

## 第十六章 投资决策流程优化

策略投资类似盲人摸象，一种投资方法不可能完美的处理好投资的所有问题，只能尽可能的从不同角度，从远及近去分析市场的背景要素，并形成投资策略，为相应的投资决策提供帮助。

前十五章还仅是市场背景的研究，也就是仅是分析方法的研究。但分析只是彩排，行动无可替代。分析需要落实到具体投资决策上，也就是整个投资决策流程中，分析只是其中一个链条，并且我认为分析链条对整体投资决策的贡献度也就仅占 30%，剩下的因素占有更重要的地位，包括处理信息的能力、抗拒行为干扰的能力，风险管理的能力，遵守纪律的能力等。

这些不是分析技术，而是一些能力，这些能力部分或许是天生具备的，部分能够后天有意识的持续培养。比如遵守纪律这种能力，人天生就有差异，不过后天也还是可以培养的，比如军人的遵守纪律能力就明显强于多种职业。

因为工作关系，我接触了各类型投资者，其中很多是成功的投资者——不论个人还是机构投资者。就我观察，成功的投资者独门秘籍（也就是分析方法）各有不同：有策略投资分析方法很牛的，有看股票图表超准的，也有个股基本面分析特扎实的，还有对政策高度敏感的，也有洞彻市场人心的，另有快刀型但是准狠的，还有音乐舞蹈细胞很强市场节奏都踩准的。这些投资者们在分析方法上千差万别，为什么都能够成功呢？是因为他们的天赋比其他投资者高吗？就我所知，好像有名校毕业的，但是很多也不是。科学家的研究发现，天赋固然重要，但是在一定水平之上就可以了，基本上国内能考上正经大学的估计都能达到。

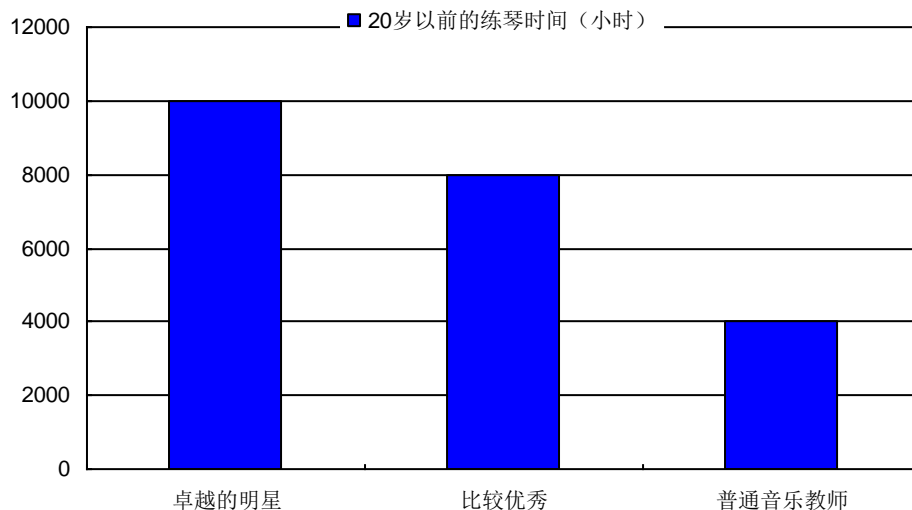
除了运气成分外（做投资的必须相信运气是存在的），他们的共同特征是具有我所说的上述的能力（能够很好的管理风险，投资决策时候不会被各种负面情绪影响，对信息非常有效的进行处理，执行决策时非常果断），因此，即使有些分析方法在我这种学院派看起来有点粗糙，但是能力足以弥补这点缺陷，也就是说，分析（假定一共 30 分）得 20 分不要紧，关键是其他 70 分得分高，这样总分就高。

除了天生具有这些能力的除外，任何希望具有这些能力（也包括掌握一定的分析方法）的投资者均需要付出大量的练习和反省。

这些练习需要花多长时间才有效果呢？根据研究是成功者（无论是做投资，还是弹钢琴，还是打球，还是编写程序）至少需要一万小时的有效努力时间。也就是，你需要一万个有效时间才能成为优秀的投资者，这个有效时间需要专注，如果一天 8 小时，一年 300 天，需要 5 年多的时间才行，而如果不专注和低效率，则需要更长时间有意识的学习和锻炼，能力和方法才能够提高。

比如，很多人总认为优秀的演奏家是天生的，但是实际上，卓越的明星在 20 岁以前的练琴时间达到了一万个小时，而普通音乐教师 20 岁之前的练琴时间仅有四千小时。同样，业余爱好者每周练习时间从未超出过 3 个小时，这样到 20 岁的时候练习的全部时间大约 2000 小时。

图 16.1：不同水平演奏家 20 岁以前练琴总时间对比



投资决策流程是有效处理信息，进行合理分析并提供决策建议。不过在决策中，除了理性分析外，还受到感性行为的干扰，同时理性分析并不保证百分之百的正确，因此概率思维是必须有的，这就需要有风险管理。并且即使信息处理有效，理性分析有效，克服了心理偏差，设计了风险管理，还必须要纪律，能够保证坚定的执行，否则仍然会出问题。另外在一位朋友的启发下，我发现健康的体魄（还包括乐观的精神）对于投资决策以及积累财富来说也是非常重要的，如果一个投资者拥有非常健康的体魄，在 100 岁的时候仍然能够进行投资分析，你可以算算，假如从 20 岁开始投资，每年平均只有 10% 的收益，无论初始投资多少，投资了 80 年，其资本增值超过 2000 倍，并且 10% 的收益没有包括其 80 年丰富的投资经验，还不包括其不断的新增资本投入。如果一个投资者能够活到 200 岁，那么 20 岁时候投入 1 万元，每年 10% 的收益率，到了 200 岁其拥有 2800 亿的财富。在长寿面前，一切投资策略显得没有意义。

所以本章就是探讨如何优化这个投资决策流程的。不过，很惭愧的说，该部分仍仅是抛砖引玉，提出一些粗浅的看法，因为作者到目前仍然认为，没有一个完美的适合所有投资者的普世投资决策流程，每个投资者都应该不断寻找和改进适合自己人生观、投资观和生活背景的投资决策流程，适合自己的才是最好的，因此希望策略投资者在投资决策的过程中有意识的思考这些问题，并不断付出努力去实践完善。

### 第一节 投资决策中信息的处理

在投资过程中，每个投资者都是基于对未来的预期进行判断，选择看空看多一方，这样才有交易。因此，研究投资决策流程首先要研究一个预期是如何形成的。一般来说，投资者用下面的方式形成预期：

A、信息集；

B、对信息的加工过程

因此，要获得收益，有两个潜在的来源：

1、拥有比市场更精确和有深度的信息。很多投资者都试图寻找比市场更精确和有深度的信息集。比如，对于某股票，市场对其的一致预期观点是未来每股收益增长为 10%，今年每股收益为 1 元钱，该公司仅是制造类公司。但是某投资者通过精细的调研，认为市场未来每股收益增长为 12%，今年每股收益应该为 1.1 元，该公司不仅是普通制造类公司，还具有一定壁垒和科技含量的公司等等。那么这个投资者在这只股票上获得了更精确的信息，如

果这个信息是准确的话，则可能获得报偿。

另外，“内幕消息”也符合这个特征，只有内幕消息（无论这个内幕信息是关于上市公司的，还是关于国家宏观经济数据和产业政策的）才可以得到比市场更多的对某只股票的超额信息。但是这里存在的问题是：绝大多数投资者很难持续的获得各种内幕消息，即使你和某个上市公司比较熟悉，也仅限于可能获得该公司的内幕信息，要获得更多则不容易。另外，当其他投资者也在试图获得内幕信息的时候，什么才能保证一个投资者持续获得超额信息的可能性？别人也在这么做，为什么你可以获得持续的更优的信息？

2、对信息的加工过程优于市场。很多投资者相信，获得额外的信息是不可能的或者是非常困难的，对于绝大多数投资者来说，不可能总是搞定各类上市公司获得重要的超额信息，也不可能总是搞定统计局或者更重要的政府部门来获得超额信息。大多数信息通常对于所有投资者是公开的。能够在分析体系中有效的处理众多的信息才是重要的。

策略投资者的一天在于处理信息，应该在一大早，比如 7:00 就开始工作，首先了解全球宏观事件，全球经济数据和全球市场资讯，查阅国际金融市场和其他市场的走势（通过 WIND 系统或者直接浏览新闻网站，比如和讯财经）。然后速读国内的三大证券报，以及一些重要的财经报纸，比如 21 世纪经济报道，第一财经日报，经济观察报，每日财经资讯等和一些财经杂志。然后阅读国内上市公司公告，以期望发现有价值的内容。还要阅读专业财经资讯，比如对政策分析有独到见解的博览财经。还可以去感兴趣的证券财经博客看看有没有新作；如果当天有新股招股，对感兴趣的股票还可以阅读其招股说明书；如果在财报发布季节，还要阅读大量感兴趣公司的财报。

接下来，还要简单浏览市场行情（开盘和收盘各半小时足够），然后开始阅读研究报告，可以看各券商每日晨报，也可以挑选感兴趣的宏观、策略、行业、专题和个股研究报告，现在每天的研究报告过多。

从证券时报看到的信息是，截至 2010 年 5 月，全市场卖方研究员数量约有 4000 人，其中较为活跃的研究员大约在 2800 人左右。2010 年前四月份，排名前 30 位的券商研究机构共发布 1.25 万篇各类报告，人均报告数量高达 8.5 篇，每天报告超过 150 篇。从研究员数量上看，机械设备行业的研究员人数多达 492 名，该行业内平均对每家上市公司有 2.6 名研究员在持续跟踪并发布报告，紧随其后的是化工行业，研究员人数达到 376 名，建筑建材行业研究员人数 295 名。从每个股票的研究员数量来看，采掘、家用电器、金融服务，平均每个股票有 5.6、5.0 和 4.6 个研究员研究。

目前研究报告数量过多，全读完几乎不可能（07 年之前的报告我是全读完的，现在即使经验提高，效率提高，但是全读完也不可能），只能尽量看全摘要，然后挑选自己感兴趣的，熟悉的去阅读，只有有余力的时候才能扩展研究边界——假如一个投资者平时擅长的仅是化工、电子、医药、金融行业，如果有余力，则可以扩展新的行业，比如机械，钢铁去研究。

白天基本是信息的接受和处理，晚上，如果有空余时间，需要深度的阅读一些认为是重要的研究报告（不过，连我们新来的研究员都可以感觉出来，粗读 100 篇研究报告，可精读的不超过 2 篇），并且要阅读各类书籍，这就不仅是处理信息了，看书还包括拓展分析方法和思维边界。

这是接受信息的流程，总结一下信息来源，大概包括五个方面，第一个方面是市场与股票本身的信息，特别是图表信息；第二个是从分析师处获取的研究信息，主要是通过研究报告；第三个方面是从财经媒体获得的信息，比如新闻、报导和评论等；第四个方面是投资者之间交流的信息；第五个方面是投资者需要自己独立研究的信息，比如宏观和行业数据，上市公司原始信息，比如招股书、公告以及财报。

某些类型投资者只坚持利用和分析一个信息来源，但是策略投资者应该同时使用多个信

息来源。美林证券的研究已经表明，获得多样化的信息和观点有助于改进投资者的业绩，信息来源的多样性能为投资者创造丰富的思想源泉，受益无穷。智慧的内涵无非是为了发现某些新的基本秩序而去猜测。出色的投资业绩要求投资者具有足够的创造力和多角度思考，能以诸多不同方式对信息进行整合，从而得出创造性，也就是颇具盈利性的投资方案。

## 1、媒体传达的信息

媒体看待信息的角度和投资者投资的角度往往存在偏差，媒体眼里信息的“价值”和投资者眼里信息的“价值”标准经常不一致。约翰麦吉在《股市心理博弈》一书中说，股市中很多可悲的地方在于，太多的词汇过于抽象，比如“价值”这个词，传播者和接受者对其的标准不一样，因而投资者在判断信息的时候，往往忽略了信息本身，而不自觉的受到在脑海里的这些含义不清的模糊的抽象词汇干扰和误导。因此接收信息的时候，投资者的内心世界和外部信息之间产生了矛盾，投资者没有真正接受那些信息，而是被自己抽象的脑海里的词汇所欺骗，使得对信息反应不足或者过度反应。

媒体竞争激烈，导致信息过量。而投资者又潜在的认为每个人都需要大量的信息才能生活的更好。实际上信息太多了，反而无从判断。根据认知科学，人类大脑只能对那些具备一定联系的信息，或者与既有信息存在某种关联的新数据进行分类处理，否则信息就成为一个大谜团。大量的信息和噪音存在未必是好事，即使大量信息真正可以帮助我们，理解和消化信息的时间也是个重要问题。当花费更多时间处理信息，我们获得额外信息的边际收益可能是负数。投资者每天面对大量的信息，而多数信息却是无用的。只有忽视绝大多数的信息才可以提高投资表现。信息时代使得我们的决定更迅速，而迅速往往意味着更多的错误。因此将投资过程放慢效果才会更好。明显而重要的东西（通常为影响中长期基本面的信息）往往被多数短期行为的投资者认为是不重要的，这也许才存在套利机会。每人都希望知道短期走势，可是没有人能够总是正确，概率最多是一半对一半。更多的信息不一定是更好的信息，同样，及时的信息也不一定是更好的信息，发布低质量的信息的速度往往会更快。也许网络时代的投资者能够辨别优质信息同时忽视大多数信息，慢下投资过程，反而更容易取得成功。

媒体信息可能有立场问题。现在即使是宏观数据都可能“有偏见”在其中，比如国内投资者常常诟病 CPI 数据造假，因为 CPI 数据高了，政府可能担心会出现社会的不稳定。更不用说，从上市公司处，从其他投资者处，或者从媒体处得到的信息，这些信息本身包含太多情绪和立场问题。因此尽可能分析的是信息，而不是接受其立场。在对信息的处理时，首先就需要问：这个信息的立场可能是站在哪里？特别是互联网媒体，太多的信息均没有信息价值，仅是噪音，比如我看到某主流证券网站上一个醒目的标题是“宁卖肾也不能卖股票”，其中的内容没有任何逻辑分析和判断，全是充满情感的煽动和宣泄，这不能为投资者提供价值，只能够为投资者提供一种宣泄。投资者要将感情色彩和立场区分出来，这并不容易——信息提供者的目标和投资者的需求是有差距的。信息提供者如果要差异化，要么提供有洞察力的信息，要么提供刺激的信息来吸引别人眼球。而哪个更容易呢？很多信息仅具有娱乐性。

警惕影响情绪的信息，这种信息国内太多。这种信息一般具有如下特征：新颖性，一般是市场中属于新的或者不被注意的领域，这才能够激起投资者的好奇心；对巨额收益的预期，这种信息暗示，投资者可以获得巨额的投资收益，比如，这样的分析往往是将目标价格定的非常高，例如现价 2 元，目标价格 20 元。使得投资者对于可能及其巨大的收益的吸引力超越了综合各种盈利能力信息的推理能力；给投资者时间压力，暗示如果现在不迅速的行动，就会失去机会，时间压力干扰理性分析；信息超负荷，信息过量，包含大量数据和内容，让投资者潜意识的迷惑不解，但是潜意识又盲目信任，于是直接去找结论，而结论往往具有诱导性：现在买入，翻倍后卖出。

从媒体处获得的应该是一种客观的新闻报导，然后对其进行联系归类，具体到策略投资，比如可以分析其信息是政策，还是特殊事件，还是关于宏观背景的新闻，还是关于市场要素

的新闻，归类后，按照分析体系去判断该信息对市场未来影响的重要性。另外很多媒体的新闻分析中提供了投资者忽视的其他视角，人的认知是有限的，多视角的提供，可以帮助投资者选择最有利于投资决策的视角。媒体的另外功用是投资者可以通过阅读，从众多信息中挖掘出有价值的行业机会、投资主题机会和个股机会。

实际情况是，太多的投资者不去主动接受信息，而是被动的接受信息，并且信息不是去用来分析，而是用来影响自己的情绪。有时候，市场的暴涨暴跌很容易让投资者去寻找近期的新闻和信息来寻找因果关系。统计结果是坏信息并不会总是引起恐惧，仅是有时候会。

很多投资者易犯的错误是有选择的吸收信息，投资是风险和收益的综合决策，很多投资者仅认真听取符合自己观点的信息，来加强自己信心，而对不符合自己观点的信息，不认真对待甚至反感，这点我深有体会，我去路演时，如果市场气氛比较好，很多听众都是狂热的看多信徒时，如果你提出相反意见，马上大量听众不再理会你的分析，而是迅速离开——他们或许潜在认为我就是错的，不值得听。

目前国内的证券信息状态是：噪音很大，思想很少；忽悠很多，实证很少；立场很杂，真相很少。现在市场上多的是唯洋人、名人、技术教条马首是瞻，惟独缺少对新闻和信息与股市关系的独立思考，对市场的独立思考。至于不顾中外经济发展的阶段不同、时空不同，生搬硬套的比附，则随处可见，实在与这个需要智慧的行业太不相称了。而忽悠很多，惟独缺少可靠的实证研究，以揭示市场的症结所在。至于不同利益主体立场不同，本无可厚非。但现在不正常的是，藏着隐晦动机的各种传言对投资者的干扰实在过于巨大，使得中国市场的很多投资者普遍缺乏信息处理能力，纯粹依附于不可证实的传言。

## 2、寄希望单纯研究市场和股价信息来战胜市场的虚幻

图表包含大量的即时信息，并且为绝大多数投资者所能获得，因此很多投资者具有图表信息依赖症，从开盘到收盘就盯着走势图不离开，好像可以发现珍宝似的。

费希尔·布莱克在1986年的研究认为：因为噪音的存在才使得金融市场的存在成为可能，如果市场是完全有效的，没有噪音，投资者均是完全理性的，并且可以获得所有信息，那么几乎不存在交易。因此价格的变动总是反映噪音与信息的变动。噪音交易越多市场越有流动性，换句话说，市场流动性越大，噪音越多。有流动性的市场反而是没有效率的市场和噪音逐步增加的市场。很多情况下，价格的涨跌不能反应什么，只能反应投资者情绪和噪音。

国内的市场流动性要优于海外市场，这说明国内市场价格本身噪音过大。因此单纯依靠价格走势包含的信息进行投资往往不靠谱（价格信息可以提供分析参考，但是不能是首选标准）。对于绝大多数投资者来说是无法仅从股票的图表中就可以区分噪音和信息，即使投资者试图找到了一些图表规律，这些规律会随着时间的变化和市场条件的变化也变得不再是规律。

一个股票价格包含太多的噪音和信息，因此单纯从股票价格上发现超额收益的机率并不高。天天只会盯盘的投资者也只会受到噪音的严重干扰，并且其处理其他信息的能力减弱，从而导致该投资者投资失败的可能性大增。单纯依赖股价的最大问题是你没有办法从股价中区分处信息和噪音，很多投资者正在基于噪音交易，但是却并不认为自己依据的是噪音，而自认为是信息。多数情况下，基于噪音的投资者是失败者，而基于信息的投资者是成功者。但是基于信息的投资者并不一定可以获利，因为投资就需要承受风险，另外基于信息的投资者也并不完全能够确信他们掌握的就是信息而不是噪音。噪音有时候甚至可以形成趋势，把信息交易者所迷惑。比如，股价错误的短暂上涨或者下跌可以导致投资者对该股票的错误判断。

信息和噪音的关系，也可以用价格和价值的关系去解释。价格的波动性和变化性远远高于价值，如果价值反映的是真正基本面变化的信息，这个变化是缓慢的和可以分析的。与价格相同的是，价值也在发生变化，但是价值的变化不是价格的变化。很多噪音交易者以为价

格的变化就是价值的变化——因为我们无法观察到价值的变化，只能看到股票价格的变化——就像约翰麦吉所说，“价值”是个高级抽象用语，“价值”很大程度上是主观的（因此才需要安全边际的概念）。如果，价格=价值+噪音，那么多忽略掉小的事件（容易制造噪音），把握核心与重要变量的投资者才能更有效判断“价值”。

市场情况以及股价仅提供了一种观察信息的角度，这种角度和投资（甚至是投资收益）直接相关，因此，不难理解为什么很多投资者花费很大时间在此。但是，无论如何要记住，这只是一个角度和投资线索，并且这个线索存在巨大的噪音，为了克服噪音的影响，投资者必须与其它角度结合。

国外研究认为：对于所有股票，信息并不是完全等量分布的。高价股定价更有效率，低价股包含更多的噪音，定价效率低，分析难度大，当然如果能分析清楚，机会反而更大，对于高价股，也许价格的异动才能带来投资机会。有众多分析师研究的，有大量信息可以利用的大盘蓝筹股组合只是一个绩优股的指数基金，很难超越。对于缺少关注的小公司和低市盈率公司存在更少的信息，缺少信息才会导致信息不对称，才使得研究变得更有意义。被投资者忽略的公司更容易发现不对称信息。

### 3、与其他投资者的交流

多数投资者喜欢与自己熟悉的投资者定期交流，这遇到的最大问题是对方的观点可能受到情绪影响而不客观，或者其缺少分析过程。比如，我问过认识的一个朋友关于美元的走势，他总是表达出自己的观点，但是没有办法说出自己的分析思路，总是在感觉，如果他总是正确的话，即使没有思路，其结论也值得关注，然后自己思考这个结论的可能性，但是往往，感觉型投资者的结论并不总是正确，最终和自己熟悉的投资者交流就变成了相互安慰和相互打气，很难从交流中获得有效信息。

另外，和自己熟悉的投资者交流遇到的另外困境是你很容易受到“传言”和“耳语”的诱惑与影响，彼得林奇在其书中就举了一个这方面的例子，他本来很坚定的持有一只股票，但是因为有了交流，另外的分析师说这只股票涨多了，结果林奇在其进一步上涨后就因为其“涨多了”而卖掉了这只股票，结果是这只股票进一步“多涨”。

上网浏览投资博客也算是一种交流，不过这有点类似淘宝，从众多博客中找到自己喜欢的（或者适合自己风格的），且能够提供客观分析的并不多。而热门的博客往往是能够调动读者情绪的，比如 2007 年最热门的带头大哥博客，其煽动能力比其投资分析能力高很多数量级。

一种非常好的与其他投资者交流的方式是从公开市场发现有价值的信息。其方式是每次季报出来，在上市公司 10 大流通股东里面多留意机构投资者的进出，深入分析，能够看出很多投资机会与风险。比如某只股票新进了几个擅长选股的机构投资者，而这个股票之前是市场所忽视的，对你来说，这就是一个很好的信息线索。

举个例子，除了基金外，专户理财现在也越来越值得重视，在上市公司 2009 年三季度 10 大流通股东里面就出现了不少信托和专户理财产品的身影，其中一个产品就引起我关注，是中融双重精选，其一号和二号分别由广发和易方达的专户理财部门管理。中融双重精选 1 号三季度新介入的是川润股份（润滑液压设备行业龙头）和恒宝股份（智能卡行业龙头），中融双重精选 2 号三季度介入的是东力传动（工业齿轮传动设备行业龙头，也是风电齿轮箱行业领军者）和南京中商（变革中的商业连锁企业）。这四个股票都属于中小盘成长股，不算白马，但是业绩的成长性都容易分析，并且有不少研究员追踪，是可以好好研究的股票，其中川润股份和恒宝股份算是短期有快速成长潜力还和题材沾边的，而东力传动和南京中商则增长有持续性且更稳健。这或许和广发易方达两个机构自下而上深入研究的务实风格有关，而其专户理财不仅继承了该特点，还发挥了规模小的灵活性。所以喜欢选股的投资者可以将

其选股思路作为借鉴，其选股信息作为参考。

#### 4、研究报告是很好的信息来源，但是要学会寻找优秀的分析师

相当部分投资者主要依靠研究报告进行投资，那么需要辨别出优秀的研究报告和分析师，一般来说，大家都喜欢根据各种媒体对分析师的排名来找出最佳分析师的报告。

客观来说，因为立场考核问题，太多研究报告只是助涨和助跌的无观点报告，而投资者由于高度关注自己投资的公司，希望天天看到这样的报告，但是一个非常优秀的分析师可能年初发表了很准的报告，一年都没有调整，因为他的报告把握了全年，他在发表报告半个月后投资经理可能已忘了他。而其他分析师不断调整自己的评级和预测来取悦于投资经理，不断给投资经理新的信息（或者噪音）。一年之后，谁最后被记住？真正遗忘的是那个有水平的分析师，因为他最无聊。而不断修改评级的分析师可能受到最多的关注，但是他们却最容易给投资者带来干扰。另外有些分析师喜欢陶醉于自己的复杂的数学模型和估值模型中，我认为，如果你看不懂报告里复杂的模型，那一定是写的人都不知道自己说啥。

很多分析师都倾向于把基本面分析做成收益预测报道，实际上，每个分析师对每年的每股盈利预测的一个具体数据是没有什么重要的参考价值的。分析师每股收益的预测与市场平均预期的差异（以及其差异的逻辑）是一个非常重要的参考，这远比具体的一个每股收益预测数据要重要得多。对于某公司的研究中，分析师关注人数也是一个重要的参考指标，关注度往往和股票收益率成反比。

报道是传达发生了什么，分析是解释为什么会发生，或进一步预测未来可能发生什么。令人遗憾的是，当今报道与分析之间的差别却越来越小。更糟的是，投资圈有太少的分析师和太多的报道者，很多分析师可以很好的复述某上市公司的会议公告，却不愿对大量的财务报表数据进行研究，而从这些数据可以找出公司未来发展的蛛丝马迹。他们也不愿亲自去调查研究公告的真实性。

在我看来合格的分析师应具备如下几点特征，只有有如下特征的分析师写的研究报告才值得参考。如果不具备以下特征，分析就会成为报道而流于形式。下面就是我认为一名合格的分析师应具备的七个要素：

##### 1、合格的分析师要做的不是讲故事或陈述事实

合格的分析师不会去复述每个人都可以知晓的事实。然而分析师们似乎已经形成了固有的思维模式，大多数分析报告仅对某公司有什么样的新产品或其发展计划是什么做陈述，而没有任何有价值的分析建议：为什么开发这种新产品、为什么做这样的产品规划、能否成功等等？策略分析师和经济学家们也经常描述市场情况但是对这些情况能持续多久却毫无判断。

我会欣赏那些勇于公开发表某公司的某项计划不会成功的分析师，那些预测到连某公司自己都没想到会增长的分析师就更值得称赞了，他们的分析对投资者才有价值。而“ZYY公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军”这样的分析，对投资者没有任何帮助。

下面就通过对 ZYY 公司的分析为例来总结一些对投资者有用的信息。也许我的总结并不全面，但是从我的总结你就会发现有些分析师的分析报告是多么的浅显。

某分析师说“…将成为行业领导者…”，那么他没有回答：该行业共有多少个竞争者？何以判断该公司为行业领导者？该公司占有多少市场份额？竞争者的行动如何？龙头地位安全吗？是否处于激烈竞争环境还是相对垄断环境？成为行业领导者的优势是什么？

分析师谈到“…下一代…”，那么他必须回答：该公司在当前这一代成功吗？为什么会出现下一代？该公司的旧产品淘汰了吗？会产生另一个下一代吗？该公司的产品会在另一个下一代被淘汰吗？与竞争者相比该公司的研发费用是多少？研发项目的投资回报什么时候可以收到？研发可带来多少回报？

分析师谈到“…建造 INTERNET 网…”，那么他必须回答：如果 INTERNET 网不再发

展呢？（只是举例）该项目属于平稳增长的还是周期波动？怎样融资？对产能使用能力的预期？

通过这些问题可以看出，一句简单的报道对于投资者是否购买 ZYX 公司的股票没有帮助。然而如果分析师认真地分析过，至少能够回答上述问题。试通过下面的回答判断是否投资 ZYX 公司的股票。

问：该行业共有多少个竞争者？

答：20 到 30 个。

问：何以判断该公司为行业领袖？

答：因为其他公司的产品不具有竞争力。

问：该公司占有多少市场份额？

答：5%。

问：竞争者的行动？

答：竞争者计划进行新产品开发。

问：龙头地位安全吗？

答：现阶段很安全。

问：处于激烈竞争环境还是相对垄断环境？

答：处于激烈竞争环境，下周又有五个竞争对手发新股上市融资。

问：成为行业领导者的优势是什么？

答：成熟的营销与售后服务体系。

问：该公司在当前这一代成功吗？

答：成功，因为竞争者已出局。

问：为什么会出现下一代？

答：因为现阶段的产品不能满足消费者需求。

问：该公司的旧产品淘汰了吗？

答：由于是新公司所以没有旧产品。

问：会产生另一个下一代吗？

答：有可能。

问：该公司的产品会在另一个下一代被淘汰吗？

答：公司现阶段的产品会被淘汰。

问：与竞争者相比该公司的研发费用是多少？

答：销售收入的 20%。

问：研发项目的投资回报什么时候可以收到？

答：不确定。

问：研发可带来多少回报？

答：不确定。

问：该项目属于平稳增长还是周期波动？

答：种种迹象显示为后者。

问：怎样融资？

答：多家公司同时发行股票。

问：对建造产能使用能力的预期？

答：不确定。

毫无疑问，上述回答对试图买入该股票的投资者没有任何帮助，下面的回答则另当别论。

问：该行业共有多少个竞争者？

答：没有。



问：何以判断该公司为行业领袖？  
答：产品的进入壁垒很高。  
问：该公司占有多少市场份额？  
答：95%。  
问：竞争者的行动？  
答：竞争者的产品不具有竞争力，只有降价策略。  
问：龙头地位安全吗？  
答：安全，因为基本没有可以竞争的对手。  
问：处于激烈竞争环境还是相对垄断环境？  
答：相对垄断环境，小竞争者已出局。  
问：成为行业领导者的优势是什么？  
答：产品优势、成熟的销售体系和消费者的认可。  
问：该公司在当前这一代成功吗？  
答：成功，因为已垄断主要市场。  
问：为什么会出现下一代？  
答：因为现阶段的产品不能满足消费者需求。  
问：该公司的旧产品淘汰了吗？  
答：没有，因为旧产品已升级。  
问：会产生另一个下一代吗？  
答：会产生。  
问：该公司的产品会在另一个下一代被淘汰吗？  
答：不会，因为设计产品时已考虑到升级问题。  
问：与竞争者相比该公司的研发费用是多少？  
答：销售收入的 20%。  
问：研发项目的投资回报什么时候可以收到？  
答：预计所有项目的收益会在 2 年内收回。  
问：研发可带来多少回报？  
答：预计 20-30%。  
问：该项目属于平稳增长还是周期波动？  
答：种种迹象显示为后者。  
问：怎样融资？  
答：多家公司同时发行股票。  
问：对建造产能使用能力的预期？  
答：不确定。

虽然第二种回答仍不尽完美，但可以看出 ZYX 公司了解自己的处境并为以后的竞争做好了准备，而第一种回答可以看出 ZYX 公司糊里糊涂的作了行业龙头却不知自己接下来应该做什么，那么你会根据哪一种答案进行投资呢？

相较之下，“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军”这句似乎很权威的话，就更没有什么价值了，它的作用就是报道我们已经知道的事实。

2、合格的分析师知道有价值的投资建议不是陈述事实，而是真正可以带来价值的经得住时间检验的观点。

在我看来，这些无处不在的报道，比如，“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军，该公司的预期收益为\$1.00”，就是噪音。换言之，“市场对 ZYX 公司的预期收益为\$1.00，我的预期为\$1.10，关于\$0.10 的差异我总结了五方面的原因，具体是……”，这样的

分析才有价值。分析师对与市场预期的差异进行分析对投资业绩有至关重要的影响。

所以，好的分析师清楚，不趋同市场大众的报告才不是噪音。那么他的分析会是这样：“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军。我对该公司明年的收益预测为\$1.10，市场的预测为\$1.00。我总结了 5 个方面来支持我的观点，这 5 方面正是市场疏于考虑而致使差异存在的原因。”

### 3、一个合格的分析师可以区分基本面分析与投资面分析的不同

分析师应从两方面对公司进行分析：基本面分析与投资面分析。前者是判断是否一个公司是好公司，后者是判断是否一个股票是好股票。

基本面分析着眼于公司自身的发展潜力。前面列举的 18 个问题就是基本面分析的范畴，我们无法从这些问题中得出投资面的信息。投资面分析着眼于公司股票未来在 market 的发展情况。基本面的好坏自然会影响到投资面，但也不能只关注基本面，因为投资面的分析更重要。许多分析师都固守着一个不正确的观点，即好公司就是好股票。事实上，经常会出现相对差的公司在股市上表现很好，好的公司表现反而不那么好。显然“这是一个好公司，应该买入”的说法，不如“这是一个好股票，应该买入”更具有说服力。

现在对 ZYX 公司的分析应变为：“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军。我对该公司明年的收益预测为\$1.10，市场的预测为\$1.00。我总结了 5 个方面来支持我的观点，这 5 方面正是市场疏于考虑而致使差异存在的原因。也许该公司不是业内最好的公司，但通过我的分析，预计该公司的股票在未来会有良好表现。”

### 4、合格的分析师相信亲自调研的结果而非公司公告

“分析报告还不能完成，因为 ZYX 公司的电话会议 11:00 才能发布。”我对这句话的理解就是：“不用作调研，只要等着 11:00 的公告，就可以完成分析报告。”

好的分析师更愿意使用原创研究和直接调研方式，但分析师们大多使用非原创研究，这是因为他们有便利的渠道得到大量的信息。当然，引用公司和行业已有的研究数据是不可避免的，也是必需的，而好的分析师通常会测试这些数据的可行性，然后得出结论。

分析师们似乎很乐意承认他们的分析基于上市公司的公告，并不断的抱怨他们的工作量有多大，他们甚至觉得人人都应去看上市公司的公告。显然不是每个人都有时间去关注当天所有上市公司的公告，所以分析师们就自降身份来充当报道人。

再看 ZYX 公司的例子，你会找到一些重要的投资信息。“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军。我对该公司明年的收益预测为\$1.10，市场的预测为\$1.00。我总结了 5 个方面来支持我的观点，这 5 方面正是市场疏于考虑而致使差异存在的原因。也许该公司不是业内最好的公司，但通过我的分析，预计该公司的股票在未来会有良好表现。对消费者的调查也显示出该公司产品受欢迎的程度远大于其他竞争者，只是不确定公司对这种需求是否了解。”

### 5、合格的分析师很少使用新出现的、未经实践检验的估值模型，而是使用理论成熟的、基础比率来分析和预测

很多分析师越来越喜欢用复杂的、假设不合理的，没有经过检验的金融估值模型来掩饰自己分析的苍白，实际上最基础的比率分析反而是最有效的分析方法。千万不要忘记互联网时代的新估值模型到现在看是多么的可笑。加入用传统的比率分析，对 ZYX 公司的分析更新为：

“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军。我对该公司明年的收益预测为\$1.10，市场的预测为\$1.00。我总结了 5 个方面来支持我的观点，这 5 方面正是市场疏于考虑而致使差异存在的原因。也许该公司不是业内最好的公司，但通过我的分析，预计该公司的股票在未来会有良好表现。对消费者的调查也显示出该公司产品受欢迎的程度远大于其竞争者，只是不确定公司对这种需求是否了解。市场使用“P/S”的方法对 ZYX 公司进行估价，

虽然这种估价方法不具有说服力，但对该公司的历史数据分析发现利润增长预期很好，可以判断该公司在未来的 12 到 18 个月将成为业内最好的股票之一。”

#### 6、合格的分析师不会对所有追踪股票给予买入评级

一般来说一个研究所股票池评级中买入评级多于卖出评级。为什么会出现这种情况？一般的回答就是分析师对自己所研究的行业和公司容易产生感情；另外，如果所持有的股票直线下滑，那么基金经理和分析师的日子都不会好过；还有，如果看空上市公司，则可能以后调研就不会被接待。股票本身也对评级系统有一定的影响，因为分析师会给予业绩上升的股票买入评级，业绩下滑的股票评级较低。

再次更新 ZYX 公司的分析：“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军。我对该公司明年的收益预测为\$1.10，市场的预测为\$1.00。我总结了 5 个方面来支持我的观点，这 5 方面正是市场疏于考虑而致使差异存在的原因。也许该公司不是业内最好的公司，但通过我的分析，预计该公司的股票在未来会有良好表现。对消费者的调查也显示出该公司产品受欢迎的程度远大于其竞争者，只是不确定公司对这种需求是否了解。市场使用 P/S 的方法对 ZYX 公司进行估价，虽然这种估价方法不具有说服力，但对该公司的历史数据分析发现利润增长预期很好，可以判断该公司在未来的 12 到 18 个月将成为业内最好的股票之一。这支股票是我给予买入评级的唯一股票。”

#### 7、合格的分析师敢于用合理的分析冒犯或者挑战市场观点

好的分析师不应该害怕冲突。如果是表述自己的分析结果而非陈述事实，必然会遭到很多人的反对。没有什么比给予某基金经理所持有的最大份额的股票卖出评级，带给他的伤害大。好的分析师还应该不畏风险。因为分析师的预测不可能 100% 正确，对分析师有这样的期待也是不合理的。可能有很多分析师都接到过抱怨的电话，但想要为客户提供有价值的分析，必须准备接受这些。

判断分析价值的关键是判断如果没有分析师的意见，投资者是否能做得更好。当然，现实中这样做是不可能的，只是我觉得这样想很重要。判断分析师好坏，只看他给出的是否是低买贵卖的建议毫无意义，应该看他给出的正确建议是否比投资者自己的决策多，是否把一个股票的投资故事说的清清楚楚，明明白白。

最后，ZYX 公司的分析应这样写：

“ZYX 公司将是建造下一代 INTERNET 网的领头军。我对该公司明年的收益预测为\$1.10，市场的预测为\$1.00。我总结了 5 个方面来支持我的观点，这 5 方面正是市场疏于考虑而致使差异存在的原因。也许该公司不是业内最好的公司，但通过我的分析，预计该公司的股票在未来会有良好表现。对消费者的调查也显示出该公司产品受欢迎的程度远大于其竞争者，只是不确定公司对这种需求是否了解。市场使用 P/S 的方法对 ZYX 公司进行估价，虽然这种估价方法不具有说服力，但对该公司的历史数据分析发现利润增长预期很好，可以判断该公司在未来的 12 到 18 个月将成为业内最好的股票之一。这支股票是我给予买入评级的唯一股票，也可能是市场唯一做出这样分析的分析师，值得骄傲的是，我的分析与开头那句毫无意义的分析截然不同。”

#### 5、投资者独立的信息研究与研究技术。

独立的信息处理和研究技术是专业投资者的必备，具体到方法上则可以不同，比如，我从第一章到第十五章的分析，仅是自己认为的策略投资分析框架。实际上，任何一个有经验的投资者，都需要有自己的理性分析。

作为专业的投资者，必须先掌握一定的研究框架体系（可以不完善，但是必须有一个大致的框架和方向，因此最好先模仿投资大师），然后才去处理信息，否则会被信息所淹没。无论对哪个领域的研究，都需要积累起庞大的资料和信息库，如果我们只是单纯的收集信息的话，这些信息最终会淹没我们的目的，使得我们的分析出现失败，所以不要为获得信息付

出太多成本，不要为收集数据而收集数据。

另外，很多投资者做出投资决策总是希望获得关于一个决策的所有信息，比如对一个股票的购买。不过，就我的经验，无论掌握了多少信息，都不可否认，没有人能够掌握某个公司的所有相关信息，我认识的很多个股投资者，其掌握的信息其实十分有限，但是他们掌握的都是核心最重要的信息，也就是研究体系框架本身的确然性比信息的充裕程度要重要得多。否则，搜集大量信息，但是仍然不能做出有效的投资决策。

在进行独立信息处理时，工具是非常重要的，比如 WIND 资讯软件是专业投资者的必备，其大规模筛选和排序处理数据的能力非常好。比如，每个季度季报公布后，我都在 WIND 里面把中小板的所有股票的关键财务数据（符合我的选股框架体系的）输出成几个大表，打印出来，从历史和对比中可以发现投资机会。

很多投资者不读招股说明书，我很喜欢读，就像读一本知识书一样，几百页的招股书几个小时就可以读完，你可以从中了解到很多知识。

信息不一定完备，但是信息处理的体系则尽可能的完备，其实建立投资分析体系和教育飞行员比较类似，没有人希望飞行员在遇到危险的时候惊慌失措，并且没有人希望飞行员在面对 Y 风险的时候做出来的反应就像遇到 X 风险，仅仅因为飞行员的脑袋里只有一种面对 X 风险的模式。因此，现实是用一种严格的六要点系统来培训飞行员：

- 1、飞行员所接受的正规教育的广度足以覆盖几乎所有对飞行有用的事情；
- 2、所接受的必要教育不仅能让飞行员顺利通过一两项测试，而且提高到了能在实践中熟练操作的地步，甚至能同时处理两三个互相交织的危险状况；
- 3、和任何优秀的数学家一样，飞行员必须学会有时正向思考，而有时则要逆向思考，这样飞行员就能学会何时把注意力放在希望发生的那些事情上，何时放在避免发生的那些事情上；
- 4、训练内容应根据学科的不同进行合理分配，最终追求的目标是一旦未来实际操作总出错，所造成的损失可以达到最小化。针对实际操作中最重要的内容，进行强化训练，达到炉火纯青的地步；
- 5、强制养成飞行员检查“清单”的习惯；
- 6、即使接受了最初的教育，也必须养成复习知识的习惯——经常使用飞行模拟器，防止应对罕见和重要问题的知识由于长时期不用而产生退化。

建立好的投资体系的第一步是阅读优秀投资者的著作，学习和模仿，然后不断去实践和完善。没有任何学习的直接实践，对于多数投资者来说，从中很难总结出出色的构建性体系。

伟大投资者的投资决策体系非常完善，举个例子与巴菲特合作 40 年的查理·芒格可能需要思考 492 个问题。《寻找智慧：从达尔文到芒格》一书的作者彼得·贝弗林通过模仿芒格思考问题的方式而列出的这个“问题清单”。

比如，仅在了解一个公司的业务时，查理·芒格就会问：“我能理解一个公司的业务吗？”然后从一些角度继续深入去问，比如在需求的原因角度，会问“我有多确定（并且能解释为何如此确定）人们将来仍会继续购买这类产品或服务？过去的情况是什么，未来可能发生什么？需求是否呈周期性？生产能力与需求的对比是什么样子？”。从回报能力的角度会问“产业和公司的回报能力，以及其过去 10 年的发展状况是什么？”。从产业结构的角度会问“竞争者的数字和规模？谁在该产业中拥有发言权？要在该产业中获利，什么因素是必须的？公司在产业中的地位如何？我是否知道谁会在这个市场上获利，为什么？”。从真正的消费者角度会问“谁对购买行为有决定权？其决定的标准是什么？”

这仅是了解公司的业务，在公司是否具有竞争优势的时候，会问 40 个问题。在具体投资时候，风险管理时候，又是大量的问题，只有在这些问题获得比较完满的解答后，才会有“不后悔”的投资决策。

我这里要说的是，投资决策是一项扩展思考边界的活动（行动），思考的边界存在太多问题，因此，这充分说明了投资所展示的人类思维与所面临环境的复杂性，也反过来说明，一般投资者在问题面前的思考是多么轻率而浮浅——很少有人会思考如此多的问题，即便这些问题价值连城或生死攸关。

实际上，查理·芒格思考的 492 个问题中，很多问题不仅可以用于决定购买哪只股票，当你在生活的十字路口前犹豫不决时，也可以把这些问题作为权衡的准则。多数普通投资者没有办法思考那么多问题后才做投资决策，并且即使思考了很多问题后做出决策可能还有失误。不过，思考这么多问题本身就有巨大价值，当你开始阅读并研究这些问题，那么你就迈出了理性思考和建立适合自己的分析框架体系的第一步。

或许股神不能复制，但没有投资者会介意变得更聪明，决策更有效，因此，多阅读和思考是非常必要的。这也是每章后面列出诸多参考书籍的重要原因。

第二节 抗拒行为的干扰

投资者都假定自己能做理性的投资决策，但是实际上，我们大脑的情感模式往往占主导地位来影响我们的理性决策。因此抗拒行为的干扰至关重要。这和第九章市场心理分析有很大不同，第九章是站在自己的角度研究群体和市场的心理，而本节则是内省的角度，来审视自己的心理偏差是如何干扰自己的投资决策的，研究表明成功的投资者均能够抗拒行为偏差对于投资的干扰。

关于研究行为偏差，这主要是和我们大脑里两套决策系统有关。我喜欢《星际迷航》，里面的两个人物清晰的展示了两套系统的冲突。《星际迷航》(Star Trek) 里，麦考伊是个感情用事的地球人，永远让情绪主宰着。相反，史波克（一半地球人一半外星人）却一意压制感情，让理性来做决定。麦考伊的方式似乎建立在系统 X 上。系统 X 本质上是大脑的情感部分。它处理信息的方式是自发的，而且毫不费力。也就是说，甚至在我们清醒地注意到自己的大脑受到某些信息的影响之前，这些信息就已经被系统 X 预先过滤掉了。因此，系统 X 是实际上的缺省选择。系统 X 以一种相关联的方法处理信息。它的判断到时候往往建立在（外表）相似性和相关性的基础上。因为系统 X 对待信息的方式，它能同时处理大量的数据。对于电脑狂来说，它是一个速度极快的并行处理部件。要系统 X 相信某件事情是有效的，它也许只需要有愿望就够了。

系统 C 是大脑的“外星人”部分。要使用它，需要慎重的努力。它在处理信息时，讲究逻辑和有理有据。由于它是逻辑性的，所以一次只能走一步。因此，用计算机术语来说，它是一个缓慢的串行处理部件。要想说服系统 C 相信某件事情是真的，需要逻辑推理和实验证据。

大脑工作的这种双重系统已经得到了神经学家研究成果的支持。他们已经开始用大脑的某个部位去联系某种功能。为了做到这一点，神经学家要求参与实验的人执行一些任务，同时用脑电图、正电子发射断层图、或者后来更常使用的功能磁共振成像对他们进行监测。然后，把这些结论与基础案例进行比较。这些扫描图像之间的差别就标出了大脑被使用的那一部分。

关于这些有一件非常重要的事情需要注意：从人类发展的角度来看，系统 X 部件的年龄要大了许多。它们在系统 C 发生联系之前已经进化很长时间了。

表 16.1 思维的两种系统

系统一：经验型	系统二：逻辑型
X-系统/反射型/直觉型	C—系统/反射性的
整体的	分析的

情感的	逻辑的
相关联系的——在相似性和临时关联性的基础上判断	推论的
快速平行进行	缓慢地、循序渐进
实实在在的影响	抽象的影像
变化较慢	随思绪的速度变化
粗略地区分——比较宽泛	区分更为细致
精力地整合——内容专一	更高级的整合——内容互鉴
被动地、前意识的体验	主动地、有意识地体验
自动的、毫不费力的	控制的，努力的
自我证明的：“体验为实”，也可能是愿望为实	需要逻辑和证据来证明

其中

X—系统	C—系统
扁桃腺 基底神经节 外侧颞叶皮质	前扣带皮质 前额页皮质 颞叶内测

在信息处理过程中，系统 X 之所以会是缺省选择的原因可以用进化来帮助解释。我们对情感的需要远远早于对逻辑的需要。以恐惧为例来解释这一点也许最合适不过了。恐惧是我们比较能够理解的情感之一。通往恐惧的神经之路看上去有两条。一条是又脏又快的小路，另一条是谨慎和理性的大路。它们与思维的两种系统之间的联系应该很明显。

想象你站在一个装有一条蛇的玻璃容器前。蛇立了起来，你感受到了危险，知觉神经接收了信息。从这儿起，两个信号出现了。在小路上，信号被发往系统 X（也称之为边缘系统）中的扁桃体和大脑的恐惧和风险中心。扁桃体反应很快，使你往后躲开。

然而，第二个信号（走的是大路）把信息发到感觉皮层，这部分以比较清醒的方式对潜在威胁进行评估。就是这个系统向你指出，在你和蛇之间还有一层玻璃。不过，从生存的观点来看，虚假的肯定总比虚假的否定要好得多。

许多人往往认为情感是对事件或者动作的清醒反应。就是说，有什么事情发生了，你的大脑对此判断该有什么样的情感反应——或许是悲伤，或许是愤怒，或许是欢乐，或许是其他什么情绪，然后大脑再据此告诉你的身体怎么去行动，比方说流泪、充血、或者呼吸急促。

现代心理学之父威廉·詹姆斯是最早认为正确的传递关系或许极可能是由身体到大脑的人之一。詹姆斯认为，大脑对情况的评估实在太快了，我们根本没有时间有意识地注意到自己该如何体会。实际情况是，大脑对身体进行勘测，并获取结果（例如皮肤出汗、心跳加速），然后推断出与身体产生的这些物理现象相匹配的情感。

用某个心理学家的话来说，我们都是“暂时性的现实主义者”。也就是说，我们有一种倾向，倾向于信任自己最初的情感反应，“只是后来地、偶尔地、努力地”纠正这种最初的感觉。比方说，当我们的脚趾顶上了石块或者脑袋撞上了屋檐时，我们会诅咒那块石头或者屋檐，全然不顾这对避免自己的错误根本不可能有任何帮助。

无论如何，在我们实际上要做决定时，也许是需要情感的。有这么一群人，他们由于悲剧性的事故或者比较彻底的手术，大脑的情感部分毁坏了。这些人不但没有成为俗称“经济人”的效率机器，事实上许多事例还表明，他们现在根本就没有作决断的能力了。他们无休止地制定计划，但是却从来没有把其中的任何一个付诸实施。尽管从概念上“知道”正确的答案，但是缺乏感受情感的能力还是严重妨碍了他们的表现。

因此，情感既能帮助我们，也能阻碍我们。没有情感，我们就感觉不到风险；有了情感，我们又无法控制风险引起的恐惧。这就是人类。

心理学家卡美拉（Camerer）等人的理论是，情感的影响要视经验的强度而定：强度低的时候，其影响很大程度上表现为一种‘顾问’的角色。许多理论都认为，人们面临决定时，会使用情感所携带的信息……强度适中时，人们开始清醒意识到知觉和情感之间的冲突。正是在这一强度适中的阶段，人们开始观察……自我控制的努力……

最后，当强度甚至更大时，情感可能会非常激烈，在实质上阻挠人们做出决定。没有一个人在开车时‘决定’睡觉，但是许多人却睡着了。在强烈的情感动机的影响下，人们常常会说自己“不受控制”……“思维和感情冲突时，后者会赢。这是我们大脑的神经中枢决定的。”

还有一点也值得一提。我们非常不善于捕捉自己在情感影响下的感觉，即心理学所说的“同感的冷热缝隙”。也就是说，当我们放松平静的时候，总是会低估自己在情感激烈时的反应。

不幸的是，庞大的心理学研究数据表明，我们利用自我控制来强迫自己的知觉去压倒情感反应的能力是有限的。每一次自我控制的努力都会减少下一次自我控制的力量。

心理学家鲍迈斯特通过研究，归纳出以下要点：

1、在情绪压力下，人们倾向于高风险高回报的选择，即使这些选择显而易见很不高明。这看上去是因为无法对事情进行彻底的思考引起的，而导致这种状态的正是情绪压力。

2、当自尊受到威胁时，人们就变得沮丧，并且开始失去规范自己的能力。尤其是那些自负的人，他们常常在骄傲被打击下很快就沮丧起来，并且急于要证明自己不起了不起。这种急切的情绪压倒了他们在生活中处事时的正常理性。

3、许多形式的利己主义行为都需要自我规范。当不能自我规范时，可能在许多方面都会弄巧成拙，例如，在延期的报酬和眼下的快感之间，选择后者。自我规范所依赖的资源似乎是有限的，比如能力和精力，所以人们只能在有限的范围内规范自己。

4、做选择和决定也要消耗这同一种资源。当资源耗尽，比如说在做了一系列重要决定后，人就变得很累，精疲力竭，其后的决定也许就会出现重大失误，或者非常愚蠢。

5、归属感是人类动机的主要特征。当这个需要受到了阻碍，例如人与人之间的拒绝，人们就不知怎么会停止合理的行为。随着拒绝，不理智或者弄巧成拙的行为越来越常见。

这些要点中有很多也能影响到投资者。设想有这么一位投资者，刚刚经历过一段业绩非常不好的时期。这个投资者很可能在压力下觉得要开始集中于高风险高回报的机会，以弥补以前缺失的业绩。他很可能也会觉得自尊受到了威胁，就像上面的第2点所说。这位投资者可能还会开始变得越来越目光短浅，注意力越来越集中在短期利益上。这些差不多是可以断言的，特别是当以前造成业绩不好的那项投资还有与众不同的特点的话。实际上，几乎所有可以被归入心理学上的无理性的元素大概都会大量出现。

了解了行为缺陷后，投资者会感到十分沮丧。有了情感，我们就无法控制自己；而没有它们，我们又无法做出决定。看上去我们注定会围着短期利益转，跟着人群跑。如果我们企图抵抗这些诱惑，就要承受以后自我控制能力下降的折磨。情况很不美妙。

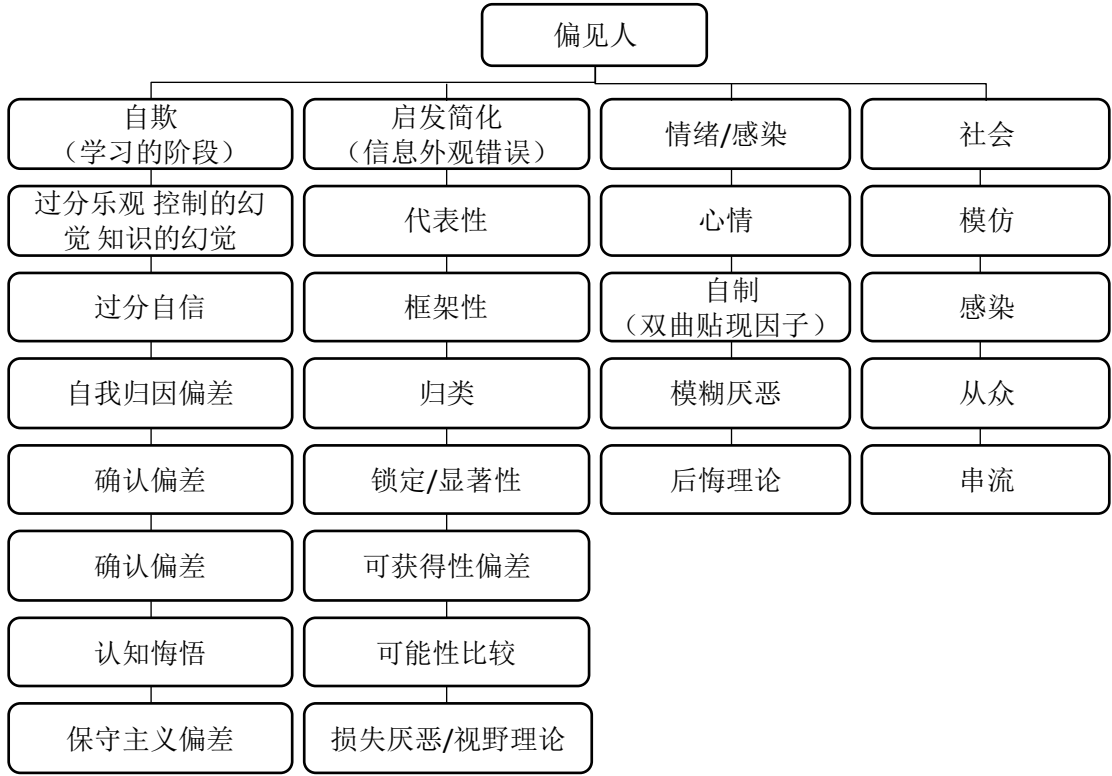
然而，并不都是坏的。许多年来人们都认为大脑细胞的数量是一定的，它们随着时间而衰败。可喜的是，情况并不如此。我们在一生中完全有能力再生新的脑细胞。

另外，大脑的模式并不是固定的。要理解这一点，最容易的方法就是把大脑想象成一张蜘蛛网。这张蜘蛛网中的某些丝要比其他的厚实些。大脑使用某根丝的次数越多，那根丝就变得越厚实。而那根丝越厚实，大脑使用它的次数往往就会越多。因此，如果我们养成了不好的大脑习惯，它们就会逗留不去。

然而，我们也有能力重新安排这些小路（神经），这就是大脑学习的方法。对此有一个名称，叫做“可塑性”。我们的命运并不是早已注定的，我们可以学习，特别是从行为偏见中学习，尽管这并不容易。

心理学家们用了许多年时间记载和归纳那些我们容易犯的错误，其中一些主要错误出现在各种文化和国家中，具有令人惊奇的普遍性。这些错误大部分都可以追溯到四个常见的原因：自我欺骗，启发简化，情绪，和社会的相互影响。

图 16.2 偏见的分类



其中以下是十个最重要的偏见（对于要进一步深入了解人的行为偏见的读者，可以参阅行为金融学的著作）。

**偏见 1：我理解的更为正确，因为我知道的更多。**

心理学家的调查问卷显示人们最常见的两个偏见是过分乐观和过分自负。比如问：你的开车技术要比一般人好吗？几乎绝大多数人都认为自己比平均水平要好。过分乐观和过分自负往往来源于控制的幻觉和知识的幻觉。

知识的幻觉是指人们倾向于认为自己的预测会随着更多的信息而更为准确。这个错误想法太危险了，以致历史学家布尔斯廷大声疾呼，“发现新事物最大的障碍并不是疏忽，而是知识的幻觉。”真相很简单：更多的信息并不一定就等于更好的信息。与其说重要的是你有多少信息，不如说是你怎么使用信息。

心理学家斯洛维克有个经典案例。他给 8 个经验丰富的赌马人看了一张单子，上面是很普通的一个关于一匹赛马的历史资料表，比如负重、赢的次数、不同条件下的表现等等，一共有 88 种变量。然后要每个赌马人按照重要性来罗列这些信息。完成这一步后，这些参与者又拿到了 40 场以前比赛的数据，并被要求挑出每一场的前五名赛马。而那些历史资料数据也以依次递增的方式发给了每一个人。5 种、10 种、20 种、40 种，每次都要求他们选出 5 个最重要的。因此，每个参与者对每一场比赛的结果有四次预测——每一组信息都要来一次。对于每次预言，都要求参与者给自己对自己预测的信心打分。

实际结果是随着信息的增加，准确度基本上是一条平直的线，显然与参与者所掌握信息的多少无关。但是，看看这些赌马人的信心度吧。五种信息的时候，准确度和信心度相当接近。然而，到了 40 种信息时，准确度仍然还在 15 % 左右，但是信息度却已经飙升到了超过



30%。因此，更多的信息并不等于更好的信息，真正重要的是你如何使用它。这个事实并没有就此使绝大多数的投资者们停止疯狂地积累比对手更多的信息。

心理学家还有一个关于股票投资的研究。参与者每个月都被要求从两只股票中选出他们认为表现会更好的那只。所有的股票都是众所周知的蓝筹股，参与者得到的信息包括股票名称、行业、以及前 12 个月的历史表现。参与研究的人分两组，一组是外行（心理学的本科生），一组是专业投资者（投资经理、分析师、还有经纪人）。每一次选择的时候，参与者都被要求说明对自己预测结果的信心度。坏消息是，两组人的预测结果都比纯粹的撞大运还要差。也就是说，你用投硬币的方法都能赢他们。更糟糕的消息是，专业人士实际表现比外行们还要差了一大截。例如，当专业人士百分之百肯定自己是正确的时，他们实际上只有不超过 15% 的时间是正确的。这正好符合了心理学家们收集到的一大堆证据，那就是，专家们也许比不是专家的人知道得更多，但是他们与此同时也往往比那些不是专家的人更加过分自负。

参与者还被要求给自己在决定时所作的努力进行排名。外行们实质上全靠猜，不过也受到以前的价格表现影响。与此对比的是，专家们却认为他们是在用自己的知识选择赢家。

控制的幻觉是指人们深信自己对不可控事件的结果有影响力。例如，人们会多花好几倍的价钱买一张自己挑选数字的彩票而不是普通的随机产生数字的彩票。人们称是更愿意在一枚硬币被扔之前下赌注，哪怕扔过的硬币是被遮挡着的，就好像他们能在硬币被扔在空中时施加影响似的！这里信息再次起了作用。你掌握的信息越多，就往往会感到自己越有控制力。

## 偏见 2：大的就是重要的

每一个信息都可以从两种角度来衡量：强度和分量。这两个角度混淆在一起，很容易就会导致反应过度 and 反应不及。例如，假设你面试了一位潜在的雇员，他/她给了你一些作为参考的资料。其中有一封推荐信，信中对这位潜在雇员在几乎人生每一步的表现都充满了赞誉。可惜的是，这信是此人的母亲写的。

这个信息所涉及到的那些金光闪闪的优点显示了它的强度；但是它的分量却很轻因为它的来源是一个具有高度偏见的作者。

心理学家特沃斯基和格里芬在 1992 年发现，高强度和低分量混合在一起，一般来说会导致过度反应；而低强度和高分量的混合则容易导致反应不及。

投资者似乎常常弄不清楚信息的这两种元素。例如，当一家公司宣布发放或者取消一次股息的派送时，投资者往往反应不及。他们错误地对待这个信息。实际，股息方案改变的分量非常重（管理层对股息方案的改变是不会轻描淡写的）。然而，它的强度同时也往往很低，因为投资者（错误地）没有把重心放在股息上。

相比之下，投资者似乎继续在对公司创出了历史新高的业绩增长表现出过度的反应。投资者似乎宁愿对一家公司的历史业绩有极大的信心，也不去把注意力集中在未来可能有的前景上。

## 偏见 3：只看我想看的。

设想下面一个情形：你面前摆着四张牌，每张牌都有一个字母数字的标志。里面有 E、4、K、7。如果我告诉你，假如一张牌的一面有一个元音字母，那么它的另一面就应该有一个偶数。要想知道我说的是否是实话，你应该翻开哪一张牌？

花点时间想一想。许多人选择了 E 和 4，而正确的答案却是 E 和 7，只有这两张牌才可能验证我是在说谎。如果你把 E 翻过来，看到了一个奇数，那说明我说谎了；如果你把 7 翻过来，看到一个元音字母，那么你也知道我说慌了。而翻 4 的话，你什么也证明不了——如果它的那一面是一个元音字母，那么你不过是发现了一个符合我描述的信息，但却无法证明

它；如果它的那一面是辅音字母，那么你也证明不了什么。我最初说的是一个元音必有一个偶数。我没有说一个偶数必有一个元音！

因此，为什么我们会被拉向 E 和 4 呢？我们有一个非常坏的习惯，那就是寻找那些认同我们的信息。这种对认同而不是反驳的渴望就是所谓的“确认偏见”。当卡尔·波普（Karl Popper）撰写他的科学哲学时，他说，验证一种观点的唯一方式，就是形成一个假说，然后用剩下的所有时间来寻找一切不同意此观点的信息。可这并不是我们大多数人的方式。我们往往会形成一个看法，然后用剩下的时间来寻找所有使我们看上去很正确的数据。

我们的天性倾向于聆听那些附和我们的人。听到我们自己的观点反馈给自己，这种感觉很舒服。我们得到了那种模糊的，暖洋洋的满足感。可惜的是，这并不是做出最佳决定的最好方式。我们所应该做的，是和那些最反对我们的人一起坐下来。我们这样做并不是要改变自己的想法（因为这种结果发生的机率极其渺茫），而是要引起对反面看法的注意。我们应该从反面看法中寻找逻辑错误。如果我们找不到这样的错误，那么我们就应该如此肯定地努力坚守自己的看法。

这么做还有一个附加问题，就是我们经常会发现自己染上了“敌对媒介之偏见”。也就是说，我们不仅寻找那些附和我们的人的信息，而且在看到那些不附和我们的人的信息时，常常会认为那种信息来源是带有偏见的。

**偏见 4：正面就是技巧，反面就是霉运。**

我们的自尊相对来说比较脆弱。保护这个自我形象的重要武器之一，就是“自我贡献之偏见”。这种倾向性把好的结果归功于技巧，把坏的结果纯粹归咎于霉运。这是投资者在学习中很容易遇到的主要限制之一。这个武器使我们不把错误认作错误，因此常常使我们不能从过去的错误中得到教训。

要与这个问题作战，需要建立决策的矩阵图。只有把结果和我们的决定以及做出这些决定的理由相互参照，我们才能指望弄清楚哪儿是运气，哪儿是技巧。也就是说，我的正确是建立在正确的理由上，还是虚假的理由上？要应用这个矩阵图，我们必须要有自己所做过的决定以及这些决定背后的理由的记录，所以记住把它们写下来。

	好的结果	坏的结果
正确理由	技巧（也可能是运气，姑且说之吧）	坏运
错误理由	好运	错误

**偏见 5：我早就知道**

投资者遇到的最危险的偏见之一，就是“马后炮”。它指的是这么一个事实，即我们在事情发生后，都很确实地肯定自己在它发生前就已经知道了。在投资者中，关于这种偏见最好的例子，就是 2007 年的中国股市泡沫。每个人都坐在那儿说，他们早知道那是泡沫——他们往里面投资过，而他们知道那是泡沫。

如果每个人都认为他们能够预测过去，那他们当然很可能会非常肯定自己预测未来的能力。因而，马后炮是导致过度自信的一个很大原因。马后炮是最危险的偏见之一，因为在读完行为金融学家的研究后，有一个可能，那就是你会站起来，边走边说，“嘿，有点儿意思……我早就知道！”

**偏见 6：不相干的信息作为投入也具有价值。**

我们面临不确定性时有一种倾向，会抓住一些不相干的信息作为支柱。这常常是在一种根本没有意识到的状态下发生的（系统 X 的一个典型特征）。

“锚定”的经典案例来自心理学家特沃斯基和卡尼曼的那篇获得诺贝尔奖的文章。他们

请人回答一般知识范畴的问题，比如联合国中非洲国家所占的比例是多少？在参与者回答前，在他们面前转动着一个有数字 1 到 100 的幸运转盘。作为心理学家，特沃斯基和卡尼曼把转盘设置了一下，使转动的结果不是 10，就是 65。然后他们就问参与者们，要他们说出自己的答案比转盘的结果低还是高，而且还要说出自己的实际答案。看见轮盘数字是 10 的那组人的中间值是 25，看见轮盘数字是 65 的那组人的中间值则是 45！实际上，人们在形成他们自己的观点时，会抓住不相干的东西定位。至于这道题的答案么，目前正好低于 20%。

锚定效应显然对评估有影响，特别是在这样一个世界里——我们都坐在屏幕面前，价格从早到晚在冲着我们不停地变换。抓住当前的市场价格来定位，这实在太容易了。大券商分析师常常很怕宣布那些和当前的市场价格相差悬殊的目标价格。即使模型显示差异大，分析师也倾向于被锚定而修改模型以适应现有价格这个锚。锚定的程度受到船锚特点的影响，也就是说，船锚看上去越相关的话，去抓住它的人越多，即使不相关的锚也往往对决策产生重大影响，有时候这个锚碰巧锚对了，还可能被神化。

管理学专家诺斯卡拉夫和尼勒指出，房地产经纪人在给房屋定价时，也染上锚定效应。他们带两组房产经纪看了同一所房子，并且给出了一模一样的信息。两组房产经纪获得的信息中，只有一点不同，那就是最早挂出的价格。然后这两组房产经纪就被要求提供一组不同的价格。两组之间的差别平均超过了 12%，尽管他们看的同一所房子。

从总的市场前景来看，船锚都可能是哪些东西呢？价格成天在对着我们变换——电视广告、报纸内页、股票价格在电视新闻的屏幕下面滚动、股票分析师的电子邮件、房地产买卖、等等。投资者似乎一把抓着这些价格的幻象，错误地把它们等同于价值。当然，我们可以防止这样错误，使用评估的与此反向的评估模型。把市场价格里暗示增长的那部分完全剔除了，然后评估是否有真正增长的可能。

哈佛商业评论 1998 年的著名文章“Hidden traps in decision making”提供了一些相当有价值的建议，投资者怎么样才可以做到有意识地在进行决策的时候避免锚定效应造成的决策偏差呢？

方法一	总是试图从不同角度观察问题
方法二	总是在试图咨询别人意见以前独自思考，避免被别人的意见锚定
方法三	思维要放开，要能倾听多种渠道的声音，这样也可以开拓自己的思路
方法四	在咨询别人意见时也要努力避免对方被你的想法锚定。尽量在倾听前少告诉对方你自己的想法和预测。

**偏见 7：我可以就它看上去的样子做出判断。**

下面的例子是行为金融学经常采用的例子：设想以下情形，琳达 31 岁了，单身，快言快语，非常聪明。她在大学里的专业是哲学，作为一名学生，她非常关心关于平等和歧视的问题。那么，琳达在银行工作，和琳达在银行工作并且是一个活跃的女权主义者，这两种情形，哪一种更加可能呢？

不知怎么，非常奇怪的是，许多人都选择后者。可那根本不可能成真。第二个选项是第一个选项的子集，而一个子集永远也不可能大过部分包含它的那个集合。

那么究竟是怎么回事呢？是这样的，人们判断事情依据的是它们的样子，而不是它们的实际情况。这就叫做“代表性”。在琳达的例子中，人们选择了第二个选项，即琳达在银行工作并且是一活跃的女权主义者，是忽视了一个基本比率，那就是在银行工作人肯定比既在银行工作又是活跃的女权主义者的人要多。

代表性在投资中有许多应用。例如，投资者们是否认为好的公司就是好的投资对象呢？如果是，那么就有了一个潜在的“代表性”案例。投资者们常犯“代表性偏见”。比如，一个偏见就是对那些五年出现高增长的公司，他们预测会在以后的五年内持续有很高的增长。

他们实际上看的是公司的历史业绩，并以此推出这家公司以前极好，因此会继续好；或者这家公司一直都是很糟糕，以后也会是。这个逻辑和琳达那个问题完全一模一样。但从大概率上，业绩存在均值回复。收益增长在一个五年期内，很大程度上是一个回归均值的过程。均值回归的几率非常高。低增长的投资组合和高增长的投资组合所创造出的长期收益几乎一样多。投资者们判断那些公司的依据是它们看上去的样子，而不是它们伴随增长的收益基础会如何延续自己的竞争力。

### **偏见 8：这和我记忆不一样。**

我们的大脑不是超级电脑，甚至连一个比较好的档案柜都不是。然而，我们却往往都认为自己的记忆很完美，就像是明信片或者照片那样。心理学所揭示的真相是，记忆是大脑的一道程序。这道程序中的环节之一是真相，可那并不是唯一的，还有其他的主要环节。一般说来，人们回想起更多的是那些生动的、广为人知的、或者近期的信息。

另外一个事实也增强了“近期效应”，那就是人们宁可依赖自己的经验，也不依赖统计和他人的经验。有一篇论文“信息丛林中的经验之树”通过一系列的实验显示，即使所牵涉信息的相关度和重要性都相等，人们常常会给予直接经验更多的重视。研究者提出了一个假说，即过分重视直接经验的一个原因是“情感的作用……直接体验的信息激发了情感反应，这是许多其他信息所无法做到的。”

“如果人们用自己的直接经验来评估事件的可能性，他们很可能就会过于重视那些自己体验过的实际不太可能发生的事件，而低估那些他们没有体验过的。”事实上，在研究者的一个实验中，他们发现，人们分给个人经验的比重是他人经验的两倍！所有这些信都意味着，投资者的经验在他们对现实的看法中起了决定作用。

信息的情感作用也在其中扮演了一个角色。卡尼曼和特沃斯基在 1973 年提供了一个例子。他们向人们提出以下问题：“就英语中含有 K 的普通词汇来说，K 一般会起始字母还是第三个字母？”抽样人群有 152 人，其中有 105 人认为词汇以 K 起头的可能性更大。事实上，以 K 为第三个字母的词汇大约是以 K 起头的词汇的两倍。然而，因为我们索引时总以第一个字母开始，所以更容易想起它们。

投资者总是寻找那些大的触发性事件。但是这么做的过程中，投资者们常常就错过了那些新闻小碎片积累起来的作用。市场中每一次极其微小的踌躇都可以找到一些理性的解释，这一奇谈永远能得到媒体的帮腔。

### **偏见 9：如果你说它会这样，那就一定是真的。**

投资者和分析师们常常会犯简化架构或者架构依赖的毛病。也就是说，我们根本看不透把信息呈现给我们的那种方式。对于一个问题，只要以不同的框架去套它，那么任何一个比较好的民意调查人员都能够从中提取出想要的答案。下面这个问题就是一个简化架构的典型例子：

假设你在为应付一种不寻常的亚洲疾病的爆发做准备，预测这种疾病将会使大约 600 人死亡。有两种与此疾病作斗争的方案提了出来以供选择。对这两个方案的整体科学评估如下：

- (1)如果使用方案 A，那么会有 200 人得救。
- (2)如果使用方案 B，那么有三分之一的可能 600 人全部得救，三分之二的可能无一人得救。

你偏爱哪一种方案？

当卡尼曼和特沃斯基问这个问题时，他们发现 72% 的人选择方案 A。但是现在用这个同样内容的另一种评估结果来考虑一下吧：

- (1)如果使用方案 C，那么有 400 人会死亡。

(2)如果使用方案 D，那么有三分之一的可能无人死亡，三分之二的可能 600 人全部死亡。

这回，卡尼曼和特沃斯基发现只有 22% 的人选择方案 C。那些敏锐的人当然会很快看出，方案 A 和方案 C 是一样的，方案 B 和方案 D 是一样的。可是，把问题呈现出来的方式却产生出了这种偏爱结果相反的怪事。

架构的重要性很可能是由于认知的局限。我们的大脑并不是巨型电子计算机，它们在处理信息时能力有限。尤其是我们很容易就会染上视而不见的毛病。这种现象是指人们的注意力在被某些别的事情占据后，即使眼前发生的事情，也会看不见。

### **偏见 10：亏损只有兑现了才是亏损。**

假设你两三年前花 150 元买了一瓶酒。这酒在价格上增值了许多，如果把它拿去拍卖，大概能值 1500 元什么的。你是准备把这瓶卖了呢，还是去再买一瓶？最常碰到的回答是两声响亮的不。当面临这样的情况时，人们一般都既不愿意买也不愿意卖。

这种无为的惰性就是所谓的“现状倾向”。它是“赋予效应”的一个例证。简单地说，赋予效应就是对于自己曾经拥有过的东西，你会开始比其他人赋予它更高的价值。

要展示赋予效应，经验性的方法相对容易。典型的模式是，比方说，随机给予半个班的学生一个杯子。然后告诉班级，说准备组建一个市场，有杯子的同学可以把杯子卖给没有杯子但是想要杯子的同学。可以推测，既然杯子是随机发出去的，那么大约有一半的人会愿意交易。因此，预测的交易量是 50%。然而，这样的市场中的交易量通常都只是预期的一小部分。实际上，在许多实验中，实际的交易量大概仅仅接近 10%！缺乏交易的关键在于卖方和潜在买方之间的巨大差异——那些分到杯子的人愿意卖出的平均价格是 5.25 元（即愿意接受的价格）。那些没有杯子的人愿意付出的购买价格却不超过 2.50 元（即愿意付出的价格）。

因此，卖方尽管得到这杯子只不过才几分钟，但所有权已经使他们提出了两倍于买方愿意付出的价格。所有权似乎极大地扭曲了人们对于价值的看法。

这种赋予效应是来自不愿意买还是不愿意卖呢？要评估这两个因素的相对重要性，可以把第三方参与者引进市场。不再只有买方和卖方了，实验者还引进了“选择方”。和前面一样，杯子随机发给了班里的同学。有人问卖方是否愿意卖出他们的杯子，提出的价格从 0.25 元到 9.25 元不等。也有人问买方，他们是否愿意以同样范畴的价格购买这些杯子。而第三方，那些选择者们，虽然没有分给他们杯子，但要求他们对每个价格都做出选择，决定他们是否愿意以此价格购买一只杯子。

理论上说，选择方和卖方的处境完全相同：都要在每个价格和杯子之间做决定。两方之间唯一的区别，在于选择者并没有在实际上拥有杯子。然而，理论并没有多大意义。在三个不同的大学进行的三次不同的实验中，选择方的行为似乎更为接近买方，而不是卖方。实验报告说，选择方的价格一般要高于买方的价格（平均高出大约 50%），但仍然远低于卖方的价格。

卖方的价格平均要高出买方愿意付出的购买价格将近三倍，高出选择方愿意交易的价格将近两倍。

这说明了，赋予效应的产生，是由于所有者不愿意和自己的所有物分离的缘故，即使他们也许实际上也才拥有这件东西几分钟而已。

下次在考虑一家公司时，想想这些效应吧。如果你已经有了这家公司的股票，那么你也也许真地会给它们按上一个超出实际情况的价值，就因为你已经拥有它们了。你很可能会去参加一个和管理层的会议，想让他们解除你所有不必要的顾虑。而管理层当然永远也不会多说什么，他们只会告诉你这是一家非常好的公司，是很棒的一项投资。正是因为这个原因，有些非常成功的投资者从来不去和公司相见。

我们参加那种会议时，并不是持着怀疑的态度，想着“除非我听到什么能切实地改变我的看法，不然我会卖掉这只股票”，而是往往在寻求那些认同我们立场的信息。在我们已经拥有这只股票时，这个立场一般都是：“我要持有这只股票。”

现状偏好和赋予效应，这两者都是一个更为广为人知的问题的一部分，“损失厌恶”。心理学家很久前就提出，人们往往更加在乎得与失本身，而不是得与失的程度（直接违背了一般的经济理论）。特别是他们还发现，由于人们对蒙受损失的厌恶远远超出了对获利的喜悦，而且在亏损的情况下愿意赌博，所以投资者会持有那些价值已经亏损（相对他们的买入点来说）的股票，而急于卖掉那些价值已经上涨的。实际上，他们认为，人们往往会经营亏损而扔掉获利。这种心理已经以“处置效应”而为人所知。

金融学教授奥迪安研究了自 1987 年到 1993 大约 10000 个账户的交易数据。每个账户的每一笔买卖都有记录。奥迪安发现，投资者持有亏损股票的中间期限是 124 天，而持有赢利股票的中间期限是 102 天。他还计算出了亏损实现的比例（即占所持有的全部亏损股票的比例），和获利实现的比例（占所持有的全部赢利股票的比例）。奥迪安发现，那些个人投资者平均卖出了 15% 的获利股票，而仅仅卖出了 9% 的亏损股票。也就是说，个人投资者们卖掉一只获利股票的机会是卖掉一只亏损股票机会的 1.7 倍。

持有一只亏损股票最常见的理由之一，是相信它会反弹回去。触发这一想法的，是一大堆心理弱点，从过分乐观和过分自负到自我归因的偏见（把好的结果归功于技巧，把坏的结果纯粹归咎于霉运）。奥迪安决定调查一下，看投资者对他们继续持有的亏损股票所下的赌注是否正确。可惜的是，他发现被卖掉的那些获利股票表现的要比这些被持有的亏损股票好，它们的回报每年平均要高出 3.4%。

专业投资者们对这种发现常常表现出很大的蔑视。一般来说，他们认为行为金融学所有的这些胡说八道都只对散户投资者有效，对他们并不适用。这似乎正是那个关键行为特征的典型例证——过分自负。只是很可惜，这种过分自负看上去用错了地方。金融研究者安德鲁·弗兰兹尼调查了机构投资者，特别是，美国基金经理的行为，发现即使经验如此丰富，这些专业人士们似乎仍然没有摆脱“损失厌恶”。

弗兰兹尼分析了共同基金在 1980 年到 2002 年之间的持有和交易。他的最终样本有将近 30000 个美国国内共同基金。正如奥迪安，他发现专业的资金管理人似乎也有“损失厌恶”。那么多的基金中，他发现 17.6% 的赢利被兑现了，而只有 14.5% 的亏损被兑现。因此，专业投资人士卖出赢利股票的机会是其卖出亏损股票机会的 1.2 倍。而且，弗兰兹尼把分析更进了一步。他用过去 12 个月的业绩给这些共同基金排行。结果显示业绩最好的基金是那些亏损兑现率最高的（即对损失的厌恶程度最轻的）。表现最好的基金砍掉获利的机会要比砍掉亏损的机会少 1.2 倍。表现最差的基金把亏损兑现掉的比例是最低的。实际上，表现最差的基金显示出了和散户投资者几乎相同程度的损失厌恶。他们卖掉获利盘的机会是卖掉亏损盘的 1.7 倍。

对于损失厌恶的有力证据，要提请投资者们多加关注。怀着所有的偏见，每个人可能都认为自己比其他人更能够抵抗损失厌恶。这种情况造成的现实是，我们似乎都可能染上对损失的恐惧。对于任何成功的投资来说，克服这一点是首要的。

上述十个偏见是投资者们在决策时常碰到的最主要的行为绊脚石。我们也许可以试一试下面的 15 条规则，以避免被它们匆忙绊倒：

1. 这些偏见我有、你有、大家有。
2. 你的所知比自己认为的要少。
3. 努力把注意力集中在客观事实上，而不是听故事。
4. 更多的信息并不等于更好的信息。
5. 对一则信息，要想一想它是高强度低分量，还是低强度高分量。

6. 寻求那些不认同你的信息。
7. 你的失败并不只是由于运气差；验明错误以提高成绩。
8. 你并不是一直都知道，这只是你认为的而已。
9. 如果你无法消除偏见，那就以偏见对偏见——我们都知道人们会抓住不相关的信息来定位，那么就让我们用相关的信息来代替那些无关紧要的信息。建立起一个敏感的价值框架。
10. 判断事情时，要看它们的统计结果，而不是它们的样子。
11. 不要过分看重自己的个人经验。
12. 大的、生动的、容易回想的事件并不真是你所以为的那样。
13. 接收一则信息时不要停留在表面，要仔细思考一下它是如何被呈现给你的。
14. 不要只是因为自己拥有某件东西，就赋予它更多的价值。
15. 把你的亏损盘砍掉，持有你的获利盘。

当然，这些看上去也许都很显而易见。它们有点儿说起来容易做起来难。要想在投资中配合最好的心理实践，这要求你从每日那逼人的市场喧嚣中退后一步，懂得如何把心理学上的发现应用到自己的实际行为上。

### 第三节 其他要素

影响投资决策的其他因素主要包括风险管理、纪律、身体健康和幸福感。尽管这些因素存在一些共性，但是每个人的风险厌恶程度不一样，克服压力的程度也不同，对幸福的理解也不同，因此对这些因素的理解，更多是投资决策者自己自觉去思考和反省的。

**对于风险管理。**教科书上的风险管理太多并不实用，我觉得巴菲特在 1989 年年会上说的话对于投资风险管理概括的非常到位：用收益的概率乘以可能的收益数额，用亏损的概率乘以可能亏损的数额，再用前者减去后者，这就是我们努力在做的事情。

从这句话可以看出，风险管理的实质是权衡利害关系。

很多人在做非证券投资时将一项决策的利害关系考虑的很清楚，但是在做证券投资的时候，智商很容易降低，仅看到利或者仅看到害，而很难去权衡利害。《投资者大脑使用手册》的作者举了一个自己的实际案例，他的一个朋友是个出色的对冲基金经理，一直很成功，这个朋友给他推荐了一只生物医药股，说是会盈利惊人，这个作者没有考虑利害关系，仅看到这个利，连分析都没有分析，就买了很多。结果是美国食品药品监督管理局没有批准该医药公司的产品许可（由于患者服用该药后中风几率上升），结果一周之内该股票就暴跌 60%。该作者才开始悔恨：“我为什么买入这个愚蠢至极的股票？而我对该药和公司一无所知。”由于没有考虑到损失，结果在出现损失的时候不知所措甚至懊悔，这个延误会进一步加剧损失。

在《风险规则》一书中，考虑到每个人的风险偏好，将巴菲特的风险管理公式的亏损项前增加了一个系数，成为：投资收益=可能的收益数额—系数×可能的亏损数额。

研究表明，当进行一次有风险的金融投资时，大多人对损失消极估价的强烈程度是其对收益积极估价强烈程度的两倍，因此损失厌恶系数为 2。考虑到多种情况后，平均为 2.5。天生有焦虑症的人群，损失厌恶系数超过 6。他们对损失非常恐惧，以至于除非潜在收益超过潜在损失 6 倍。许多伟大的投资者的损失厌恶系数很低，仅仅超过 1（这或许就是为什么巴菲特直接去减的原因吧）。他们理解，成功机会较大时伴随的一系列风险，将带来长期回报。冒险者的损失厌恶系数小于 1。他们乐于为冒险的刺激感付出代价。

另外，在最近经历了亏损后，大部分人的损失厌恶系数都会提高，需要一段时间来消除这个影响。

在具体的风险管理流程中，包括事前风险管理，过程风险管理和事后风险管理。

对于事前风险管理，就是在于多方面，多角度，多情景来进行投资决策。而在这方面，举个例子，芒格就会考虑很多角度和方面的问题。在正面考虑了投资决策外，还要像检察官

一样对其结论提出反驳。比如会问：

“如何检验和证明我的结论是错误的？我可能犯错的理由是什么？从哪里可以找到证明我错误的依据？这个依据可信吗？有没有什么事实和依据与我的结论/观点不符？”

“我做的分析基于哪些主要假设？是基于真实情况吗？假设的结果符合逻辑吗？有人证明过我的假设是正确的吗？如果我的想法和假设是错误的，结果会是什么？”

“我有否忽视了什么？有没有更好的选择？我是否忽视了某些依据？当有人力介入时，我是否考虑到了其局限性？什么因素是不确定的，为什么？我是否只考虑到了目前的趋势？我有否误解了什么？我使用了正确的定义吗？我是否综合考虑了所有相关的因素？我采用了合适的衡量标准吗？我有否混淆了成因和相关性？如果我的目标是基于某个我认为正确但其实是错误的理念，会如何？其中会有随机性的或者系统性的错误吗？对于我所得到的结果，有没有其他原因可以解释？我有否考虑过，整个系统或者某些互动环节的可能会出现我不希望发生的变化？”

“我的想法是否存在偏见？在做出一个极具智慧的决定时，我的自我是否过于膨胀？我真的会创造历史纪录吗？我有否看到可能产生的反作用？我没看到的是什​​么？其重要之处是什么？如果逆转我的假设，会否得到极度不合逻辑的结果？这个可能性是不是更高？有没有反例？什么依据可以证明我是错的（或者证明我无法达成目标）？实验（或者经验、观察）得出的证据中，有哪些是错误的？有更多支持性的证据吗？这些错误是如何导致的？”

“负面影响表现在什么地方？我会因何受到伤害？什么可能向错误的方向发展？什么会让事情走偏？如果这样，结果如何？事情出错的频率如何？会否有意料之外的因素？什么事情发生后极大改变整体结果？可能发生的最坏的境况是什么？发生的可能性有多大？如果不幸发生了，我该怎么做？如果事情继续恶化，后果会是什么？这个后果的后果又会是什么？如果我受到多种外力的阻碍，结果会如何？哪种有效效应是危害最低的？”

“执行中会面临什么风险？我最不希望出现的是什​​么？我最不确定的是什​​么？一个看上去是优势的因素有没有可能让我得到不希望的结果？我会怎样失去某个优势？怎样构建系统才能将负面影响降到最低？有修正办法吗？发生了意想不到的事情，我有没有备选方案？我能加以修正吗？设定什么样的规则可以帮助我达成目标而规避不希望的结果？有没有内在的安全隐患？”

对于过程风险管理，我认为在于仓位和头寸的控制。这没有一定的规则，但是每个投资者均要设定符合自己的管理规则。

对于事后风险管理，在于投资不符合事先设定的目标，立即止损。大多数已能够稳健盈利的投资人，最终还是失败的原因，九成是因为不设止损加上过度交易。

《通往财富自由之路》的作者认为，每个仓位的损失不能超过总资金的 2%。在这点上芒格也设定了事后风险管理的很多问题，核心在于“如果我错了，后果会怎样？”

“我把赌注押在哪些关键要素上？我是否拿对我重要的东西去冒险，换取的有可能是对我效用相对较低的东西？”

“与现有的次优机会相比，我的正确决定所带来的益处和价值是什么，错误决定的成本（金钱、时间、精神压力等）是多少？”

“我这样做是因为我坚信其结果能最好地实现我的利益；或者我相信能符合我利益，但后来证明我错了；或者它根本就不符合我的利益。上述三个可能性给我的目标带来的短期和长期的后果会是什么（实际损失和机会成本）？我能否加以应对和/或还原？”

“我不这样做是因为我坚信其结果不能最好地实现我的利益；或者我相信不符合我利益，但后来证明我错了；或者它根本就符合我的利益。上述三个可能性给我的目标带来的短期和长期的后果会是什么（实际损失和机会成本）？我能否加以应对和/或还原？”

“如果我因为认为不必要而此刻不采取任何行动，但时候证明我错了，这给我的目标带



来的短期和长期的后果是什么？我能否加以应对和/或还原？”

关于风险管理，复杂的数学模型没有太大用处，否则使用超复杂模型的那些国际大投行或者基金不会频繁破产。风险管理的关键在于建立适合自己损失厌恶程度的风险管理流程。

**对于纪律性。**无论多么理性精妙的分析，一个毫无纪律的人也难以执行好。纪律性包括：自我约束与控制，自我组织，遵守规则。

纪律性有天生的成分在，比如，科学家进行了自我控制实验，研究对象是4到5岁的孩子，被带到一间房子里，并坐在一张桌子旁。桌子旁放着一块甜饼干。科学家会对孩子们说：这是你们的甜饼干，只要想吃，就可以吃，每人只能吃自己面前的那一块。我要出去几分钟，如果回来发现谁还没吃那块饼干，就会给第二块，那样，就可以吃两块甜饼干了。

有些小孩立即就狼吞虎咽的吃掉了饼干，有些小孩会耐心等，有些想等，但是手又不由自主的去拿饼干，在受煎熬。十年后，对这些孩子的评估，发现等待第二块饼干的孩子在学术上获得显著成功，并且其能够抵抗诱惑，承受挫折。

纪律性所谓的自我控制和组织并不是要压制和对抗某种情绪，而是意识和重新导向。对于压抑来说，佛洛伊德就从理论上总结到，对情绪的压抑是造成心理疾病的根本原因。纪律性是重新将强烈的情绪导向有益的出口。纪律性也并不是指呆板的坚持某一种投资策略，而是指坚持一种专注的、有组织的思维定势，来研究投资。

行为学家认为，投资者要增强自律性，有如下方法。

1、增强纪律性的最佳方法是拥有一个外部规则的强制执行者，例如一名同事或自己的配偶，他们能够设定有意义的惩罚措施，并为坚持计划的行为而提供奖赏。

2、增强纪律性的另外一种行为是回避，比如我没啥爱好，就狂喜欢吃花生，每次一有花生，无论多少都吃光，可吃过量花生对身体不好，因此最好的方式是去菜市场或者超市的时候就不买（君子远庖厨）。对于希望戒除频繁交易的投资者，则需要回避电脑，只能定期看行情软件。

3、设定规则，每次执行的时候都坚决按照规则执行。

4、建立决策日志。有些研究人员认为，通过意识到自己过去所犯的错误并从中吸取教训，投资者可以学会更加理性地操作。记录投资日志是最普通的方法，一方面记录促使你做出决策的假设，另一方面，记录下那些决策因此带来的后果，这样，可以深入的洞察你的判断的优劣。

5、经常默念你信奉的投资大师的名言名句，不断警醒自己。比如以前我就不懂《苏黎世投机定律》有什么值得看的，后来才发现这就是写给缺少纪律的投资者不断去默念的。很多投资大师的著作里面都总结了自己的“戒律”和“规则”。比如，芒格取得的成绩不仅来自他所称的“不断寻找更好的思维方法”和愿意“预先”进行严格的准备，也来自他的多学科研究模型所带来的非凡成果。查理的成功还要归功于他那些最根本的“指导原则”和他的“基本人生哲学”——纪律、耐心、果断。这些特征缺一不可，当它们结合在一起时候就形成了能带来正效应的威力巨大的临界物质，这种正效应就是芒格著名的“好上加好效应”。

下面就是芒格的十条规则（最终，也许你会写下适合你自己的规则而时时默念）。

1、风险：所有的投资评估必须先从评估风险开始，尤其是声誉风险。

- 1) 结合了合适的安全边际。
- 2) 避免与个性有问题的人打交道。
- 3) 坚持给假定的风险提供适当的补偿。
- 4) 时刻牢记通胀和利率风险。
- 5) 避免犯大错误，避免资本金持续亏损。

2、独立：只有在童话故事中，国王才会被告知自己其实是赤身裸体的。

- 1) 要做到客观和理智，就需要进行独立思考。

2) 记住这一点，即你正确与否与别人是否认同你无关——唯一能决定你正确与否的是你的分析和判断是否正确。

3) 模仿多数人的做法会招致向均数回归（仅仅获得平均业绩）。

3、准备：获胜的唯一途径就是工作、工作再工作，并希望能获得一些洞察力。

1) 通过大量阅读，让自己成为一生的自学者；培育求知欲望，努力让自己一天比一天聪明。

2) 比获胜愿望更为重要的是愿意进行准备工作。

3) 熟练运用源自主要学科的思维模型。

4) 如果你想变得聪明，需要一直问自己“为什么？为什么？为什么”。

4、明智的谦逊：承认自己的无知能让人更有智慧。

1) 呆在自己对强势范围之内。

2) 识别不确定的证据。

3) 抵挡对得出错误的准确性、确定性等的渴望。

4) 最重要的是永远不要欺骗自己，记住自己是最容易被欺骗的。

5、严格分析：使用科学的方法和有效的清单能将错误和遗漏降至最低。

1) 确定价值、过程和财富。

2) 最好是记住显而易见的东西，而不是那些深奥难懂的东西。

3) 要成为商业分析师，而不是市场分析师、宏观经济分析师或证券分析师。

4) 考虑所有的风险及其影响；总是关注潜在的二阶效应和更高程度的冲击。

5) 进行前后思维——总是反过来看事务。

6、配置：合理配置资本是投资者的首要任务。

1) 记住是否有更好的使用方法（机会成本）是衡量是否已经最大程度和最好地使用了资本的标准。

2) 金点子非常少——如果赔率对你非常有利，就下重注。

3) 不要沉溺于投资——根据具体情况和机会进行投资。

7、耐心：可知人类对行动的偏好。

1) “复利是全世界第八大奇迹。”（爱因斯坦说）如果没有必要，永远也不要中断复利。

2) 避免不必要的交易税和摩擦成本；永远不要根据自己对的兴趣采取行动。

3) 应该对好运的到来保持警惕。

4) 享受投资的过程，因为你就生活在这个过程中。

8、果断：当适当情形出现时，果断且深信不疑地采取行动。

1) 在别人贪婪时恐怖，在别人恐怖时贪婪。

2) 机会不常有，机会出现时就要抓住他。

3) 机会留给有准备的人：这就是游戏规则。

9、改变：与改变共存并接受不可消除的复杂性

1) 认识并适应你周围世界的真实本质，不要寄希望于世界会适应你。

2) 不断挑战并愿意改进你“最喜欢的想法”。

3) 认清现实，即使你不喜欢现实——尤其是当你不喜欢它的时候。

10、专注：让事情保持简单，记住你要做些什么

1) 记住名誉和正直是你最有价值的资产——而且会消失于眨眼之间。

2) 避免狂妄自大和厌倦效应。

3) 不能因专注于细枝末节而忽视了显而易见的东西。

4) 小心排除不需要的信息：“小小的渗漏也能让一艘大船沉没。”

5) 直面你的大麻烦，不要将它们藏起来。

**对于身体健康。**除了有意识的锻炼身体外，最重要的是化解投资压力。当现实与自己想

象中应当的处境不一致时，就产生了压力，投资是不确定的，因此压力如影相随。短时间内的适度压力具有有益的生理和情绪效应。如果这种差异过大，持续时间过长，慢性压力将在心理上使投资者厌烦，导致失眠，疲惫不堪，体质和免疫力下降。而强度极大的短期高压通常引起投资者短期恐慌，导致非理性行为，还不至于影响健康。如果高压时间过长，则投资者很容易得高血压和代谢紊乱，加速衰老，免疫系统受损，冷漠且无活力。作为反面典型，作者自己就有在压力下免疫系统不可逆性严重受损的惨痛教训。

因此化解压力是保持身体健康和有活力投资所必须。研究人员认为，在压力期间，某人的思想与情感通常会反复。如果压力的模式可以在心理上被打乱，那么压力反映就会中止。个人应当了解自己不适应的、由压力引发的思想是什么。因此可以做以下的训练：挑战你的消极思维，并有意识地用更加适应的药方替代它们。如果每天做这种有意识的思想替代练习并且跟踪观察你在日常生活中注意到的变化，那么压力会减弱。比如，问自己这样的问题，可以打消消极的思考模式：

- 1、是否存在一种替代的解释？
- 2、有什么证据表明这种思想是正确的？
- 3、继续以这种方式来思考问题，将会产生什么样的影响？
- 4、最好、最坏和最现实的结果分别是什么？
- 5、这一假设将会发生的可能性是多少？

另外一个减轻压力的好办法就是模拟大师。当你存在投资压力的时候，一种解决办法是角色模拟。设想一下，你尊重的伟大的投资者们在面临你目前所处的状况时，他们的心理状态是怎样的，扮演你希望成为的角色，可以明显减压和增进健康。所以幻想自己成为巴菲特的偶尔的阿 Q 精神并不是坏事。

除了这种内省模式，减少压力的方法是简单的改变每天的生活模式：与支持你的朋友闲聊、锻炼、祈祷、禅坐、瑜伽等。

锻炼，特别是社会和团体体育运动是消除压力的非常好的方式。锻炼能改善心情，提升专注度，并减轻压力，特别是那些涉及与有凝聚力的队友之间的积极交互。

瑜伽锻炼了呼吸与禅坐能力，同时还协调了肌肉组织，有研究表明瑜伽减少了焦虑、抑郁、注意力缺失、上瘾以及强迫症。在定期的瑜伽练习中，情绪稳定性和耐心也得到增强。

禅坐也有助于增进情绪健康。心理学证据表明改善心情、减少焦虑、延伸注意广度、增强了感激和怜悯的情感，增大了生活满意度，而且增强了免疫系统。

亲密的友谊和家庭的支持极大的增进健康，很多女性投资者了解这一事实，但是对于男性，如果工作责任占据主导地位的时候，社会关系往往容易被抛弃在一边。

还有很多减轻突然压力的方法，比如深呼吸，散步，洗热水澡，吃粗粮等。

**对于幸福感。**古希腊哲人对于幸福的定义是：因理性而积极的生活所带来的愉悦的感觉。不过这仅是定义，现在的社会学家发展了快乐地图，幸福指数，快乐公式，幸福评价方法等。

有关幸福的衡量，比如，2006 年英国社会心理学家怀特通过访问 178 个国家或地区的 8 万多名民众，推出了号称全球第一幅的“世界快乐地图”，其评分项目包括健康、财富、教育、认同感、环境等，重点在是否满意日常生活、生活状况和环境。从地图中可以看出美国全线飘红，中国是橙色，总体来看，亚非拉三大陆都不快乐，欧洲，北美洲和澳洲都很快乐——对于善于总结小样本统计规律的分析师来说，可能马上会得出：有钱地方幸福快乐，穷地方不幸福快乐。但在深入分析快乐指数高的国别的快乐含义后，我们发现没那么简单那。快乐可能和国家国民的价值观有关。

幸福快乐更是个人层面的事情，根据心理学家塞利格曼的观点，一个人要获得真正持久的幸福与快乐感，最重要的就是发现和了解自己最好的品质、最擅长的才华，反复在生活中实践，化枯燥为乐趣，并为更高的目标服务。他认为发现自己的强项并沉湎的投入，会进入

一种“流”的状态，完全意识不到时间的流逝，那是比性，购买奢侈品，炫耀和吃巧克力更让人迷醉的快乐体验。而其他因素（收入婚姻等）对快乐的影响因素很小。

但是，有专家不这么认为，社会学家路德依据大量统计编制了幸福指数。根据幸福指数的走势，据说结婚后最初几年，指数达到峰值，但有了孩子后，幸福感不断下降，直奔低谷。又有研究认为人的幸福预测能力糟糕透顶。

还有哲学家认为，幸福只是一种中间状态，内心的满足感才是根本。而满足感因人而异，因时而异，这到符合我的“幸福价值观”。从这点看，幸福能够控制在自己手里。但又有悲观的哲学家（或许叔本华算是一个）就认为人的内心无法被满足，因此快乐是短暂的，不快乐是永恒的。

有些专家认为个人的幸福度与其父母亲的幸福度相互关联，幸福的可遗传性高达 80%。不过，很多人怀疑遗传性，而相信和原生家庭的气氛有关。很多社会学和心理学专家认为幸福是可以后天获得的，幸福应该包括：健康的社会关系；有目标；有总体生活满意度。

最杰出的投资者在这一行干得出色，不是因为金钱回报，而是因为他们热爱投资工作——尽管幸福是自我感受的，但是我仍认为热爱投资工作的成功的投资者应该有很强的幸福感。而将人生目的聚焦于获得更多金钱，不仅严重干扰投资决策，而且还改变人们处理问题的方式，变得不幸福。

中信出版社 2004 年版的《财富千年》，该书的作者辛西娅·克罗森是《华尔街日报》的资深编辑。我摘录了一些，给大家念一下：

……1436 年，英国最富有的工业巨头年收入为 865 英镑，而商人只能挣 12 英镑。1688 年，一个领主的家庭年收入大约为 3200 英镑，而一个仆人只能得到 15 英镑（牛顿 1667 年就任三一学院研究员的时候，每年挣 24 英镑，比一个仆人也多不了多少——作者）……所以，并不奇怪，富人的平均寿命一般高于穷人。然而，抛开某些特定指标，并没有证据表明幸福程度的提高与财富的增加成正比。在许多富有的男女的病历上，充斥着精神崩溃、家庭冲突、酗酒、自杀等故事。……早餐麦片大王查尔斯·威廉·波斯特遭遇精神崩溃，最后自杀身亡。柯达胶卷创办人——今天在柯达胶卷盒子上还写着他的名字——乔治·伊斯特曼也有着同样的结局。……威廉·詹姆斯在《心理学原理》中写道：“显然，一个人将什么称作‘我’，将什么称作‘我的’，这中间的界线很难画出来。”……深植内心的不安全感在折磨富人。“如果我是我的所有，而假如我失去了我的所有，那么我是谁？”弗洛姆询问，“因为我可能失去我的所有，我就有必要不断担心我将要失去的我的所有。我害怕盗贼、经济波动、革命、疾病、死亡、爱情、自由、变化与未知因素。”……弗洛姆写道：“人们一直让金钱与污物保持最密切的联系。……最广泛的联系，好像存在于各种不明显的排便情结和对金钱的兴趣之间。”……米尔斯写道：“如果说富人不快乐，那是因为我们当中没有一个人快乐。”……在欧洲各地，饥荒有时会造成人吃人的现象，甚至发生父母吃掉子女的惨剧。虽然难以想像，但是在 1000 年前，人肉确实能够在欧洲某些地方的市场上找到。……人性中是否存在某种正常的占有欲？占有欲强的人天生就具有神经质和不安全感呢？还是实际上是自然选择过程中长期积累的结果？……黑猩猩一旦得到两三块钱，就会停止工作。毫无疑问，动物也有财产：巢穴、地盘、储藏的食物等。然而，1931 年对昆虫、鸟类、啮齿类动物和猿的占有行为进行研究得到的结论是，动物对物品的占有十分局限……人类表现出的贪欲几乎是无限的。

本章总结：投资者的一生就是投资的一生，生命不息，投资不止，一辈子就是在做投资决策，不仅要有分析，还要有行动，投资决策是对风险的管理，对时间的管理，对人性的管理。投资工作是直指人心的历练，性格特点甚至价值观，在投资决策的过程中都能体现出来，从这个角度上讲，投资过程也是自我修正、提升、完善的过程。对投资目标的洞察、分析、

验证、跟踪，对市场环境的感知、预判、观察，投资逻辑的建立、检讨、修正，投资组合的构建、优化、维护，这些工作都需要时时前瞻思考，时时回顾检讨。

对于扩张阅读来看，本章值得阅读的书如下：

《华尔街的肉》——华尔街分析师的经典自述；

关于行为金融、投资方式的《巴菲特和索罗斯的投资习惯》、《苏黎世投机定律》、《行为金融：洞察非理性心理和市场》、《投资十戒》、《逆向思考的艺术》、《投资者大脑使用手册》；

关于风险探讨的书则可参阅：《与天为敌——风险探索传奇》、《营救华尔街》；

关于对货币的哲学层面的认识，可以见齐美尔的《货币哲学》；

另外波普尔的六本书值得学习，对于建立自己的思维方式很有帮助：《科学发现的逻辑》、《历史决定论的贫困》、《客观知识：一个进化论的研究》、《猜想与反驳：科学知识的增长》、《开放的宇宙》、《实在论与科学的目标》，当然其他哲学家的书籍也可以参考。比如我喜欢的罗素，还有彭加勒的科学研究方法四本书：《科学与假设》、《科学的价值》、《科学与方法》、《最后的沉思》，都对研究方法的“科学化”和思维的扩展提供帮助。

关于访谈著名投资者的书籍，值得推荐的有约翰特雷恩的大师系列：《金融大师》、《新金融大师》、《当代金融大师》和杰克施瓦茨的奇才系列：《市场奇才》、《新市场奇才》、《股票市场奇才》，此外，还有《巅峰投资者》、《赢钱——华尔街的十二条戒律》等，不过提醒的是这些访谈仅作为投资经验来学习。

另外两本好书是《孙子兵法》和《毛泽东全集》。投资至少是和战争非常类比的，而孙子兵法当中提出的关于战争的原则问题在金融市场上仍然有相当大的用武之地。毛泽东的《1936-中国革命战争的战略问题》，《1938-抗日游击战争的战略问题》值得细读，没有比这两篇文章更清晰地用非常具体的案例展示了什么是战略，一个周全的战略需要考虑哪些方面，如何应对突发事件，以及战略如何影响了战术的选择。