

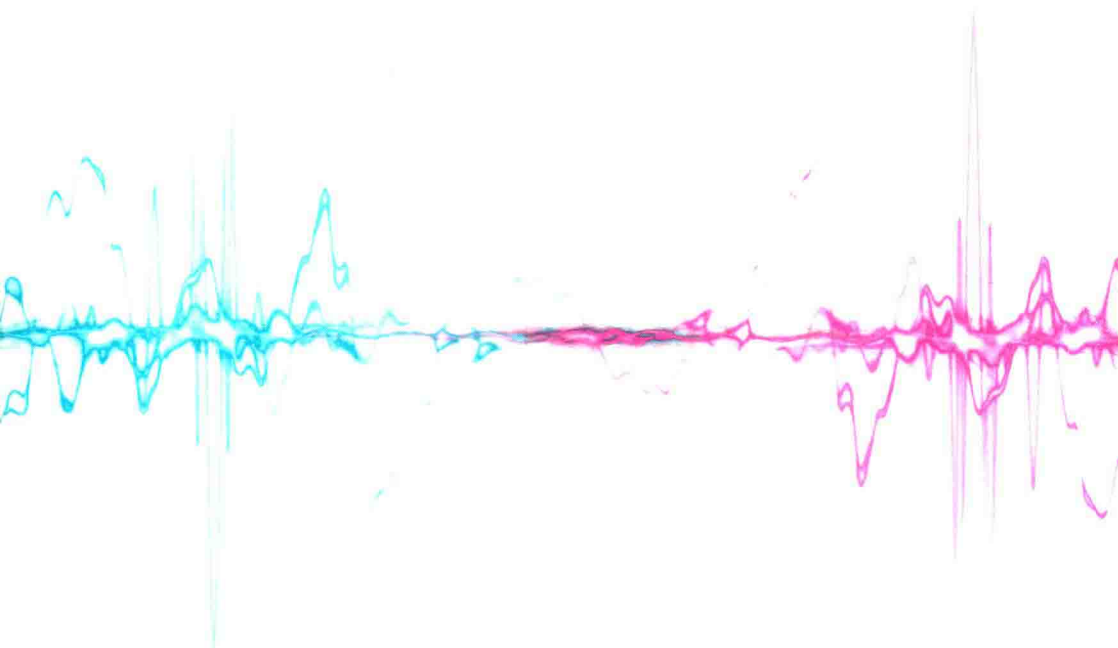
投资的决策艺术

亚马逊 100% 五星好评
扫清大脑中顽固的认知偏差

AlphaBrain

投资的心智

[美] 斯蒂芬·杜内尔 (Stephen Duneier) 著
韦思遥 译



WILEY



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

投资的心智

[美] 斯蒂芬·杜内尔 (Stephen Duneier) 著

韦思源译

WILEY



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书将认知和决策科学应用于投资领域，用通俗易懂的投资、体育、生活案例，概述了我们头脑中根深蒂固的启发式和思维捷径对于理性决策的阻碍，并且提出了改善决策过程的相关方法。

本书分为两部分，第一部分总结了行为经济学、心理学和决策科学大师们经过数十年时间验证的认知偏差，并将其与日常生活实践相结合；第二部分讲解了在投资过程中到底要如何才能做到明智决策，为投资者提供了实用的指引。

Copyright © 2019 by John Wiley & Sons, Inc. All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled AlphaBrain, ISBN: 978-1-119-33556-6, by Stephen Duneier, Published by John Wiley & Sons, Inc. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

本书中文简体字版由 Wiley 授权机械工业出版社独家出版，未经出版者书面允许，本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。版权所有，翻印必究。

北京市版权局著作权合同登记 图字：01-2019-2178 号。

图书在版编目 (CIP) 数据

投资的心智 / (美) 斯蒂芬·杜内尔 (Stephen Duneier) 著; 韦思遥译.
—北京: 机械工业出版社, 2019. 11

书名原文: AlphaBrain: How a Group of Iconoclasts Are Using Cognitive Science to Advance the Business of Alpha Generation

ISBN 978-7-111-64052-3

I. ①投… II. ①斯…②韦… III. ①投资-经济心理学 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 232160 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑: 廖岩 责任编辑: 廖岩 蔡欣欣

责任校对: 李伟 责任印制: 孙炜

北京联兴盛业印刷股份有限公司印刷

2021 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

145mm × 210mm · 11.875 印张 · 3 插页 · 243 千字

标准书号: ISBN 978-7-111-64052-3

定价: 78.00 元

电话服务

网络服务

客服电话: 010-88361066

机工官网: www.cmpbook.com

010-88379833

机工官博: weibo.com/cmp1952

010-68326294

金书网: www.golden-book.com

封底无防伪标均为盗版

机工教育服务网: www.cmpedu.com

译者序

本书介绍了作者将决策理论应用于投资管理领域的丰富经验。本书的前半部分着重介绍了各种常见的认知偏差，后半部分则围绕如何在投资中降低这些偏差对投资结果产生的负面影响展开讨论。

作者在书中反反复复地强调了一个论点——认知偏差是无处不在的。他反复地强调：无论你受过多好的教育，无论你具有多高的聪明才智，无论你有过多么成功的经历，都不能让自己免受认知偏差的困扰。在翻译的过程中，我个人通过反复阅读原文和校正译文发现，如果不认真“咀嚼”作者的论点，不细细品味他举出的各种案例，不深入剖析作者在文中提出的那些反问、讽刺、质疑，可能我们会错过很多思维碰撞的火花，很难真正地理解他的论点。

在承认认知偏差的普遍性的基础上，在正视我们人类很容易犯认知错误的前提下，我们需要按照作者的建议，充分“调动认知紧张”去应对问题，充分做好前期工作——包括恰当地定义问题和目标、识别可改变和不可改变的条件、设定计划和应对方案，等等。如果真的能够把该做的决策在事前充分落实，那么在

事中我们将节省大量的精力，并且大大降低犯错的概率。这个道理其实在各种关于决策的书籍中都提到过，只是这个道理看似显而易见，实际上却很难在意识深处与灵魂产生共鸣。为了让读者能够充分、深刻地理解“调动认知紧张”的重要性，作者从投资、管理、体育运动、科学研究等多个层面举了诸多的例子来帮助读者加深理解，强化认知。

总体上讲，本书重在建构一种参与式的阅读模式，邀请读者参与思考。而我个人从初期翻译到后期校正的过程中，的确通过加强参与和反思获得了更深刻的启发。因此，对于那些真正希望通过阅读此书获得一些洞见的朋友来说，我建议大家放弃浏览式的略读方式，主动参与案例的思考，主动把自己生活中的决策事件拿出来进行分析，说不定会有新的收获。

最后，本书是译者迄今为止遇到的翻译难度最大的一本书。书中涉及大量体育类、金融类、投资类的专业术语，由于译者本人不太具备相关专业背景，因此为了保证译文的准确性查阅了大量资料并向专业人士请教。另外，由于原作者的语言风格比较精简，一些表述会因为省略而在逻辑上增加了理解的难度，为此我在翻译中对原文进行了部分填充，以提升阅读流畅性。由于上述两点原因，译文难免会出现对原文的偏离，甚至有可能存在不准确之处，希望各位读者能够不吝赐教，批评指正。

韦思遥

2019年9月

致我的妻子芭芭拉，我的女儿玛西
和我的儿子杰克逊，
谢谢你们不断帮助我发现自己的优势。

前 言

我在金融圈的从业经历始于1987年，那是迈克尔·米尔肯[⊖]的时代，当时我在德雷克赛尔（Drexel）担任股票经纪人。此后，我在瑞士信贷做外来衍生品（exotic derivatives）的交易。接着，我为美国银行做全球货币期权交易，也为美亚国际（AIG International）做新兴市场。我在美亚国际做了12年全球宏观对冲基金的投资组合经理，直接掌管的资产达916万美元，而且我还创办并运营了两家对冲基金。

在我进入这个行业的同时，我开始学习认知科学，特别是行为心理学和决策理论。于是，在我发展自己的风格——也就是我关于投资和商业管理的独特方法——的同时，我正好可以学以致用。诸如大脑是如何工作的，我们如何处理问题以及我们如何通过决策来解决问题等，这些知识都会被应用到我的工作中。

事实证明，这样做会使我与众不同。不过，让我不同凡响的

⊖ 迈克尔·米尔肯（Michael Milken）是20世纪80年代驰骋华尔街的“垃圾债券大王”。他是自J. P. 摩根以来美国金融界最有影响力的风云人物，曾经影响并改写了美国证券金融业发展的历史。他的成功秘诀就是找到一个无人竞争的资本市场，先入为主并成为垄断者。——译者注

可不仅仅是我所使用的方法，还有使用这种方法所呈现的结果。举个例子，在我接管美国银行货币交易的头 12 个月内，在没有增加成本的情况下，我们的营收增加了 70%。我们是通过群体决策模式进行边际调整来实现这一增长的。在我为美亚国际做新兴市场的第一年，我们从业绩最差的部门变成了业绩最棒的部门，这也是通过对我们处理问题的方式进行边际调整得以实现的。纵观我作为全球宏观对冲基金经理的 12 年，无论市场处于平静期、强波动期还是混乱期，我的平均年化收益率达到 20.3%，我的索提诺比率[⊖]（Sortino Ratio）是夏普比率（Sharpe Ratio）的两倍。

我曾执掌过一家挣扎在生死边缘的对冲基金。为了节约成本，我们解雇了所有非核心人员并削减了工资，但是采取这种方法并不能使我们的资产增加一分钱，也不能帮投资人多赚一分钱。在接下来的 13 个月中，我们通过管理将资产增加了 12 倍——从 1 亿美元到 12.5 亿美元，扣除费用后净超出基准 2 500 个基点，每个基金经理都可以自豪地说这是他们职业生涯中最棒的一年——而所有这一切都归功于我们在决策过程中所做的一些边际调整。

⊖ 索提诺比率是一种衡量投资组合相对表现的方法，与夏普比率有相似之处，但索提诺比率运用下偏标准差而不是总标准差，以区别不利和有利的波动。和夏普比率类似，索提诺比率越高，表明基金承担相同单位下行风险能获得越高的超额回报率。索提诺比率可以看作是夏普比率在衡量对冲基金/私募基金时的一种修正方式。——译者注

我想大家和我一样对这样的结果感到非常满意。但是任何学习过决策制定（decision-making）的人都知道我刚刚列出的这一切都是被称为**结果**（outcomes）的东西。我们控制不了结果。我们能控制的只有过程中的那些微小的决定。我们必须理性地做出这些决定，以提高实现我们所期望的结果的概率。

很多以认知科学为主题的书籍的重点都在于列举证据以证明我们的认知存在缺陷。这些证据是很有价值的。我们很容易下意识地在判断中形成系统性的错误，我们得承认这是受到了认知偏差和一些其他认知缺陷的影响。如果不能正视这一事实，就不可能解决这个问题。而如果不能解决这个问题，你就不可能变得更好。从这个意义上讲，这些证明我们缺陷的证据是非常重要的。

本书与其他书籍的不同之处在于它把一些抽象的、看似学术的概念引入机构投资管理领域，并且又向前推进了一步。这本书并不满足于让读者意识到自身的缺陷，还想要探索在真实世界中如何解决那些实际的问题。过去，在你读完一本关于认知偏差的书之后，一旦放下这本书，你在工作中的所作所为与看这本书之前相比并不会有什么太大变化。而读本书的过程中，你会无数次地把书放下，去思考自己作为一名机构投资人应该采取什么举措，然后开始实施真正的变革。为了推动这种变化，为了让你在决策的演进过程中经历一次飞跃，我的首要任务就是让你意识到：你和其他人类一样容易受到认知错误的影响，正所谓防不胜防。你或许非常聪明，受过良好的教育，拥有丰富的经验，抑或

你已经取得了一定的成就，而这些情况往往只会让这项任务（帮你意识到人类在认知错误面前都是一样的脆弱）变得更加困难。

我之所以了解这项任务有多么艰巨，是因为我自己在阅读卡尼曼、艾瑞里、特沃斯基的著作的过程中亲身体会过这种困难，我知道我很难把自己和这些大师们的研究中那些存在认知缺陷的被试画上等号。但是如果不能正视自己的认知缺陷，那么你就很难真正有所收获并取得质的飞跃。我还是先来跟大家分享一下我是如何实现这种转变的。

一个错误，让我成为更好的投资者

丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）是认知心理学领域的著名专家，他在该领域的相关著作广受追捧。他在著作《思考，快与慢》（*Thinking, Fast and Slow*）中通过“心理学能被教会吗？”这一问题表达了这样一个观点：把自己的研究成果“教”给别人是没用的。他为什么会得出“教授心理学是在浪费时间”这样令人不爽的结论？如果想要找到答案，你可能得亲自去看一看那本书。不过我想给你讲一个我在20年前犯下的错误，这个错误让我得出了和卡尼曼类似的结论，这个错误帮我突破了障碍，从决策的观察者转变成决策的参与者。

认知心理学有一个基本原理——从本质上讲，在我们的大脑中运转着两个工作系统——它们被卡尼曼称作“系统1和系统2”，不过理查德·泰勒（Richard Thaler）和卡斯·桑斯坦（Cass Sunstein）将它们称为“计划者和执行者”（Planner and Doer）。

怎样为这两个系统命名并不重要，相比之下更重要的是要明白：在你的认知中有一部分是自动化的、直觉性的，它能快速得出结论；而你认知的另一部分相对而言更为审慎，更有条理，对智力的要求颇高。在读到这些抽象特征的时候，你可能会（也可能不会）认为这些特征与自己有关，但你肯定也能在别人身上发现这些特点。即使你确实意识到有两个不同的系统在你的决策中发挥作用，你也很难在现实中认清这一点。当然，我指的是在“事发当下”的情况下难以认清。如果是事后回顾的话，识别出这两个系统并不是什么难事。

如果你的决策把你引向了一个不太妙的结局，你很可能认为这都是系统1的错，是偶尔一次的错判，是运气不好，甚至是别人的问题。但如果决策的结局是好的，我们却很少会归功于外部的因素（比如说好运气）。

如果眼下我们正在收集、解释、处理信息，要从中得出结论或者依据这些信息做决定，如何能区分我们究竟是在使用容易导致系统性判断错误的心理捷径，还是在客观地分析情况并基于丰富的知识经验得出一个经得起推敲的结论？答案是我们基本上不可能意识到这两者的差异。我的意思是，在看到结果之前，你怎么能评判一个行为究竟算是“教条”还是算“守规矩”？在结果揭晓之前，你如何区分一个行为是“冲动的决定”还是“基于教育积累而形成的直觉”？实际上，事后诸葛亮谁都会做，事后回过头来评判时会发现这其中的差距非常明显，但是只有在事发当时来进行这个评判才是真正有用的。这两者之间的差异虽然微

妙到难以分辨，但是却不容忽视，如果你无法区分它们的差异，那么在这条认知心理学的实践者的成长之路上，你还有很长的路要走。

那么，究竟是什么帮我实现了从“认知心理学专业的学生”到“认知心理学的实践者”的飞越呢？我把功劳全部归于我的岳母以及那个我在1994年3月24日犯下的错误。我之所以能够清楚地记得这个久远的日期，是因为这件事发生在医院，那是我的第一个孩子出生后的第二天。我的岳母问我中午想吃点什么，我就跟她说了想吃什么。45分钟后，她回来了，递给我一个三明治，说：“这是你要的小牛肉烤茄子巨无霸三明治。”我的手不自觉地抖了一下。“我点的不是小牛肉烤茄子巨无霸。”我强调说。她坚持认为我点的就是这个三明治，于是我们把刚才的事情又回顾了几次，最终我告诉她为何会如此计较。

我解释说，虽然小牛肉烤茄子巨无霸是我小时候最喜欢的食物，但是几年前我看了一个视频，视频介绍了为了做小牛肉，小牛要遭受怎样的折磨，于是我下定决心再也不吃小牛肉了。因此，我毫不动摇地确信我这次没有点小牛肉烤茄子巨无霸。然后她道了歉，我没有吃午饭，生活照常继续。

几个月后，我和妻子一起回顾孩子出生期间的照片和视频。就在那个时刻，我的生活被彻底地改变了。实际上，有人拍下了那天中午我在病房里向我的岳母点餐的全过程。在屏幕上，我看到一个跟我长得一模一样的人，他的声音也跟我的声音如出一辙，他跟我岳母说：“请给我来一个小牛肉烤茄子巨无霸。”这

是一种灵魂出窍般的感觉。时至今日，想起这一幕的我仍然会打个冷战。我的大脑立即试图去为这一切做出合理化的解释，比如说有人模仿了我的声音，有人重编了录像带，有人费尽心机想让我出丑。当然了，事实远没有这么复杂，而且事实是无可辩驳的。在选三明治那个时候，我是心不在焉的，这就使我的系统1或者说“执行者”系统在独自听取问题、解释问题、处理并回答问题，而我自己甚至没有意识到这整个过程。你懂的，在我的内心深处，小牛肉所占的分量远比茄子要重。如果想要不点小牛肉，那么需要我有意识地去做这种选择，但是在点餐的那天我是在无意识的情况下做的选择，尽管我是清醒的而且我在说话，但是这些行为都是无意识的。无意识的结果就是一个错误、一个离谱的决定，更不靠谱的是我对此竟一无所知，要不是这段录像铁证如山地证实了这个错误，我会永远坚信我是对的，一定是我的岳母搞错了。

自那以后，我再也不会对任何与记忆有关的事儿百分之百地确信。也是那件事，让我真正理解了卡尼曼、泰勒、桑斯坦和其他专家在他们的著作里所阐述的内容，我终于学会了不把这些错误看作一种遥不可及的可能性，而是将它们视为活生生的现实。为了避免犯这种错误，在关于自己的整体假设中，我必须要把认知易错性作为假设的基础构成放进去，并且鉴于这种易错性的存在，我需要对决策过程进行适当的调整。

致 谢

父母恩情永生难报，感谢我的爸爸妈妈，他们是弗雷德·杜内尔和雪莉·杜内尔。此外，谨以本书表达我对我的妻子、儿子和女儿无尽的爱。我也会永远感恩我的姐姐米歇尔·杜内尔·杜奈尔以及她的丈夫克雷格·杜奈尔，还有我的姐姐阿里森·杜内尔·科恩及她的先生陶德·科恩。

衷心感谢我妻子的兄弟姐妹们：杰基·利普斯·弗迪曼、罗伯特·弗迪曼、里奇·利普斯，感谢我已故的岳母基尼·利普斯、我的岳父马文·利普斯以及他的妻子格洛丽亚·利普斯。我要特别感谢我的侄女和侄子马特·杜内尔、凯瑟琳·杜内尔、加勒特·杜内尔、肯德尔·科恩、德万·科恩、悉尼·弗迪曼、雷·弗迪曼、摩根·弗迪曼。

感谢堂兄米切尔·杜内尔为本书贡献的专业见解。我感谢我敬爱的同事杰克·文森特，若非他的才华，这本书就不可能面世。克里斯蒂娜·维里根和琼恩·威利鼓励我研究这个项目，她们全力的支持、明智的建议以及在编辑方面的帮助都是不可或缺

的。这么优秀的编辑真是可遇不可求！

最后，我还想感谢我的纤维艺术社团，感谢我的“Bija 顾问”的客户和订阅者，感谢我 UCSB（加州大学圣芭芭拉分校）的教职员工同事们，也谢谢这些年来陪我一起沉浸在学术研究里的学生们。

关于作者

斯蒂芬·杜内尔花了近 30 年时间致力于将认知科学应用到投资和企业管理中去。他通过不断的努力，使不少机构投资交易出现起色，一些经验丰富的基金经理通过运用他的方法缔造了职业生涯中的最佳业绩。他执掌过总额达 12.5 亿美元的对冲基金，他作为全球宏观对冲投资组合经理实现了高达 20.3% 的平均年化收益率。他是加州大学圣芭芭拉分校工程学院的行为投资学和决策分析课程的客座教授。杜内尔还获得了纽约大学斯特恩商学院的 MBA 学位。

Bija 顾问组织的培训、工作坊以及 Bija 顾问的出版物的受众是世界上最成功、经验最丰富的机构投资人，杜内尔通过 Bija 顾问面向受众群体传授如何在投资中运用其独创的、经过科学证实的决策方法，并通过这些举措促进投资人的业绩提升。

杜内尔曾任美国银行货币期权交易的全球主管、AIG 国际新兴市场的管理总监，并且是一家屡获殊荣的对冲基金的创始合伙人。

杜内尔的艺术作品已在国际刊物上发表，并被世界各国的电视节目报道。他的作品由知名画廊沙利文高斯（Sullivan Goss）

发布，并为他在社交媒体上赢得了6万多名粉丝，他还因此获得了一项吉尼斯世界纪录。作为职业教育者联盟的专员，杜内尔一直在努力通过认知科学来改变美国K-12教育的格局[⊖]。

作为一名演说家，他用了20多年的时间面向全世界的听众开展内容丰富且颇具启发性的演讲，主题涵盖“如何利用认知科学优化业绩”“审慎生活的关键要素”等。

杜内尔生于纽约长岛，他现在与妻子及两个子女生活在伦敦和圣芭芭拉。

⊖ K-12教育是美国基础教育的统称。“K12”中的“K”代表Kindergarten（幼儿园），“12”代表12年级（相当于我国的高三）。——译者注