

Mc
Graw
Hill
Education

Investing and the Irrational Mind

投资与 非理性思维

投资市场中，为什么成功的少，失败的多？
面对市场波动，是恐惧退出，还是冲动进入？

[美] 罗伯特·科佩尔 (Robert Koppel) 著
孟 昕 可静波 译

人民东方出版传媒
People's Oriental Publishing & Media
 东方出版社
The Oriental Press

Investing and the Irrational Mind

投资与 非理性思维

[美] 罗伯特·科佩尔 (Robert Koppel) 著
孟 昕 可静波 译

图书在版编目 (CIP) 数据

投资与非理性思维 / (美) 科佩尔 (Koppel, K.) 著; 孟昕, 可静波 译. — 北京: 东方出版社, 2014. 9
书名原文: Investing and the irrational mind
ISBN 978-7-5060-7748-4

I. ①投… II. ①科… ②孟… ③可… III. ①投资行为—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 214543 号

Robert Koppel, INVESTING AND THE IRRATIONAL MIND, ISBN:978-0-07-175337-1

Copyright © 2011 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and People's Oriental Publishing & Media Co., Ltd (Oriental Press). This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2014 by McGraw-Hill Education and People's Oriental Publishing & Media Co., Ltd (Oriental Press).

版权所有。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔 (亚洲) 教育出版公司和人民东方出版传媒有限公司 (东方出版社) 合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内 (不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 销售。

版权© 2014 由麦格劳-希尔 (亚洲) 教育出版公司与人民东方出版传媒有限公司 (东方出版社) 所有。本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

著作权合同登记号: 图字: 01-2012-5540 号

投资与非理性思维

(TOUZI YU FEILIXING SIWEI)

作 者: [美] 罗伯特·科佩尔 (Robert Koppel)

译 者: 孟 昕 可静波

责任编辑: 徐 玲 郭 国

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 三河市金泰源印务有限公司

版 次: 2014 年 10 月第 1 版

印 次: 2014 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 1—5000 册

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 12.5

字 数: 172 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-7748-4

定 价: 38.00 元

发行电话: (010) 64258117 64258115 64258112

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场
如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 64258029

几年来，我协助指导了几家美国交易所的发展，现任芝加哥期权交易所主席兼 CEO，曾在芝加哥商品交易所和美国证券交易所工作，我非常乐于结识很多职业交易者和投资者。另外，我本人也是如饥似渴的个体投资者。

我认识的很多职业投资者已经成为传奇人物，本书介绍了其中一部分人。然而，他们的成功经历并非一帆风顺，都是赢利交易，而是一路屡败屡战，不断地进行学习和反省的过程。其他的一些职业交易者及更多的业余投资者——没能取得同样的成功，他们在缺乏“情感智商”的条件下必然要费一番苦功才能学会那些方法，甚至在市场激烈变化时要知道“最好的出逃战略”。约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）警告说，市场能够长时间地保持非理性，超过投资者的负债能力，对那些不能领会这些警告的人而言，在其成为一名成功的投资者或交易者的道路上可能走不远。

本书还说明，正规教育和天赋智商并非获得市场成功的首要因素。使用这种无与伦比的务实风格，沃伦·巴菲特讲得最好：“投资不是智商 160 的家伙打败智商 130 的家伙的游戏……需要一个明智的知识决策框架，以及避免情绪化影响框架的能力。”

以上，就是在最宽泛的意义上，罗伯特·科佩尔（Robert Koppel）在本书中所探究的内容。

本书不同于关注细节分析或策略技巧（左脑功能）以及市场操纵简单公式的其他图书。本书作者

和他引证的专家建议，不能也不应忽略投资者的情绪，将市场决策留给自动贸易系统，而是要通过完全不同的方式。内在的基调是，最好的投资者能够识别自己的情绪，发挥其优势，不让这些情绪影响自己。

科佩尔在他的介绍中声称，他逐渐认识到，市场实际是“罗夏测验”(Rorschach test)^①——能够通过这面镜子清晰地照到自己，包括他与市场打交道时的个人信仰、情感与矛盾。他能够专业地回答，为什么这些错综复杂的人为因素可能会影响到投资者在市场中的成功几率。

好消息是，罗伯特指出，甚至是“老狗”也能学会投资的新把戏。我们能够掌握新技术，推陈出新，克服造成恶果的情绪，而且通过实验可知，我们可以自行建立自发的心理反应和自我风格。我们可以这样做的原因是，最近关于大脑“可塑性”的发现证明我们能够改变。

本书的读者可能在书中发现一个新的事实——很多投资者采用“实战教程”的形式，有助于改变他们对重要领域的思考。我相信，这或多或少地会影响到当今最新的投资策略、交易系统或者技术图表格式。对罗伯特而言，本书还代表着其他成功的尝试，他的著作提供的经验，对人们的投资生涯可能极为重要，非常宝贵。

对世界上大多数人而言，2008 年金融危机导致了无数的人生失败与绝望。然而，对很多经济学家来说，这似乎引发了他们数年来（不然就是数十年来）精心培养的信仰系统的危机。这个信仰系统，如下所述：经济模型存在缺陷，但是，就像其他好的模型一样，它们保留了真实世界正确的典型事实。在这些模型中，很少有模型能像有效市场假设一样，同时对业界和大众产生巨大影响。然而，理解现实生活中的市场，意味着理解一大群独立参与者组织的交互作用。这些独立群体的风险态度、市场经验与金融复杂性不同。他们可以展现出认知的偏见与谬见——标准经济学与金融学理论假设理智的投资者可以避免这些失误。

以前，在“有效市场”虚构的舒适毛毯子下容易排除这些差异。然而，正如过去两年发生的事件戏剧性展示的那样，在人类心理学与生理学中，这样的偏见很多且根深蒂固，这并不是缺乏经验的投资新手偶然犯的错误。在某些案例中，人们（包括经济理论学者）坚持这样的行为，甚至面对相反的逻辑论点也是如此，并且无法为自身的行为提供清晰的理论根据。在丹尼尔·埃尔斯伯格（Daniel Eusberg）讨巧的言语中，它可能正出现在今天学院派期刊中，理论学者“已经调查了内心，发现与公理相矛盾，并决定……信服自己的偏好并且让公理自证”。

在过去的 20 多年里，研究人员开始将决策制定

者的心理弱点放回原处。将心理学注入经济学中的方式，一般被称为“行为经济学”，其影响足以使 *Nudge*^① 的合著者卡斯·桑斯坦（Cass Sunstein）和行为经济学先锋理查德·塞勒（Richard Thaler）成为奥巴马总统的“管理沙皇”。甚至曾听到“我们现在都是行为经济学家”的说法。最近，大脑研究的引入又产生了一个新的领域——“神经经济学”。实际上，目前已有来自生物科学、基因组学以及药理学等无数工具，等待着进入神经经济学的肥沃土壤。但令人惊讶的是，很多经济学家坚决地抵制这种进入。与自然科学不同，这种跨学科领域的发展，如生物物理学和物理化学很少遇到讨论学科基础的大部头，行为经济学和神经经济学受到的批评是，没有建立在理性人假设和无限认知能力上的古典经济理论充分。显然，积习难改。

然而，无论知识体系如何令人信服、坚不可摧，这种新式决策科学都可以基于预测的精确度及其产生的实际效果判断。因此，非常高兴看到罗伯特·科佩尔这位经验丰富的作者和市场老手，架起一道桥梁，沟通专门的学术研究和实践操作，这将吸引投资者，无论他们是新手还是老手。在这本最新的著作中，科佩尔从最新的行为经济学与神经经济学中汇集了令人印象深刻的事实。这项研究，尤其是神经经济学领域，投资者很少听说，更不用说知道如何利用它们的优势了。

这并非说明行为经济学和神经经济学为成功提供了简便答案或神奇公式。实际上，本书详细地记录了这种一厢情愿的、谬误的想法，这些想法也在一定程度上导致了我们的经济萧条。据我所知，知识思想的成功与市场上新产品推广的成功迥然不同，它需要经过几个不同阶段。一开始是建造知识体系，但只有少部分学者或领先的工业用户知道。继而，它们成为早期采用者的领域，在本案例中，可能是一些投资者的先锋队。最后，而且只限于最成功的思想，这些应用得到广泛传播，以致整个制度都会围绕这些思想建立。

① 中文版《助推：事关健康、财富与快乐的最佳选择》，由中信出版社出版。——译注

数量金融或者计量金融提供了对于这一过程的很好证明。包括哈里·马科维茨（Harry Markowitz）和费希尔·布莱克（Fischer Black）等杰出人物在内，我们现在已经很难想象生活可以脱离这些建立在金融风险与估价基础上的模型。我认为，行为经济学目前已经达到第二阶段，而神经经济学仍然处在第一阶段，正在走向第二阶段。

然而，很难看到行为经济学和行为金融学稳步走向第三阶段。行为经济学已经成为一系列发现与处理方法，虽然很有力，但没有使自身成为那种区别于机制的系统性日常行动。神经系统的远大前程是，有一天，可以提供丰富的数量信息，落实到交易所的日常业务中。也就是说，将来我们能够建立体系，考虑到构成体系的个体或者集体的遗传、心理与大脑反应，类似于现在投资场景中所使用的金融工具。

在罗伯特·科佩尔等一批前瞻性思想者的眼里，那一天已然充满希望。同时，罗伯特的代表著作，也以令人愉悦、平易近人的风格，详尽地讨论了新思想与相关数据。总而言之，为了能在当今市场上取得成功，投资者不仅需要消化吸收来自市场的相关信息，而且还要考虑自己大脑的残缺机制，因此本书为此提供了指南。

9·11 事件后不久，我离开纽约，返回芝加哥。我想，自己再也不会写关于金钱的心理学了。作为多部在投资与货币问题上受欢迎的图书作者，我还有什么话可说呢？然而，伴随着一群贪婪、荷尔蒙分泌旺盛且极具天才智商的交易者带来的全球金融危机，我再次有了斗争的冲动。几年前，谁能预料到最近金融世界丧身于受过数学家和理论物理学家训练的金融家之手？

新闻中，讨论“黑天鹅”隐身为住房抵押债券或者“理论学家发疯”的威胁，绝不遥远，可能就是最近的现象。问题既不是量子物理与微分学的灾难性后果，也不是一帮任由来自哈佛、麻省理工学院和普林斯顿的优等生们胡作非为的全球智囊团。

应该将近期的经济波动归咎于我们对金融与市场心理学的基础理解，以及那些神秘的、无意识的力量——人类情感、社会规范，以及痴心妄想的预期——它们指导我们的投资决策。事后看来，我们应当听从沃伦·巴菲特的警告，制定金融决策时，“当心使用公式的极客们”，考虑我们大脑系统的、可预测的非理性。

根本的非理性

经济学家回顾 18 世纪，该领域与自然科学相关联，传统上，对金融活动的解释已经被理解为根本理性。在金融领域中，人们广泛认可“有效市场假

设”，它是法国数学家路易·巴舍利耶（Louis Bachelier）首先表述的。路易·巴舍利耶认为，市场是“信息有效”的，投资资产的价值反映了所有公开可得的信息。然而，这个理性模型正在逐渐遭到越来越多的抨击，因为极具启发性的事实正引起我们作为市场参与者的深层检查。真正的问题是，我们是否按资产组合的最大利益行事。

受益于最近行为金融学与神经经济学领域的真知灼见，自从交易权威和教练散布的严格的投资公理与对流行心理学的依赖，今天的市场心理学已经走了很远的路。今天，看来几乎所有大项拨款和常春藤资质的人都在证明我们实际上是多么缺乏理性，包括我们的爱情、商务关系，尤其是本书将要研究的——我们的钱包。哈佛大学、加利福尼亚理工学院、杜克和伯克利等机构发布的研究表明，当涉及花费我们的辛苦所得，并制定金融决策时，会产生羊群效应。我们将在后文中讨论从大脑成像到“身心统一论”问题，并加以证明。伊利诺伊大学最近的研究表明，我们的大脑对市场的认识，不是将市场看作一节秩序井然的代数课，而是一片野生的丛林。

在《怪诞行为学：可预测的非理性》（*Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions*）中，麻省理工学院教授丹·艾瑞里（Dan Ariely）探索了包罗万象的选择，从职业偏好到性伴侣，都源于根深蒂固的感情、被误解的信念以及文化规范，正如他的书名所暗示的，并不是没有意义或者随机的，而是可以预期的：不可避免且是非理性的。他的著作基础是行为经济学家和心理学家们的洞见，其中几位是诺贝尔奖获得者：丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）、赫伯特·西蒙（Herbert Simon）、理查德·塞勒、罗伯特·希勒（Robert Shiller）和罗闻全（Andrew Lo）。

本书关注的是，我们在管理交易与投资组合时，如何克服非理性，我将详细研究这个团体对行为金融学领域的贡献，我们既可以向他们学习，也可以自学，以便成为更优秀的投资者。

我的经历

德国哲学家叔本华 (Arthur Schopenhauer)，头脑发达，两鬓斑白，他曾经写道：“每条真理得到公认需经三个阶段：起初，它遭到嘲笑；然后，受到反对；最后被认为是不证自明的。”对行为金融学而言，经历了长期的丑化嘲笑和学院批评后，现在到了第三阶段。事实上，使用心理学词汇理解金融领域，正是长久以来我在芝加哥商品交易所交易外汇、利率与股票期货时观察市场的方式。

自从我开始进入交易市场，总是可以看到市场、投资同行以及自己某些不可否认的非理性。尽管我初到交易所时，缺乏实际金融训练，除了在哥伦比亚大学经济学、哲学以及群体行为学的学位，我最大的财富就是有个强烈去发现这个地方为何蓬勃发展的愿望。到底是哪些背后的力量在控制着我们在金融丛林里的生存？竞争对手通常对我的竞争情报的追求不感兴趣，比起他们要传授的，我想学的更多。

今天，我已拥有作为市场老兵的视角，从事证券与长短期期货交易 30 多年，应用过技术与基础分析以及多种金融工具。我曾是交易自己账户的交易成员，也曾经领导芝加哥商品交易所集团清算公司。当时我受聘管理一队独家交易者，他们是每一宗芝加哥商品交易所及芝加哥期货交易所的交易的市场的决定者，两大交易所构成了今天世界上最大的期货交易所 CME 集团。我也与我的商业伙伴一起，开始运营兰德金融服务公司的内部游戏部门 (Rand Financial Services' Innergame Division)，这是在同行业中公认的最大的企业之一，同时为管理着 5 000 万美元到几十亿美元资金的机构客户执行交易和清算服务。在纽约，我管理一家 3 亿美元对冲基金，为独家交易商团队监督并且创造风险参数。另外，我喜欢交友与交流，同顶尖的交易者、投资基金管理人以及金融专家进行了数百次深度访谈。这些都编入拙著，如《交易内幕》

(*The Inner Game of Trading*)、《直觉交易者》(*The Intuitive Trader*) 以及《钱说》(*Money Talks*)。我继续和交易者一起工作，建立模型和交易程序，而且，我还为客户提供交易策略和风险管理。此外，我自己在市场也几经浮沉。

久而久之，我逐渐认识到，股票市场是罗夏实验。我观察得越多，就越像我自己。市场是复杂性、矛盾、反话与似是而非等现象的镜子。现在，行为经济学和神经科学证实，认为投资与计算机科学联系较少，而与管理某人的观点、情感与意识相关。它包括发明、想象力和诀窍以及开发价格图表边线的勇气——在右侧的行为，提示股票市场下一步意想不到的运动。

赢利、止损与资本成长

投资是生活的缩影。我们在其中体验欢欣、未知、挫折与拼搏。它需要勇气、乐观、谦逊及成功的渴望。当周围遍布噬人的蚂蚁、蜘蛛和蛇等捕食者时，明智的做法是参考军队的丛林生存野战教范。我们的挑战更加困难，因为我们的决策受到大脑的攻击。正如著名行为金融学理论家、经济学家理查德·塞勒指出的，我们受到理性、意志力和私利的限制。我们在厌恶损失和个人的幻想乐观之间挣扎。

在这个语境中，非理性意味着糟糕的不妥决定、系统错误、市场无效率、羊群效应以及匆忙且通常有害的“集思广益”式集体决定，其思考方法是，一组成员力争一致认同，通过忽略各自的动机来评价行动的自然进程，结果却损失了个人的创造性、唯一性及独立思想。这导致我们像旅鼠一样无法避免泡沫与失败。我们的大脑天生存在倾向于事先推理这一缺陷，由情感的扳机和判断偏差（偏见、谬见、错觉和自相矛盾）放大。为什么？因为我们渴望确定、控制并确定自己是对的。

我们的心理混乱、困惑、野心勃勃，反映着同样混乱、困惑、野心勃勃

的市场。在这种矛盾下，是人们根深蒂固地恐惧损失。损失削减我们的账户，更严重的是，引起破产和失败的想法。我们的全套回应是否认、无作为、混乱和愤怒。损失折磨我们的心灵。一旦遭遇，我们就肌肉紧张、手心出汗、呼吸急促。它让我们无暇考虑自己，让我们用自尊打乱了投资决定。显然，这并非投资期待的最终成果。

从投资者心理学主观、简明的历史开始，我将研究行为金融，继而展示如何应用顶尖的概念。在本书结尾，读者将知道如何克服导致衰弱的情感、非理性的偏见以及投资谬见，并且，通过学习一种鉴别、评估并控制损失的方法来理解整体的市场风险。只有通过集中、严守纪律、耐心、自信市场行为——重要的内在技巧，几乎从市场存在开始，就被认为至关重要——的发展与推行，从小额交易者到十亿美元量级的对冲基金经理才能够赢利、止损、保持并增加资本。

顶级经纪人、行为经济学家、风险经理和神经系统科学家的远见，可进一步证明最新的思想，如诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz），《纽约时报》专栏作家保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）称之为“一位伟大的神经质经济学家，除非深入其领域，否则无法理解并欣赏”。建立在类似明智的分析上，我将提出一些基础的、刺激性的问题，需要他们理解市场失灵的源头，将其联系到个体投资者并强调需要坚持不懈地彻底检查、规范并且考虑我们自己的决定。金融崩溃和错误反应不仅是发生在宏观层面的现象。

生活中没有那种你一旦遵守，就能灌中科比·布莱恩特（Kobe Bryant）的篮，或者像博诺（Bono）那样唱歌的指南。在我同世界上顶尖的交易者和投资人结识并合作的经验中，我逐渐认识到并没有赢利的算法，没有解释巅峰表现状态的方案。不幸的是，了解所有规则或者掌握客观系统离与最佳投资经验的距离，就如同绘制油画与产生一个毕加索的差距。

虽然，否认或者低估推理或逻辑的重要性可能大错特错，但我们也将看

到，成功的投资包含的远不止特定的分析与策略技巧。它要求发展、培育、决定习惯、思考方式以及创造性的态度，这些将影响我们在市场中的思考和行动方式。

我希望在本书中回答关于金融决策制定的最根本问题：投资者如何克服习惯成自然的行为和普通的推理，朝投资心理自由的方向前进？换句话说，我将揭示我们如何才能够掌握自己非理性的心理，获得控制金融决定的必要技巧。

乍一看，定位像是非常简单的动作，你只需要环顾四周。但这个看似简单的动作实际上是最复杂的，只不过这个最简单的动作是潜意识主导的。观看感官世界是一种意义决定的动态过程，它形成并且影响其他的决策制定链条。

——大卫·布鲁克斯 (David Brooks)

《行为革命》(*The Behavioral Revolution*)

前言 / 1

序言 / 3

介绍 / 7

1 投资心理学简史

量化专家 / 3

概括市场心理学 / 4

少年赌客 / 5

华尔街独狼 / 7

市场先生 / 9

奇才 / 10

纪律 / 11

2 心理状态

思考和现实 / 16

进入行为经济学 / 17

3 本能和非理性

- 大脑里的恐惧探测仪 / 21
- 红酒势利鬼和非理性的思考 / 22
- 兴奋因素 / 24
- 黑天鹅 / 26
- 难以理解的动机 / 26
- 市场公理 / 28
- 金钱可以购买爱情 / 29

4 大脑使用指南

- 大脑不是计算机 / 32
- 投资者，了解你自己 / 33
- 心理理论 / 37

5 市场：丛林地带

- 生物学与市场 / 41
- 市场的有机变形 / 42
- 适者生存 / 43
- 投资者野战手册 / 46
- 丛林中的丛林 / 48
- 主题变奏 / 50
- 像交易者那样思考 / 52
- 游猎的兴奋 / 53

6 一切都瓦解了

- 任何人都可能碰到 / 57
- 大爆炸 / 59
- 理性市场的谜团 / 60
- 快乐投资 / 61
- 投资的重要心理障碍 / 63

7 整体情况

- 长期增长和金融稳定性 / 70
- 聪明的投资者 / 71
- 设置目标 / 73
- 挡道的心理因素 / 76
- 克服投资者的心理障碍 / 77

8 认知偏见

- 心理因素及拇指规则 / 82
- 偏离判断 / 83
- 禀赋效应 / 85
- 错失良机 / 86
- 自私自利以及优于常人 / 87
- 聚焦效应 / 87
- 责任升级 / 88
- 信念的力量 / 89