



投资者行为与 新干预主义监管研究

Research on Investors' Behaviors and
New Interventionism Supervision

尹海员 著



投资者行为与 新干预主义监管研究

Research on Investors' Behaviors and
New Interventionism Supervision

尹海员 著

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者行为与新干预主义监管研究/尹海员著. —北京: 中国人民大学出版社, 2016. 7

国家社科基金后期资助项目

ISBN 978-7-300-23246-1

I. ①投… II. ①尹… III. ①投资—经济行为—研究②证券市场—市场监管—研究—中国 IV. ①F830. 59②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 186534 号

国家社科基金后期资助项目

投资者行为与新干预主义监管研究

尹海员 著

Touzizhe Xingwei yu Xinganyu Zhuyi Jianguan Yanjiu

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州市星河印刷有限公司		
规 格	165 mm×238 mm 16 开本	版 次	2016 年 7 月第 1 版
印 张	20 插页 2	印 次	2016 年 7 月第 1 次印刷
字 数	342 000	定 价	78.00 元

国家社科基金后期资助项目

出版说明

后期资助项目是国家社科基金项目主要类别之一，旨在鼓励广大人文社会科学工作者潜心治学，扎实研究，多出优秀成果，进一步发挥国家社科基金在繁荣发展哲学社会科学中的示范引导作用。后期资助项目主要资助已基本完成且尚未出版的人文社会科学基础研究的优秀学术成果，以资助学术专著为主，也资助少量学术价值较高的资料汇编和学术含量较高的工具书。为扩大后期资助项目的学术影响，促进成果转化，全国哲学社会科学规划办公室按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求，组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学规划办公室
2014年7月

前 言

随着我国经济的不断发展，截至 2014 年年底，中国 A 股总市值已达 37.11 万亿元人民币（按当期汇率折合约为 6.06 万亿美元），成为继美国之后的全球第二大市值的证券市场。按照同期我国 GDP 规模 63.64 万亿元人民币计算，资产证券化率在我国已经达到了 58.3% 左右。证券市场中 A 股有效自然人账户数量达 1.527 亿，其中最近 1 年参与交易的账户有 6 879.33 万户，投资额在 1 万元以上的账户占比 71.85%。但同时，与发达国家证券市场经过 100 多年，甚至数百年的市场机制哺育不同，我国证券市场是在政府强势主导下迅速建立起来的，转轨性和新兴性是不可避免的两大大特征。异常的价格波动、过度投机、庄家情结、政策市等问题始终困扰着投资者和政府监管部门，阻碍了证券市场的进一步发展。更为严重的是，如果任其下去，那么这些不仅会损害投资者和上市企业的利益，而且会削弱证券市场作为向实体经济输送金融资源的纽带的功能。

传统资本市场理论遵循着均衡思想来解决证券市场的运行问题。从投资者行为完全理性和完美市场两个假设出发，传统证券理论按照效用最大化的目标对投资者的决策行为进行研究，并得出结论：证券价格能充分反映市场上全体投资者对信息的把握和理解情况，进而价格波动过程是随机过程，没人能获得长期超额收益。但不可否认的是，这种将投资者的具体决策过程完全忽略的做法值得商榷。从 20 世纪中期开始，金融学开始引入认知心理学、社会心理学等学科的研究成果，考虑个体决策的个性背景、信息处理过程，并且将个人融入社会群体乃至文化环境中去。

Haugen (1999) 将金融理论的发展分为三个阶段：旧时代金融 (Old Finance)、现代金融 (Modern Finance)、新时代金融 (New Finance)。旧时代金融是指 20 世纪 50 年代之前以财务和会计分析方法为主的金融研究。现代金融是指从马柯维茨的资产组合理论开始的，理性假设下的投资者风险效用衡量和价格决定理论。新时代金融是 20 世纪 80 年代开始兴起

的以行为和心理分析为主的行为金融理论。在新时代金融阶段,学者们开始审视传统证券理论的缺陷,从投资者的实际心理活动和决策行为出发,分析证券市场的运作过程和价格决定。投资者的决策过程是心理上的风险与收益衡量过程,人的行为因素是重要而不可回避的。从西蒙在管理理论中提出“有限理性”的概念开始,人的行为分析被大量运用到管理学、经济学和社会学研究中来。证券市场上影响价格的主要因素是信息,人的认知有限性决定了投资者在信息搜集、信息处理、信息反馈过程中的有限性。除此之外,情感、文化、价值观等因素都会影响投资者的决策过程,更多情况下投资者追求的是心理效应最优而非结果最优。更进一步,人处在复杂的社会环境系统中,社会群体的信息传递、趋势影响、社会习惯等也会大大地影响个人决策。

20 世纪初心理学上行为主义 (Behaviorism) 开始兴起,这不仅是心理学发展历史上的一次革命,而且也为经济学 (包括金融学) 研究范式的转变奠定了理论基础。在此之前,心理学的研究主要依靠人的“内省”,这种“内省”的人类素质是对影响人的行为动机的观察得出的,而不是通过对人类活动和动机的本身观察得到的。这样从影响行为的因素到行为本身的传递过程就成为一种无法准确把握的“意识过程”,这样也就使心理学无法成为像自然科学一样精确的学科。而行为主义者主张摒弃传统心理学研究中意识、内省等主观的东西,忽略认知过程的研究,直接对影响人的行为的外部刺激进行设置,观察人在不同的情景中的反应,这些外部刺激的变量和人的反应是可以控制并测量的。此后数十年间,行为主义研究强调用实验的技术,如定量刺激、行为矫正等手段对人的行为规律进行研究。这也成为早期行为金融理论先驱者的主要研究方法,比如最早的阿莱斯在 20 世纪 50 年代对投资者的实验表明,投资者具有“确定性心理效应”,后来卡尼曼等人在 20 世纪 70 年代对投资者的心理实验研究发现,投资者存在“反射性效应”等心理误差,并提出了迄今为止最为成功的前景理论。

进一步看,证券市场是无数投资者的场所,投资者的心理形成过程除了受到个体因素影响外,还会受到群体中其他成员的影响。在群体中,个体容易受群体情感和行为的影响,倾向于放弃自己的偏好和判断,忽略自身可获得的信息而采取与群体相近的行为。这种统一的群体行为的一个重要特点就是其理性要远远低于个体理性。此外群体心理还有极端性和服从性的特点。极端性是指将会形成比个体力量综合要大得多的力量。服从性是指群体比个体更容易产生对权威的崇拜和服从。群体心理的这些特质在

证券市场中表现得非常明显，比如投资者盲目听从所谓专家的意见、跟庄行为等，这些行为严重时可能会导致市场泡沫的产生。目前运用群体社会心理学对证券市场的研究主要集中于“信息瀑布”和“羊群效应”两个方面，前者指个体的信息在市场的交互影响下会不断丢失，最终汇成大家统一的信息和看法，形成相似的信念，后者指投资者的行为相互模仿、传染，最终通过不断的外部刺激达到高度一致。

在过去的 20 多年中，中国证券业也如同世界证券业一样，发生了很大的变化，主要表现在自由竞争的市场化理念的确立和证券市场监管游戏规则方面发生的深刻而广泛的变化。以上变化加上中国经济具有欠发达和转轨两个内在特征，证券市场监管的理论和政策既要遵循传统市场理论的规律，又必须满足中国实际特色和经济体制转变的特殊要求。引入行为分析理论来分析我国证券市场，不论对于投资者还是监管者都具有现实意义。对于投资者来说，运用行为分析方法了解证券市场参与者，能更好地认识投资规律，培养理性的投资理念。对于监管者来说，保证市场良性、稳定地运作发展，应该从更微观的人的因素做起，在把握微观主体的投资心理和行为规律的基础上，实施更有效的引导和监管策略，推动证券监管体制的完善。从根本上看，中国证券市场的监管需要回答以下三个方面的问题。

一是宏观层面证券业与经济协调发展的问题。按照证券运行的特点，由于外部性、市场机制的天然缺陷和不对称信息的存在，证券业需要监管。但是为了更加合理地配置资源，必须解决两个问题：什么样的证券体制更能推动中国经济的发展；证券市场监管的理论选择和政策实施的改革问题。

二是中观层面证券产业结构合理构建的问题。形成合理的证券产业结构是中国证券市场发展过程中的重要一环。

三是微观层面上证券主体的监管以及由此带来的证券安全问题。如何对微观层面上的投资者主体进行合理的监管，进而搭建起符合中国现实的证券监管体制，是保持中国证券市场活力和效率的重要研究课题，也是我们前述两个层次证券监管的基石。

本书的研究主要集中于第三个层面的问题，试图给出一些有意义的研究结论。人的投资行为不可避免地要受其心理特征的影响。如果投资者犯错，监管者是否应该干预市场以帮助投资者纠正错误，并促使证券市场恢复理性？我国证券市场作为现代经济体系中重要的一环，其健康稳定的运行是保证向实体经济输送金融资源的关键。但不可否认的是我国证券市场的散户特征十分明显，个体投资者是股市的主体力量，已经成为庞大的社会存在，其行为在社会经济生活中的重要性不断提升。任何维护证券市场

稳定的监管政策都必须建立在对市场行为以及导致其产生的深层次因素分析的基础之上。

本书试图利用实际调查和证券市场统计数据,分析我国个体投资者的特征,对其有限理性心理(包括风险态度、投资者情绪等)、投资决策行为(包括信息处理、过度自信、信息阻碍下决策行为等)进行研究。研究发现,目前我国个体投资者社会学特征主要表现为年龄趋向于两极化、整体文化程度不高,在投资理念、知识、技巧等方面也不够成熟,普遍存在投机心理,从众行为明显,缺乏长期投资理念等。这些表现使证券市场稳定性下降,给股票市场健康发展带来了不利影响。证券市场的信息传播普遍存在不对称的现象,违规披露、虚假信息、利用内幕信息操纵股价等问题不断出现。传统的投资者理性和有效市场的假设两大基础上的传统证券市场监管模式必须新的市场发展现实下进行修正。新的证券市场监管思想应该注重分析微观个体的心理、行为规律,只有这样才能实施更有效的引导和监管策略,推动监管体制的进一步完善。在此基础上,本书提出了基于行为分析的证券市场监管的新干预主义思想。新干预主义监管是一种系统性的监管思想,在承认市场主体非理性的前提下,强调监管的必要性和适度性。这一思想的前提是对我国证券市场的监管目标进行重新定位;基本方式是保持证券监管的适度性,政策设计上应该从投资者监管、信息监管和法律监管三个方面建立相应的政策机制。

证券市场是一个涉及不同利益主体的多方行为博弈的复杂系统,目前的监管研究偏重于功能性,以宏观分析为主,强调从规避系统性风险和投资者保护的角度进行管制。在中国特定的模式下,针对证券市场参与者的行为规律分析是一个相对空白的区域。尽管科学理论具有通用特征,但是独特的文化和社会特质使中国的证券市场有明显有别于西方发达国家市场的特征。更有效的研究应该从市场参与者行为和心态的角度,分析我国证券市场参与者独特的心理行为特征等问题,并建立相应的监管模型,这样才能更好地保证我国证券市场的公平性和效率性。本书对证券市场监管的研究采取了个体主义的新视角和行为主义的分析方法,尝试在对个体投资者行为分析的基础上,给出市场监管机制设计。本书尽管存在一些不足,但希望能对下一步证券市场监管研究和实践提供有益的建议。

尹海员

二零一五年元月于西安

目 录

第一章 绪论	1
第一节 证券市场监管研究背景	1
一、证券市场监管的必要性与特征	1
二、证券市场监管基础的认识	4
三、行为研究范式的价值	5
第二节 本书的研究范围与研究方法	6
一、证券市场监管研究的范围	6
二、本书的研究方法	8
第三节 研究内容与意义	10
一、本书的研究内容	11
二、行为分析的监管研究视角对我国的意义	16
第二章 证券市场监管要素与体制	18
第一节 证券产品与证券市场监管	18
一、证券产品的特性	18
二、证券市场监管的定义	20
第二节 证券市场监管要素	22
一、证券市场监管目标与原则	22
二、监管对象和范围	24
三、监管手段	25
四、监管体系	26
第三节 证券市场监管体制	27
一、证券监管体制类型	27
二、不同监管体制下的监管机构	29
三、证券市场发行监管体制	31

四、券商监管体制	33
第三章 证券市场监管理论的发展变迁	35
第一节 传统证券市场监管理论	35
一、基于市场失灵的证券市场监管	35
二、基于监管失灵论的证券市场监管	36
三、基于法制的证券市场监管	38
四、基于有效市场理论的证券市场监管	38
第二节 非线性视角下的证券市场监管理论	39
一、非线性视角下证券市场的特征	39
二、证券市场波动的混沌现象	40
三、非线性视角下的证券市场危机	42
四、证券市场监管的非线性系统观点	44
第三节 基于行为分析的证券市场监管理论	45
一、行为金融理论的兴起	45
二、行为分析的理论基础	46
三、行为分析的研究方法	49
四、行为分析对我国证券市场监管的启示	50
第四章 社会学特质、信息处理与非理性行为	52
第一节 投资者社会学特质分析	52
一、研究数据说明	52
二、投资者的社会学特征	53
三、投资者的投资特征	55
四、投资者行为分析	57
五、影响投资者行为的社会学因素分析	59
第二节 社会学特质与信息处理行为	61
一、信息处理行为的重要性	61
二、数据与变量说明	63
三、描述性与相关性分析结果	65
四、社会学特质会影响信息处理行为吗?	68
第三节 投资者非理性行为的影响因素研究	70
一、过度交易的影响因素	72
二、自我归因效应的影响因素	72
三、从众行为的影响因素	73

四、信息处理控制变量对社会学特征变量的边际影响	73
第五章 投资者风险态度与过度自信	76
第一节 我国投资者风险态度分析	76
一、风险态度的影响因素	76
二、风险态度的衡量	78
三、控制变量选择	79
四、描述性统计及相关性分析结果	80
第二节 投资者风险态度影响因素研究	82
一、投资者风险态度的影响因素分析	82
二、信息获取因素对投资者态度的影响	85
第三节 过度自信现象及特征	88
一、过度自信概述	88
二、过度自信对决策偏差的影响	89
第四节 我国投资者过度自信及效应研究	92
一、数据说明及研究思路	92
二、实证检验及结果	94
三、过度自信效应检验	97
第六章 投资者情绪演化的微观机理	100
第一节 投资者情绪及其衡量	100
一、投资者情绪概念及分类	100
二、投资者情绪的衡量	102
第二节 基于元胞自动机的投资者情绪仿真研究	103
一、研究综述	103
二、元胞自动机模型的建立	105
三、仿真模拟结果及分析	107
四、研究总结	111
第三节 基于博弈实验的投资者情绪微观演化	111
一、投资者情绪形成与演化的理论分析	112
二、模型的建立	113
三、博弈实验及结果分析	116
四、投资者情绪演化规律分析	122
五、研究总结	125
第七章 情绪的风险溢价效应与中介传递效应	127
第一节 投资者情绪的风险溢价效应	127

一、投资者情绪与资产定价·····	127
二、研究思路与模型·····	129
三、变量描述性统计与相关性分析·····	132
四、个体和机构投资者情绪回归分析·····	135
五、风险溢价的 VAR 分析·····	136
六、理性与非理性情绪相互作用的脉冲响应分析·····	138
第二节 利率及预期波动对股票市场的冲击·····	140
一、货币市场与股票市场的互动性·····	140
二、研究思路·····	143
三、数据与指标说明·····	144
四、不同市场环境下利率及预期波动的冲击效应·····	150
第三节 投资者情绪的中介传递效应分解·····	156
一、研究假设与样本选取·····	156
二、投资者情绪中介传递效应的分解·····	156
三、投资者情绪中介传递效应的行业异质性分析·····	159
四、稳健性检验与研究总结·····	160
第八章 信息传递与投资者行为：博弈与实证研究·····	162
第一节 上市公司与投资者的不完全信息动态博弈·····	162
一、博弈理论在证券市场研究中的应用·····	162
二、博弈模型的建立·····	164
三、模型求解及分析·····	165
第二节 机构投资者与个体投资者的不完全信息动态博弈·····	167
一、博弈模型的建立·····	167
二、模型求解及分析·····	169
第三节 媒体报道的新闻分析法·····	171
一、新闻媒体报道的作用·····	172
二、新闻分析法·····	173
第四节 媒体报道对投资者情绪的影响研究·····	174
一、研究指标与数据说明·····	174
二、变量的描述性统计结果·····	178
三、媒体报道、市场收益对投资者情绪的影响·····	182
四、媒体报道对投资者情绪的冲击效应·····	185
第九章 法律制度与证券市场主体行为·····	192
第一节 法律制度与证券市场·····	192

一、法律对证券市场的保护作用	192
二、本章研究思路	193
第二节 中介机构证券推荐行为模型	196
一、模型的建立	196
二、各主体均衡最优行为解	198
第三节 最优法律保护水平分析	201
一、适度法律保护的确 定	202
二、各主体利益冲突和动机分析	204
第四节 投资者法律保护实践	206
一、投资者保护的契约论与法律论	206
二、法律在投资者保护中的作用	207
三、投资者法律保护制度的层次	209
第十章 证券市场监管：基于行为分析的新干预主义	212
第一节 政府职能与国家干预主义	212
一、西方国家关于政府职能的观点	212
二、国家干预主义思想的演化历程	216
第二节 证券市场新干预主义监管理念	218
一、我国证券市场的特征与存在的问题	219
二、新干预主义监管的内涵	222
三、新干预主义监管体系的构建	223
第十一章 新干预主义监管的前提与方式	229
第一节 新干预主义监管的前提：目标再定位	229
一、我国证券市场监管目标的变迁	229
二、我国证券市场监管目标的再定位	230
第二节 新干预主义监管的基本方式：适度监管	232
一、证券市场监管的成本收益分析	232
二、证券市场监管的均衡分析	234
三、证券市场监管的适度性分析	237
第十二章 证券市场投资者监管	239
第一节 投资者资格与适当性管理	239
一、个体投资者资格管理	239
二、适当性管理	240
第二节 建立完善的投资者教育体系	241
一、投资者教育的概念与构成	241

二、国外投资者教育与能力提升经验·····	243
三、我国证券市场投资者教育·····	243
第三节 加强投资者心理调节与矫正·····	245
一、投资者性格及其行为特征·····	245
二、投资者心理素质·····	246
三、加强投资者心理调节与矫正·····	247
第十三章 证券市场信息监管·····	250
第一节 信息实质性披露与适当性管理·····	250
一、信息实质性披露的必要性和原则·····	250
二、国外证券市场信息披露制度·····	251
三、我国证券市场信息披露制度监管建议·····	252
第二节 加强媒体中介监管·····	254
一、媒体中介的功能与作用·····	254
二、我国证券市场媒体中介监管现状·····	255
三、我国证券市场媒体中介监管的思路·····	256
第十四章 证券市场法律监管与投资者保护·····	258
第一节 投资者法律保护的价值与架构·····	258
一、投资者法律保护的内涵·····	258
二、投资者法律保护的必要性·····	259
三、投资者保护的法律架构·····	261
第二节 国外投资者保护立法·····	263
一、美国投资者保护立法·····	264
二、英国投资者保护立法·····	265
三、欧盟投资者保护立法·····	266
四、日本投资者保护法律·····	267
第三节 我国投资者法律保护分析·····	268
一、我国证券市场投资者法律保护变迁·····	268
二、我国投资者法律保护存在的问题·····	271
三、完善我国个体投资者法律保护的措施·····	276
第十五章 研究总结与拓展·····	280
第一节 研究总结·····	280
一、投资者社会学特质、信息获取及风险态度·····	280
二、投资者情绪的微观演化机理研究·····	281
三、投资者情绪的风险溢价与中介传递效应·····	282

四、证券市场信息传递与投资者行为相关性研究·····	282
五、证券市场法律制度与投资者行为分析·····	283
六、基于行为分析的新干预主义监管思想·····	283
七、新干预主义监管政策设计·····	284
八、本书研究的不足·····	284
第二节 行为分析在证券市场监管研究中的扩展·····	285
一、研究领域的拓展·····	285
二、研究手段的丰富·····	286
三、跨学科融合发展·····	288
参考文献·····	291
关键术语索引·····	300

第一章 绪论

第一节 证券市场监管研究背景

证券市场是金融市场体系的重要组成部分，具有筹资、产权复合与重组、资金导向与资源优化配置、宏观调控的重要功能，在国民经济中发挥着越来越重要的作用。证券市场功能的实现程度，取决于证券市场的运行效率。运行效率越高，其功能的实现也就越充分。一个高效率的证券市场，应该是运行有序、竞争合理、信息透明度高、市场机制较灵活、操作成本较低、真正贯彻“公正、公开、公平”原则的市场。然而，由于证券市场内在的投机性和高风险性的特点，证券市场本身并不能自发地实现高效、平稳、有序运行，因此必须对证券市场实施监管。强化和改善对证券市场的监管，提高市场的安全性和运行效率，是世界各国政府和金融、证券业注重的全球性课题，尤其是在金融证券化、证券国际化趋势加快发展的今天，加强对证券市场监管的研究更具有重大的现实意义。

一、证券市场监管的必要性与特征

（一）证券市场监管的必要性

证券市场监管是指为确保证券市场高效、平稳、有序地运行，通过法律、行政和经济的各种手段，对证券市场运行的各环节和各方面进行组织、规划、协调和控制的总称。证券市场的监管贯穿于证券发行、交易的全过程。要全面理解证券监管的意义，就首先应该了解证券市场监管的必要性。证券市场监管的必要性主要表现在以下几个方面。

第一，监管证券市场是保护证券活动主体正当权益的需要。证券活动主体是指证券市场的主要参与者，即证券筹资者、投资者及中介机构。其之所以参与证券市场的发行、交易和投资活动，是为了获得经济利益。如

果证券市场混乱无序、投机过度，则广大投资者的正当权益得不到保障；如果对证券发行、交易和投资行为缺乏必要的监管，则不仅投资者的利益，而且发行公司及证券商的利益也得不到保障。例如，如果不加强对收购控股的监管，则发行公司的正常利益得不到保障；如果没有一定的佣金制度和保证金制度，则证券商的利益缺乏保障。对证券市场进行系统规范的管理，可以使各证券活动主体的权益得到制度上的保障。

第二，监管证券市场是证券市场良性循环和健康发展的需要。证券市场监管以“三公”，即公平、公开和公正为原则。公平原则保证大小投资者在投资竞争中的公平环境，能够尽量减少操纵、欺诈行为；公开原则保证了证券行情信息及发行者有关信息及时、全面的公开，能够减少内幕交易和防止舞弊行为；公正原则使得在证券领域的一些违纪行为能得到及时的制止和公正的处理，这样就能为整个证券市场的发展提供一个良好的环境，促进证券市场的良性循环和健康发展。

第三，监管证券市场是实现证券市场功能的需要。一个好的证券市场具有筹资功能、资金导向和资源配置功能、宏观调控等重要的国民经济服务功能，如果证券市场能够健康发展，则它的国民经济服务功能就能得到正常的发挥，就能促进整个国民经济的健康发展。相反，如果证券市场缺乏监管、混乱无序，则不仅不能发挥它的国民经济服务功能，而且可能会对国民经济的发展起到相反的作用，造成资源配置失误、信息传递误导及整个宏观经济的混乱甚至崩溃。特别是随着证券市场发展到了一定程度以后，社会融资结构发生了重大改变，即实现了金融证券化，这时，许多宏观经济指标如经济增长、投资规模、物价指数、收入分配，与证券的发行、交易和投资行为发生了密切的关联，在这种情况下，如果不对证券市场进行规范的监管，那么后果是不堪设想的。

从以上分析可以知道，证券市场监管的价值主要表现在以下几个方面：

- (1) 有利于防止不正当竞争和欺诈行为，保护广大投资者的合法利益；
- (2) 有利于规范各类市场主体的行为，保障市场稳定 and 健康发展；
- (3) 有利于维护证券发行与交易市场的正常秩序，发挥证券市场筹资、融资的功能，合理配置社会资源；
- (4) 有利于创造一个公平、公正、公开、有序的投资环境；此外还有利于证券市场，特别是股票市场正常发挥国民经济“晴雨表”的作用，清除因泡沫经济和投机过度而造成的股票市场与国民经济运行状况相背离的现象。