趋势并不存在。一只股票连续上涨了三天，人们就会自动预感第四天它还会上涨。如果第四天这只股票真的上涨了，多巴胺就会释放出来，从而使大脑充斥着一定程度的快感。如此往复，人们就会不自觉地染上“预测瘾”。

不进行研究的投资，就像打扑克从不看牌一样，必然失败！

——彼得·林奇

“我怎么能这么愚蠢呢？”如果从来没有如此痛心对自己咆哮过，那么你一定不是真正的投资者。在人类的诸多行为中，没有任何事情能像投资那样，让很多聪明人都显得愚蠢至极。也正是出于这个原因，我才想用每个投资者都能理解的方式，来解释在制定与金钱相关的决策时我们大脑的工作流程。无论是工具还是机器，要做到物尽其用，首先就需要了解它的工作机理；同样，如果不能优化你的思维，就永远也不可能实现财富的最大化。幸运的是，在过去几年里，科研人员已经在这些领域取得了突飞猛进的发展，从而让我们更深刻、更全面地认识到人类的大脑是如何评价收益、衡量风险和计算概率的。更不可思议的是，现在的技术，居然能让我们精确地观察到大脑中的神经回路在进行投资时是如何开启和闭合的。

自1987年步入财经新闻这个行业以来，我还从来没有听说过有什么东西能像“神经经济学”研究带来的成果这样，如此神奇莫测，如此精辟深邃，如此让我兴奋不已。这是一个集神经学、经济学和心理学为一体的新型领域，只有通过这个新的研究领域，我们才能从生物的本能层次去认识投资行为的原动力，而不只是单纯依赖传统的投资理论和实践。这些基础性认识的出现，将会让所有投资者为之一振，而它给投资界带来的震撼，将是史无前例的。

为了让你了解这些精彩绝伦的金融知识，我将带你走进多间世界顶级神经经济学家的实验室，通过第一手资料向你介绍这些奇妙无比的实验。

我之所以敢这么说，是因为我自己的大脑曾经不止一次地被当成这些研究人员的实验对象。

你的投资策略真的正确吗

神经经济学的最新研究成果认为，我们曾经接受的无数投资理念都是错误的。从理论上来说，我们越是勤奋，就越能了解投资；而对投资了解得越多，我们赚到的钱也就越多。经济学家始终坚信——投资者知道自己需要什么，也了解风险和收益之间此消彼长的关系，更知道如何以符合逻辑的方式来利用现有的知识去实现投资目标，见表 1.1。每个人都知道：

表 1.1 投资理论与实践的对比

理 论	实 践
拥有清晰明了和始终如一的投资目标	不清楚自己的投资目标，或者目标已不再适合现在的情况
认真计算出成功或失败的概率	你对表亲推荐的股票“确信无疑”，直到股票跌到一文不值时，你才大惊失色
清晰了解自己能承受多大的风险	当大盘上涨时，你说自己有较强的风险承受力。但是在股市下跌时，你却变得无比脆弱和手足无措
能有效处理现有的全部信息，从而实现未来财富的最大化	尽管你持有安然和世通的股票，但从未认真阅读过他们的财务报表，这就错过了识别危险的机会
越聪明的人，赚的钱越多	1720 年，牛顿在股市大跌中赔得一塌糊涂，很多天才在财务上同样会犯低级错误
越是紧密跟踪自己的投资，赚的钱就越多	随时跟踪所持股票消息的投资者，收益率低于那些不管不问的投资者
在投资上投入的精力越多，赚的钱就越多	一般来说，“专业”投资者的投资业绩与“业余”投资者毫无差别

- 自己应该低买高卖，但在更多情况下，我们是在高买低卖；
- 打败市场几乎是不可能的，但几乎每个人都觉得自己能把市场踩在脚下；
- 在惊慌失措间匆忙抛售不是好办法，但如果一家公司公布每股收益是23美分，而不是24美分的话，转眼之间，你就会损失50亿美元市值；
- 华尔街的战略家们根本不可能预测到市场走向，但投资者还是对电视上夸夸其谈的理财专家们顶礼膜拜；
- 追逐热门股或是热门基金，注定是烧钱之路，但每年还是有上百万投资者闻风而动——尽管就在一两年内，他们还痛心疾首地发誓：绝不再让自己为此而受伤。

本书的主题之一，就是告诉读者：我们的大脑常常会驱使我们做出非理性行为。尽管这些行为在情感上无可厚非，它让我们成为有血有肉的人。然而，人类大脑的使命，就是尽可能帮助我们求得生存，规避危险。深藏在我们大脑中的情感回路，会本能地让我们去憧憬和追求一切具有回报色彩的东西，同时规避任何可能的风险。

和这些由历经千百万年锤炼出来的神经细胞发出的本能刺激相比，作为理性思维的分析回路——大脑皮层，却是稚嫩而微薄的。不过，和大脑中最原始部分（感觉）的强大势力相比，这个稚嫩的分析部分显然有点不自量力——甘处下风或许是它最明智的选择了。正因为这样，我们才能接受这样一点事实：知道正确的答案和采取正确的行为完全是两回事。

在北卡罗来纳州的格林斯伯勒市，有一位叫艾德（姑且这样称呼他）的房地产经纪人曾投资于多家高科技生物科学公司。在最后一次豪赌中，艾德投资的股票中至少有4只跌幅超过90%。艾德回忆起在投资损失达到50%时的情形说：“我发誓，如果股票再跌10%，我就全部出手，但当股价继续下跌时，我只是在不断地减仓，而不是清仓以全然脱身。因为我认为账面上的损失比实实在在的损失更能让人接受。”他的会计师也多次提醒他：如果卖掉股票，他就可以把这笔亏损入账，至少还能抵减一部分需要缴

纳的所得税。但艾德难以面对这样的事实，他依然绝望地反问自己：“万一股价反弹呢？”然后解释道，“那样，我会后悔两次，一次是因为买进这些股票，一次是因为卖掉这些股票。”

20 世纪 50 年代，兰德公司的一位年轻研究员曾经思考过这样一个问题：自己到底应该把多少退休金用做股票投资，多少用于债券投资。作为一名线性编程专家，他深知，“我应该计算出各种投资产品在以前的协方差系数，然后，再为自己确定一条有效边界。但是，假如股市真像我预测的那样一路上扬，而我没有置身其中；或是股市像我预计的那样一路下挫，而我深陷其中不能自拔，那么，我肯定会悔恨不已。我的目的无非就是要最大限度地减少未来的后悔，因此，我按 5/5 平分的原则，把全部投资平均分配在股票和债券上。”

这个研究员的名字就是哈里·马科维茨 (Harry Markowitz)。几年之后，哈里·马科维茨在《金融周刊》(*Journal of Finance*) 上发表了一篇名为《投资选择》(*Portfolio Selection*) 的文章。20 世纪 90 年代，哈里·马科维茨与他人合作，共同获得诺贝尔经济学奖，而获奖的原因，在很大程度上归功于他在数量经济学上所总结出的但却始终未能运用到自己投资中的重大理论。

退休军官杰克·赫斯特和妻子安娜·赫斯特居住在亚特兰大附近，他们应该算是非常保守的投资者了——他们的信用卡从来就没透支过，全部资金几乎都投资在红利型蓝筹股。但杰克·赫斯特还有一个被他自己称做“玩一玩”的投资账户。通过这个账户，他用极少量的资金去冒大风险——在股市上找几只股票作长线投资，把有限的赌注押在上面，这就是杰克·赫斯特为实现一夜暴富而采取的投资方式。杰克·赫斯特的梦想就是买一辆为四肢瘫痪者定做的“温尼贝戈”(Winnebago，美国知名房车制造商。——译者注) 房车，然后再买一所可以为患者及其家属提供特殊护理的“ALS 公寓”。这样的梦想对杰克·赫斯特来说非常重要，因为他患有肌萎缩性侧索硬化症（简称 ALS，或洛盖赫里格病，是一种运