

经济政策不确定性如何影响股价同步性?

——基于有限关注视角

王晓宇 杨云红

(北京大学光华管理学院 北京 100871)

摘要:金融市场的基本功能之一是信息的产生和传递。随着我国经济增长进入新的发展阶段,经济政策不确定性对金融市场的这一功能产生了影响。本文通过对我国不同时期的经济政策不确定性程度与股价同步性的分析,发现经济政策不确定性的上升会提高股价同步性,降低市场信息效率。进一步的分析表明,由于对信息的有限关注,投资者对不同层面信息的关注再分配导致了股价同步性的变化。此外,投资者关注的变化导致股价外部信息含量的减少,抑制了股价对企业投资的反馈作用。本文对于理解宏观层面的经济政策不确定性与微观层面投资者行为的联系及其对股市信息效率的影响有一定意义。

关键词:经济政策不确定性 股价同步性 投资者关注 信息效率

中图分类号:F830.91 **JEL 分类号:**G14 G18 G41

一、引言

金融市场主要的功能之一即信息的生产与传递。在股票市场中股价的信息效率体现了这一功能。在有效市场下,信息获取不存在成本,各种信息可以充分体现于股价之中。然而,投资者的注意力是有限的,面对大量影响股市波动的信息,投资者有限的精力难以支持其及时获取并理解各种信息及其影响。因此,投资者需要对其有限的关注进行分配,选择性地关注不同的信息,以对注意力的利用效果达到最优。从涉及的个股数目来看,信息可分为整体性信息(包括市场、行业等层面的信息),以及关于个股的特异性信息。在有限关注约束下,投资者将注意力不同程度地分配至各层面信息中,使股价体现整体性信息的程度存在差异,并产生一定的同步波动。

Roll (1988)指出股价波动反映了整体层面信息与特异性信息。股价同步性反映了股价随市场波动的程度,当股价同步性较高时,其波动更多反映了整体层面的信息,包括宏观与行业等信息,此时股价中的特异性信息含量较低。Morck等(2000)认为股价同步性是股市信息效率的反向指标,新兴金融市场往往具有较高的股价同步性,主要是由于其产权保护程度较低,对基于特异性信息进行交易获利的激励不足。已有研究广泛地运用股价同步性作为信息效率的反向代理变量,研究公司治理特征或外部环境如制度或媒体关注对于股价信息效率的影响。股价同步性的变化取决于投资者关注的不同层面信息,当投资者更加关注企业层面信息时,股价具有更低的同步性。当投资者最大化其注意力配置的效率时,使有限的精力转化成对资产基本面的充分判断,则其面临的有限关注约束会影响其对于不同层面信息的关注配置结果。在更高的有限关注约束下,投资

* 作者感谢匿名审稿人在本文写作过程中提出的宝贵意见。文责自负。

者将更高比例的注意力分配至涉及多数股票的整体性信息，是更有效率的关注分配（Peng 和 Xiong，2006）。因而，当外界因素改变了对投资者关注的约束程度时，不同层面信息被投资者予以关注的相对程度发生变化，继而股价同步发生变化。

近年来，我国经济进入高质量发展阶段，经济增速逐渐放缓，并且由于国际环境存在较大的变化，我国经济政策的不确定性有所上升，其对金融市场的影响引起广泛关注。基于新闻文本分析构建的经济政策不确定性指数自 Baker 等学者于 2013 年提出后，被广泛运用于对实体经济影响的相关研究中。在我国，已有研究大多关注其对于企业行为以及市场波动的影响，但其如何影响金融市场的信息功能这一具有现实意义的问题，尚未得到充分的研究。在有限关注框架下，当整体的经济政策不确定性上升时，投资者对于各层面信息关注的权重被重新分配。Peng 等（2007）发现宏观冲击导致道·琼斯工业指数与标普 500 指数的同步性增强，即市场层面的冲击会导致对整体性信息关注程度的提升。Peng（2005）以及 Peng 和 Xiong（2006）在理论上证明了有限关注约束下投资者会对一类资产的共同信息予以关注，由此导致股价同步波动。因此，经济政策不确定性作为一种宏观不确定性，有可能抑制投资者对个别股票的关注，使投资者更关注整体层面，提升股价同步性。当投资者更为关注某个企业的股票时，一方面已有信息可以更迅速地反映在股价波动之中，另一方面，关于个股或企业的外部信息会更多地进入股价，企业也可以更多地依据股价做出决策。因此，从投资者关注的角度理解经济政策不确定性对于股市信息效率及其反馈作用的影响，具有重要意义。

本文从有限关注的角度研究我国经济政策不确定性对于股价同步性的影响。通过对 2011—2019 年中国经济政策不确定性指数和 A 股上市公司相关数据的研究，本文发现，经济政策不确定性的升高会提高我国股票市场的股价同步性，这一结论在考虑了内生性问题和其他因素后仍然成立。基于有限关注的相关理论，本文对投资者关注的中介效应的检验表明经济政策不确定性升高时投资者会较多关注市场层面信息而减少关注个股特异性信息，导致个股间波动的同步性提高。进一步的研究发现，经济政策不确定性的提高会降低股价对企业投资的反馈效应，表明外部信息进入股价的程度降低，解释了投资者对个股信息关注的减少。同时，经济政策不确定性会对分析师的信息环境产生负面影响，造成市场信息分歧度的提升，对基于信息的分析研判产生影响。从分阶段的检验来看，经济政策不确定性对股价同步性的提升作用在近年来显著增强，经济政策不确定性的变化引起个股间股价同步性变化的程度也存在一定的异质性表现。

本文具有以下几方面的贡献：第一，本文研究了经济政策不确定性对股价同步性的影响。目前有关经济政策不确定性对企业行为影响的研究较多，但对其影响金融市场运行及投资者行为因素的研究尚有不足，且经济政策不确定性对股市信息效率的影响存在对立的解释机制，本文对这些问题进行了研究，发现经济政策不确定性正向影响股价同步性，在实证上也支持了有关政策不确定性对股市影响的理论结果（Pástor 和 Veronesi，2012）。第二，本文发现经济政策不确定性影响股市信息效率的一大重要机制，即投资者在经济政策不确定性较高时其有限关注约束程度提高，从而对整体层面信息予以更高程度的关注，导致股价同步性升高，从而解释了经济政策不确定性如何影响我国股市信息效率，并将投资者行为因素与二者相联系。第三，本文结论具有一定的政策意义。发展中经济体的股票市场往往存在较高的股价同步性，降低股价同步性、提升股市信息效率对于完善我国金融市场功能并更好地服务于实体经济具有重要意义。本文结论表明，为

提高股票市场的信息效率，需要提高政策制定的透明度，建立良好稳定的政策环境。

本文余下部分的安排如下：第二部分结合已有文献展开分析并提出研究假设，第三部分对数据与实证方法进行介绍，第四部分介绍基本的实证结果，第五部分是对相关机制和影响特征的进一步研究，第六部分是结论与政策建议。

二、理论分析与假设

Roll (1988) 认为股价反映了宏观、行业和企业特异性信息，提出了股价波动的 R^2 的概念。Morck 等 (2000) 发现股价同步性在发达经济体中比在发展中经济体中更低，认为投资者权利保障差别是重要原因。Jin 和 Myers (2006) 利用跨国数据在 Morck 等 (2000) 的基础上补充了信息透明度在影响股价同步性中的作用。部分文献认为，市场行为因素如分析师、投资者关注，以及内部因素如企业信息披露，是影响股价同步性变化的重要因素（例如刘海飞等，2017）。另外，还有一部分研究对股价同步性的影响因素进行了分析，包括公司治理（Ferreira 和 Laux，2007）、市场制度（游家兴等，2006）、媒体关注（黄俊和郭照蕊，2014）、外部关系（唐松等，2011）等方面。同时，已有大量文献研究了有限关注理论对股价同步性及其信息效率的影响。理论研究将投资者关注定义为花费精力使信息熵减少的过程，即投资者在利用已有信息进行分析并提高基本面预测的精度时，其所需精力存在上限（Peng，2005）。投资者接受市场、行业或部门以及资产个体各个层面的信息，并对这些信息加以分析和判断，以此作为投资决策的依据。在有限关注的情况下，投资者可以接受并处理的信息总量有限，因此将基于优化原则选择性地对各个层面的信息予以不同程度的关注，而这种关注度的选择会影响投资组合的配置，并最终影响股票价格波动的同步性。Peng (2005)、Peng 和 Xiong (2006) 的理论模型表明，当投资者可接受信息的总量受到限制后，会将注意力更多配置于市场和（或）行业层面信息，这类信息有助于对大部分甚至全部资产的基本面进行预测，从而最大化注意力分配的收益。Peng 等 (2007) 发现宏观冲击会导致两大股指的同步性增强，他们从有限关注视角进行解读，认为此时投资者对市场层面信息的关注程度更高。Huang 等 (2019) 的实证检验表明，当吸引投资者关注的非市场事件发生后，由于投资者对股市信息的总体关注程度下降，股市呈现出较高度度的股价同步性。Peng 等 (2007) 利用时间序列数据实证检验了宏观经济冲击对股市波动的影响，发现宏观冲击下投资者的有限关注约束程度会上升，导致资产的同步波动。当信息在接受和分析上存在更高的不确定性时，投资者的有限关注约束程度也变得更高。

在我国，经济政策作为影响股市的重要因素，对股价同步性也会产生影响。经济政策不确定性是政府对于经济目标的效用与相应的政策成本进行权衡的结果，这一过程中存在诸多不确定性因素（Pástor 和 Veronesi，2012）。对经济政策不确定性的度量使得在实证上检验其影响成为可能。Baker 等 (2016) 基于文本分析建立了多个国家的经济政策不确定性指数（以下简称“EPU 指数”），并验证了该指数的有效性。基于这一指数，许多学者发现企业关于经济政策不确定性会有多方面的应对。Gulen 和 Ion (2016) 发现经济政策不确定性的升高会抑制企业投资，这一结论在我国同样被证实（李凤羽和杨墨竹，2015；饶品贵等，2017）。Nagar 等 (2019) 发现经济政策不确定性冲击会提高投资者信息不对称的程度，同时企业会增加信息披露以减少对其的不利影响。关于经济政策

不确定性与金融市场的直接关系，已有研究构建了政策不确定性的风险溢价和同步波动的理论模型（Pástor 和 Veronesi，2012），而陈国进等（2018）和李力等（2018）讨论了经济政策不确定性对我国股票市场风险特征的影响，认为其提高了我国股市的波动率。

根据定义，经济政策不确定性体现了经济活动参与者对一定时期内经济政策是否发生改变以及改变程度的不确定性。在有限关注的框架下，投资者需要花费一定精力对信息进行分析处理，但其精力的总量是有限的。当经济政策不确定性升高时，投资者对市场层面信息的不确定性提升，根据 Peng 等（2007），此时投资者基于优化原则对信息关注的重新配置会导致整体层面信息得到更高度度的关注。此外，由于经济政策不确定性对各企业的影响往往有所不同，各层面信息的不确定性均有所上升，投资者分析信息的难度提升，面临进一步的有限关注约束。Peng 和 Xiong（2006）证明了当投资者面临更高度度的有限关注约束时，整体层面信息也将得到更多的关注。需要注意的是，如果不存在有限关注约束，信息不确定性的提升（即精度的下降）并不影响投资者的信息处理过程，因而经济政策不确定性的变化不会通过影响投资者关注而改变股价同步性。基于更符合现实的有限关注视角，经济政策不确定性的升高会使得投资者更加关注整体层面信息，从而使得股价同步性上升。根据以上分析，本文提出假设 1a：

假设 1a：经济政策不确定性提高时，股价同步性会上升。

经济政策不确定性可能从多方面影响个股股价同步性。从投资者的角度，不确定性带来的不同层面信息之间的关注转移是引起股价同步性变化的重要原因。但从企业的角度，其行为也可能受到经济政策不确定性的影响，并体现于股价波动。与本文最为相关的研究是 Shen 等（2021）对 EPU 指数与股价同步性的研究，该文利用与本文不同的区间和频率进行检验，发现 EPU 指数对股价同步性具有负向作用。其解释在于经济政策不确定性加剧了企业外部融资困境从而使得企业加强信息披露，以及企业在应对不确定性时特异性投资更加明显。这一机制从企业的角度展开论述，与 Nagar 等（2019）相一致，所不同的是后者认为企业信息披露的提升并不能完全抵消信息环境的下降。当企业增加信息披露时，更多的企业特异性信息随之进入股价，因此这一机制与投资者关注变化的影响是相反的，且分析的角度不同。基于以上分析，本文提出基于信息披露影响的假设 1b 作为假设 1a 的对立性假设：

假设 1b：经济政策不确定性提高时，股价同步性会下降。

三、实证方法

本文对经济政策不确定性与股价同步性的关系进行检验，并以投资者关注的变化作为其解释机制。首先，本文对相关变量的构建和意义进行说明，然后介绍实证方法和样本。

（一）主要变量的定义

（1）被解释变量：股价同步性（*synch*）。股价同步性 *synch* 的构建是通过将季度内股票日度回报对当日市场回报和所在行业回报作回归估计，回归式的 R^2 代表了股价波动被市场和行业因素所解释的部分。回归模型为：

$$ret_{id} = \beta_0 + \beta_1 \times mktret_d + \beta_2 \times indret_{id} + \varepsilon_{id} \quad (1)$$

其中，字母下标 i 和 d 分别代表个股（公司）和交易日。*ret* 为个股考虑现金红利再投资的回报率，*mktret* 为当日市场回报率，*indret* 为当日该公司所处行业所有股票去除该公司股票后的市值加权平均回报率。对于每只股票的回报在每个季度作以上回归，得到

回归的 R^2 。为减小 R^2 估计的误差,若回归式 (1) 的样本量小于 30 则在后续回归分析中剔除该数据。由于 R^2 取值在 $[0, 1]$, 参照已有文献中处理,按照公式 (2) 转化即得到股价同步性指标:

$$synch = \log \frac{R^2}{1 - R^2} \quad (2)$$

股价同步性指标的取值越高,代表该股票随市场和行业同步波动的程度越高,股价的信息含量越低。本文在进一步分析中还用到了市场股价同步性 ($synch_mkt$) 以及行业股价同步性 ($synch_ind$) 作为被解释变量,构造方法分别为去掉式 (1) 中的行业回报 ($indret$) 及市场回报 ($mktret$), 利用得到的 R^2 构建两类股价同步性变量。

(2) 解释变量: 经济政策不确定性 ($e pu$)。Baker 等 (2016) 对中国 EPU 指数的构建基于对香港地区《南华早报》中利用有关政府机构和不确定性的关键词识别出的关于经济政策不确定性的文章,其占总文章数的比重调整后即为中国的经济政策不确定性指数,这一指数被广泛应用于国内外有关经济政策不确定性影响的研究中。对于其在中国的应用,主要问题在于香港地区新闻媒体的代表性以及词汇的适用性。为解决这些问题, Huang 和 Luk (2020) 基于内地多个重要报刊和更为细致的词频分析重新构建了中国的 EPU 指数并为学界所接受。因此,本文以后者作为我国经济政策不确定性程度的度量。EPU 指数为月度数据,而本文的检验主要在季度层面,故将月度 EPU 指数按季度进行平均得到季度 EPU 指数,并将其除以 100 使估计系数更加直观。

(3) 中介变量: 个股相对关注度 (att)。由于缺乏直接度量投资者关注的指标,以往研究多以搜索引擎对于相关个股关键词的搜索频率度量普通投资者的关注度 (Ding 和 Hou, 2015; 俞庆进和张兵, 2012; 张继德等, 2014), 一般采用谷歌 (国内主要为百度) 提供的日度搜索指数。当投资者更加关注某一只个股时,对其的搜索频率会增加,因此可以认为搜索指数代理了投资者对个股的关注程度。在市场层面, Dimpfl 和 Jank (2016) 利用 “Dow” 作为对道·琼斯工业指数的关注度,部分代表了市场关注度。当投资者更加关注整体层面信息时,对宏观经济、股票市场以及行业相关的关键词的搜索程度也会增加,但宏观经济和特定行业的关键词可能不仅仅与投资相关,采用其作为投资者对整体层面关注程度的度量可能存在较大度量误差,故本文采用更能体现投资和股票市场的关键词作为对市场层面信息的度量。本文确定 “A 股”、“大盘”、“股市” 以及 “上证”、“深证” 等分市场关键词。对所有个股关键词以及市场关键词的日度搜索指数,本文在季度层面取平均值,得到个股关注度和对五个关键词取平均值后的市场关注度。在本文中,投资者对整体与个体层面信息的相对关注程度更为重要,因此本文构建个股的相对关注度指标,即个股关注度与同期市场关注度的比值作为中介变量。

(4) 控制变量。企业特征的控制变量如表 1 所示。根据以往文献,控制变量包含基本的企业财务指标及股票交易特征。机构投资者的存在可能通过影响公司治理和信息披露来影响其股价信息含量,并且改善投资者结构。此外本文还加入了分析师关注作为重要的信息供应度量。会计信息质量对于股价同步性同样具有重要影响,本文采用年度报告是否为四大会计师事务所审计,以及利用修正的 Jones 模型 (Jones, 1991) 计算的可操纵应计项目进行度量,后者与会计信息质量是负向关系。^①

① 因篇幅所限,本文省略了可操纵应计项目的具体构建方式,感兴趣的读者可在《经济科学》官网论文页面 “附录与扩展” 栏目下载。

表 1 控制变量及定义

	简 称	定 义
1	企业规模 (<i>size</i>)	上季度末公司总市值取对数
2	资产回报率 (<i>roa</i>)	上季度末公司息税前收入与总资产之比
3	资产负债率 (<i>lev</i>)	上季度末公司总负债与总资产之比
4	企业现金流 (<i>cfr</i>)	上季度末公司经营活动现金流与总资产之比
5	机构投资者持股比例 (<i>insti</i>)	上季度末机构投资者持有股份比例
6	托宾 Q (<i>tq</i>)	上季度末公司市值与负债总计之和与公司总资产之比
7	股权集中度 (<i>concen</i>)	上季度末公司第一大股东的持股比例
8	分析师关注度 (<i>acov</i>)	上季度为企业撰写研究报告的分析师数目
9	前期股价回报 (<i>ret</i>)	上季度股价回报率
10	前期股价波动率 (<i>vol</i>)	上季度股价日度回报波动率
11	前期换手率 (<i>tov</i>)	上季度股价日度换手率的平均值
12	上市年限 (<i>age</i>)	当年与公司上市年份之差加一，并取对数
13	可操纵应计 (<i>da</i>)	上年可操纵应计项目，利用修正 Jones 模型计算
14	是否四大审计 (<i>big4</i>)	上一年度年报是否采用四大会计师事务所审计的虚拟变量

(二) 实证模型

1. 基本实证模型

为检验假设 1a 和假设 1b，本文构建实证模型 (3) 进行分析：

$$\text{synch}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{epu}_t + \text{Controls}_{it-1} + \alpha_i + q_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中， i 代表个股（公司）， t 为所在季度； q_t 为季度固定效应， α_i 为公司固定效应。被解释变量 *synch* 是季度层面的公司股价同步性指标，构建方式见下文；解释变量 *epu* 是季度经济政策不确定性指数，为度量其对股价信息的直接影响，本文采用当期值；*Controls* 为控制变量，包括企业规模 (*size*)、资产回报率 (*roa*)、资产负债率 (*lev*)、企业现金流 (*cfr*)、机构投资者持股比例 (*insti*)、托宾 Q 值 (*tq*)、股权集中度 (*concen*) 和分析师关注度 (*acov*)，滞后一季度的股价表现 (*ret*)、股价波动率 (*vol*)、换手率 (*tov*)，以及对数公司上市年限变量 (*age*)、代表会计信息质量的上一年度可操纵性应计 (*da*) 和是否四大会计师事务所审计 (*big4*)。如假设 1 成立，则意味着系数 β_1 显著为正。

由于解释变量 *epu* 是宏观变量，个股的股价同步性一般不会反向影响经济政策，并且股价同步性的构建是相对于整体市场的，因此本文的内生性问题并不突出。尽管如此，仍可能存在由其他宏观因素影响经济政策和股市波动的问题。为此本文采用李力等 (2018) 的方法，将其他新兴经济体（巴西、俄罗斯、印度三国）的经济政策不确定性指数作为工具变量作两阶段最小二乘估计。新兴经济体的巴西、俄罗斯和印度与中国同属“金砖四国”，具有一定的政策联系，满足经济政策不确定性的相关性；同时三国的经济决策不受中国股市信息特征所影响，且与中国企业在贸易互动方面与美日欧等发达经济体相比程度较小，可以认为其只通过影响中国的经济政策不确定性来进一步产生作用。

2. 中介效应检验

投资者对个股信息的相对关注程度是解释本文相关研究的重要机制。通过处理百度指数以构建个股的相对关注度指标 (*att*) 后，为检验其中介作用，本文采用 Baron 和 Kenny (1986) 的方法，在式 (3) 基础上增加将投资者对个股的相对关注度同 EPU 指数回归的模型 (4)，以及 EPU 指数同相对关注度以及其他控制变量回归的模型 (5)。二者分别直接检验 EPU 指数对投资者关注个股的相对程度的影响，以及控制了相对关注度后 EPU 指数对股价同步性的影响。作为本文研究问题的影响渠道，投资者对个股信息的关

注应直接受 EPU 指数变化的影响；在控制了这一变量后，EPU 指数对股价同步性的回归系数应减小，表明 EPU 指数通过影响投资者关注进而影响股价同步性。因此，本文预期式（4）的系数 β_1 显著为负，且式（5）中 EPU 指数的系数 β_1 量级下降。

$$att_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times epu_{it} + Controls_{it-1} + \alpha_i + q_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$synch_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times equ_{it} + \beta_2 \times att_{it} + Controls_{it-1} + \alpha_i + q_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

3. 外部信息含量检验

根据本文的理论分析，投资者关注的变化会改变股价中的外部信息含量，进而影响投资对股价的敏感性，即企业投资水平对于托宾 Q 的敏感程度。为检验 EPU 指数对于这一效应的影响，本文将企业投资水平（以当期资本性支出与企业总资产的比值）对滞后一期的 EPU 指数同托宾 Q 及其交叉项进行回归，构建模型（6）：

$$inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times tq_{it} + \beta_2 \times tq_{it-1} \times epu_{it-1} + Controls_{it-1} + \alpha_i + q_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中 inv 为企业投资水平，解释变量中加入滞后的 epu 和 tq 及二者的交叉项，交叉项的估计系数 β_2 代表 EPU 指数对企业的投资—股价敏感性的影响。 $Controls$ 控制变量除托宾 Q (tq) 外还包含企业规模 ($size$)、资产报酬率 (roa)、资产负债率 (lev) 和经营现金流比率 (cfr)，此外也加入了企业与季度的固定效应。如果经济政策不确定性影响了投资对股价的敏感度，则系数 β_2 应显著。在投资者关注机制下，交叉项系数 β_2 应显著为负。

（三）数据与样本选取

本文对 2011—2019 年季度频率的 A 股上市公司与经济政策不确定性指数变量进行分析。交易数据和企业数据来源于国泰安数据库，EPU 指数来自 Huang 和 Luk（2020），作为工具变量的其他国家 EPU 指数构建方式与 Baker 等（2016）相同，来自经济政策不确定性指数网站（<http://www.policyuncertainty.com>）。

在样本的选择过程中，本文剔除了金融行业上市公司和主要变量缺失的观测值。此外，为减少 R^2 估计的误差，本文剔除了构建式（1）时的小于 30 的观测值，最终得到 3 402 个企业共计 79 236 个季度观测值。具有滞后性特征的部分控制变量依据 2010 年数据构建。除 EPU 指数和成立年限外其余变量均做 1% 的缩尾处理。变量的描述性统计如表 2 所示。

表 2 变量的描述性统计

变 量	观测值	均 值	标准差	最小值	p25	中 值	p75	最大值
<i>synch</i>	79 236	-0.254	0.917	-2.748	-0.833	-0.216	0.367	1.839
<i>epu</i>	79 236	1.409	0.206	1.052	1.256	1.371	1.529	1.949
<i>size</i>	79 236	15.621	0.924	13.841	14.960	15.514	16.170	18.325
<i>roa</i>	79 236	0.030	0.042	-0.096	0.007	0.022	0.048	0.181
<i>lev</i>	79 236	0.442	0.216	0.050	0.269	0.438	0.605	0.950
<i>cfr</i>	79 236	0.013	0.060	-0.165	-0.019	0.010	0.044	0.191
<i>insti</i>	79 236	0.429	0.239	0.006	0.234	0.448	0.619	0.895
<i>tq</i>	79 236	2.116	1.427	0.888	1.247	1.649	2.406	9.412
<i>conc</i>	79 236	0.347	0.150	0.086	0.229	0.327	0.449	0.743
<i>acov</i>	79 236	0.858	0.927	0.000	0.000	0.693	1.609	3.091
<i>ret</i>	79 236	0.023	0.234	-0.426	-0.126	-0.021	0.127	0.891
<i>vol</i>	79 236	0.028	0.011	0.010	0.020	0.025	0.032	0.069
<i>tov</i>	79 236	2.349	2.108	0.163	0.901	1.657	3.070	11.009
<i>age</i>	79 236	2.304	0.678	0.000	1.792	2.398	2.890	3.401
<i>big4</i>	79 236	0.054	0.227	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>att</i>	79 236	0.201	0.246	0.000	0.057	0.129	0.244	1.567

四、实证结果

（一）基本结果

表3报告了对立的假设1a和假设1b的基本检验结果。其中被解释变量均为基于式(1) R^2 构建的股价同步性指标，第(1) — (2)列分别为单变量回归和加入控制变量的回归结果，回归中均加入季度和企业固定效应，第(3) — (4)列为相应的工具变量回归结果。

表3 基本回归和工具变量回归结果

	<i>synch</i> (1)	<i>synch</i> (2)	<i>synch</i> (3)	<i>synch</i> (4)	<i>synch</i> (5)
<i>epu</i>	1.351*** (0.0151)	1.212*** (0.0154)	0.547*** (0.0260)	0.474*** (0.0256)	2.856*** (0.0645)
控制变量	×	✓	×	✓	✓
企业固定效应	✓	✓	✓	✓	✓
季度固定效应	✓	✓	✓	✓	
截距项	-2.165*** (0.0227)	-3.207*** (0.174)	-0.960*** (0.0388)	-2.022*** (0.179)	-11.69*** (0.554)
观测值	79 236	79 236	79 236	79 236	14 507
R^2	0.113	0.141			0.179

注：*、**和***分别代表显著水平为10%、5%和1%，括号内为企业聚类稳健的标准误，后同。

根据表3的结果，变量 *epu* 的系数显著为正，表明经济政策不确定性的上升会提高个股的股价同步性。无论是采用 OLS 还是工具变量，上述影响均表现为1%的显著性水平，即考虑内生性因素后 EPU 指数的影响仍然存在显著效应。从经济意义上看，经济政策不确定性每变化一个标准差将导致股价同步性26%的标准差变化程度，影响十分显著。在加入工具变量进行估计后，上述影响量级降低为11%—12%，说明 OLS 的估计结果可能高估了经济政策不确定性的影响，但考虑其内生因素后，经济政策不确定性仍然对股价同步性产生了较高级别的影响。因此，本文的假设1a得到了验证。

前面提到，Shen 等（2021）发现经济政策不确定性与股价同步性存在负相关关系，与本文结论不同。从理论阐述的角度，尽管存在一定的企业提升信息效率的做法，但总体信息环境不确定性可能发挥了主导作用。在实证上，本文与其在处理方式上的差别主要为：Shen 等（2021）采用年度频率数据进行验证，这样 EPU 指数的取值变化在2007—2017年的年度区间仅为10个，其结果易受样本区间选取的影响；另外，该文过多的时间虚拟变量使得共线性问题可能影响估计的有效性。表3第(5)列报告了相应回归结果。其中，*epu* 代表年度平均的 EPU 指数，年度数据回归中 EPU 指数的系数显著为正且量级较大，主要是因为年度平均后的 EPU 指数标准差大幅下降，因此总体影响量级与基本回归可比。Shen 等（2021）控制了行业固定效应和年度固定效应，本文控制了企业固定效应，但因年度固定效应与年度 EPU 指数存在较大共线性问题，故未加入。因此，本文利用年度数据检验也证实了，经济政策不确定性升高会提高股价同步性。

在未汇报的控制变量估计结果中，分析师和机构投资者的存在均能降低股价同步性：前者可以提供私人信息和对已有信息的分析，后者则通过改善公司治理促进特异性信息进入股价。这两个变量的结果表明股价同步性可以作为信息效率的负向代理指

标，因此本文关注的 EPU 指数对股市信息功能的影响得到了支持。虽然已有研究广泛地将股价同步性作为信息效率的负向代理变量，但这一做法也受到一定的质疑（Dasgupta 等，2010；林忠国等，2012）。因此，本文进一步考虑从以下几个方面开展稳健性检验：第一，在股价同步性的构造上，分别考虑信息进入股价的时间领先和滞后两种情况下的市场和行业回报率，以及两种新的过滤了 EPU 指数对回报率影响的构建方式；第二，以 Baker 等（2016）构建的 EPU 指数替代本文的解释变量进行估计；第三，考虑到 EPU 指数本身可能与宏观经济状况相关，本文控制了季度 GDP 增长率。经过以上三种处理后估计结果未发生明显变化，表明本文的结果是稳健的。^①

（二）对投资者关注机制的验证

1. 中介效应检验

根据以往文献，普通投资者关注情况可以股票简称在搜索引擎中的搜索频率度量（俞庆进和张兵，2012；张继德等，2014；等等），而对市场关注的程度，部分研究以指数名称关键词的搜索量度量（Dimpfl 和 Jank，2016）。本文采用基于百度提供的有关个股和市场的关键词搜索指数构建的个股相对关注度变量（*att*），进行式（4）、式（5）的回归并与式（3）的结果进行比较，结果汇报于表 4。

根据表 4 的结果，经济政策不确定性对于个股的相对关注度有显著的负向作用。并且，在控制了个股相对关注度后，变量 *epu* 的系数仍然显著但相对于原本估计结果的量级明显下降，下降程度约为 11%。因此，投资者关注变化是经济政策不确定性影响股价同步性的重要中介因素。其未体现完全中介作用的原因，可能主要在于相对关注度这一变量只能部分体现投资者关注，一方面其代表的是投资者关注的部分行为，另一方面其主要代表了普通投资者的行为（Ben-Rephael 等，2017），因此存在一定的度量误差。总之，投资者的相对关注变化解释了经济政策不确定性对股价同步性的影响。

表 4 投资者关注的中介效应检验

	<i>synch</i> (1)	<i>att</i> (2)	<i>synch</i> (3)
<i>epu</i>	1.212 *** (0.0154)	-0.137 *** (0.00387)	1.083 *** (0.0162)
<i>att</i>			-0.945 *** (0.0384)
控制变量	✓	✓	✓
企业固定效应	✓	✓	✓
季度固定效应	✓	✓	✓
截距项	-3.207 *** (0.174)	1.177 *** (0.0564)	-2.094 *** (0.185)
观测值	79 236	79 236	79 236
<i>R</i> ²	0.141	0.197	0.169

2. 投资者关注与外部信息生产

从信息来源看，当投资者的有限关注约束变化时，其对个股关注的变化将导致外部

① 其他控制变量的回归结果以及稳健性检验结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”。

信息含量的变化；而仅仅由信息披露所带来的投资者对已有信息的关注变化，则不影响外部信息含量的变化。这导致了股价反馈于企业管理层决策程度的差别（Chen 等，2007；Bond 等，2012）。因此，如果上述股价同步性的变化仅由企业信息披露与 EPU 指数的负向关系导致，则不会产生明显的股价反馈效应，即投资对于股价敏感度的变化。而从投资者关注的角度来看，当投资者对个股特异性信息的关注提升时，股价波动中外部信息含量有所提升，使得投资—股价敏感度上升。因而，当经济政策不确定性升高时，股价同步性升高且投资对股价的敏感性下降，说明外部信息含量下降，因而单从信息披露的角度无法解释这一结果，投资者关注机制得到支持。

表 5 报告了依据式（6）对企业投资—股价敏感性的检验结果，根据企业投资数据的缺失情况部分观测值被去除。第（1）列为无其他控制变量的估计结果，第（2）列为包含基本控制变量的估计结果。两列估计结果中 tq 的系数 β_1 均为正，表示企业投资水平与股价具有正向相关性，说明反馈效应的存在。系数 β_2 均为负且显著，并且相对于 tq 的系数具有较为明显的量级意义。对滞后期 epu 与 tq 的共同效应的检验结果符合预期，表明当经济政策不确定性升高时，股价不仅具有更低的信息含量，其中的外部信息含量也随之降低，使其反馈作用降低，对实体经济产生了进一步影响。表 5 的结果进一步支持了投资者关注的解释机制。

表 5 经济政策不确定性与外部信息含量：股价对投资的反馈效应

	<i>inv</i>	<i>inv</i>
	(1)	(2)
1. tq	0.137 *** (0.0318)	0.141 *** (0.0321)
1. $epu \times 1. tq$	-0.0957 *** (0.0221)	-0.0847 *** (0.0221)
1. epu	0.577 *** (0.0545)	0.481 *** (0.0537)
控制变量	✓	✓
企业固定效应	✓	✓
季度固定效应	✓	✓
截距项	0.326 *** (0.0776)	2.960 *** (0.348)
观测值	78985	78985
R^2	0.020	0.033

3. 行业同步性与市场同步性

关于股价中整体层面的信息，宏观或市场信息涉及所有个股，而行业涉及该行业相关的部分个股。在给定信息获取成本不存在明显差异的条件下，当有限约束程度增强时，关注更多的市场层面信息将会是最有效的关注分配方式，其次是对行业层面信息的关注（Huang 等，2019）。因此，如果经济政策不确定性上升导致投资者的有限关注约束增强，那么个股随市场同步波动的程度相对于随行业波动的程度会更高。因此，根据变换后的式（1），本文构建个股的市场股价同步性和行业股价同步性，分别得到个股随两类整体性信息同步波动的程度，如果前者受 EPU 指数变化影响的程度更高，则符合有限关注约束的预期结论。

对两类股价同步性的检验结果如表 6 所示，其中第（1）列为个股的市场同步性作为被解释变量按照式（3）进行估计的结果，第（2）列为个股的行业同步性作为被解释变量按照式（3）进行估计的结果。两个被解释变量的估计样本相同，且标准差不存在明显差别，因此其系数差别可以代表经济政策不确定性造成的影响差异。估计结果中 EPU 指数的系数均为正，即两类整体层面信息含量均有提升，其中个股相对于市场波动的同步性受到的影响更大，表明市场层面信息相对于行业层面信息在经济政策不确定性的不同时期存在更大的变化，符合有限关注的预期结论。因此，投资者关注分配的机制得到进一步的验证。

表 6 不同层面信息的配置：市场同步性与行业同步性

	<i>synch_mkt</i> (1)	<i>synch_ind</i> (2)
<i>epu</i>	1.726 *** (0.0178)	1.355 *** (0.0190)
控制变量	✓	✓
企业固定效应	✓	✓
季度固定效应	✓	✓
截距项	-4.499 *** (0.206)	-3.360 *** (0.220)
观测值	79 236	79 236
R^2	0.158	0.129

五、进一步研究

为深入理解经济政策不确定性对股价同步性的影响，以及分析其他可能的解释机制，本文进行了进一步的研究。^①

（一）基于分析师信息环境的检验

首先，经济政策不确定性对股市信息效率会产生影响，对分析师信息环境的检验有助于进一步理解其效应。本文检验分析师对个股盈余的预测偏误和预测分歧程度与经济政策不确定性的关系，二者程度较高代表分析师的信息环境较差。本文发现，分析师的预测偏误会因 EPU 指数的升高而增加，这意味着经济政策不确定性的提高会导致信息处理难度的增加，对信息研判的不确定性使投资者的有限关注约束程度提升。

表 7 报告了基于分析师信息环境的检验，其中第（1）、（2）列估计结果的被解释变量分别为分析师预测偏误（*forecast_error*）和预测分歧度（*forecast_dispersion*），构建方式为：对于同一只股票，在每个季度采用每个（组）分析师最后一次对当年度盈余的预测数据，计算季度内所有每股收益预测值与真实值之差的绝对值并取平均，再以上年度股价作为分母调整得到预测偏误指标；以季度内所有采用的每股收益预测值的标准差度量预测分歧度。由于要求该季度内至少存在来自三个（组）分析师的盈余预测，本文样本缩减为共计 2 312 个上市公司的 25 012 个季度观测值。

^① 进一步检验的回归结果和细节请见《经济科学》官网“附录与扩展”。

表7 对分析师信息环境的检验

	<i>forecast_error</i>	<i>forecast_dispersion</i>
	(1)	(2)
<i>ept</i>	0.140 *** (0.0527)	0.357 (0.275)
控制变量	✓	✓
企业固定效应	✓	✓
季度固定效应	✓	✓
截距项	5.863 *** (0.768)	-9.495 *** (3.364)
观测值	25 012	25 012
R^2	0.136	0.073

对分析师信息环境检验的结果有助于理解其他解释机制的影响。企业信息披露程度的下降会对分析师信息环境产生不利影响（Lang 和 Lundholm, 1996）。如果企业在较高经济政策不确定性时期减少了信息披露，则在整体环境不确定性及企业信息披露程度的双重效应下，分析师信息环境会有较髙程度的下降。本文发现尽管分析师预测偏误提高，但其程度有限，且预测分歧度并未受到明显影响，并不符合企业信息披露减少的预期结果。根据 Nagar 等（2019），此时企业信息披露程度可能有所提升，缓解了部分经济政策不确定性对分析师关注的影响。

（二）个股间异质性

经济政策不确定性程度变化时，个股股价同步性变化程度可能存在差别。不同个股的特征使得对其特异性信息关注的成本与效益存在差别。本文基于个股特征进行 EPU 指数影响的异质性检验。这些特征包括控制变量中的企业规模、机构投资者持股比例、会计信息质量，以及分析师关注度。将各变量（*size*、*insti*、*da* 和 *acov*）与 *ept* 的交叉项加入式（3）中进行估计，有以下发现：第一，企业规模、机构投资者持股比例与 *ept* 的交叉项系数显著为正，而可操纵应计与 *ept* 的交叉项系数显著为负，即市值更高、机构投资者持股比例更大以及会计信息质量更好的公司的股价同步性受 EPU 指数变化的影响程度更大。从投资者关注的角度来看，可能是因为这类企业的定价效率相对较高，关注这类个股的投资者即便大幅减少对其特异性信息的关注（转而更多关注整体层面的信息），也并不会带来信息效率的明显损失。此外，分析师关注度较低的个股受到的影响较大。分析师作为重要的信息来源，不仅可以提供关于个股信息以降低其股价同步性，而且会缓解经济政策不确定性对股价同步性的影响。相比于前述变量与内部信息披露质量的相关性，分析师主要从外部提供对已有信息的解读（Ivkvć 和 Jegadeesh, 2004），因此，外部信息环境的改善有助于投资者关注的稳定，进而在一定程度上降低 EPU 指数的影响。

（三）分阶段检验

Pástor 和 Veronesi（2012）的理论分析表明经济政策不确定性在经济较弱时会产生更高的政策不确定性的市场溢价。对于我国来说，经济增速放缓，经济增长逐渐进入高质量发展阶段，经济政策不确定性对于经济的影响也可能更为明显。在本文的样本区间内，2011 年至 2014 年我国季度 GDP 的增速由 10% 下降到 7.3%，而 2015 年以后均在 6%—7%。以 2015 年一季度作为分界将样本区间划分为两个阶段，即高速增长向中低速增长过渡阶段和中低速增长持续阶段，分别检验 EPU 指数对股价同步性的影响，结果表明第

二阶段 EPU 指数的系数明显高于第一阶段,即中低速持续阶段经济政策不确定性的变化对股价同步性所代表的信息效率影响更大,这与理论分析的结果相一致。更重要的是,这表明经济政策不确定性对金融市场的影响在当前发展阶段更应当予以关注。

六、结论与建议

股价同步性代表股市同涨同跌的程度,较高的股价同步性往往意味着较低的信息效率。对于我国 A 股市场这样的新兴市场来说,降低股价同步性、提升信息效率是完善金融市场的重要目标。在我国,股市的信息功能更容易受到经济政策的影响。本文研究了我国经济政策不确定性与 A 股上市公司股价同步性的关系,并分析了其中投资者关注的作用。利用 2011—2019 年我国经济政策不确定性指数及 A 股上市公司数据进行实证分析,本文发现,经济政策不确定性升高会提高股价同步性,说明经济政策不确定性的提高会造成股市信息效率的下降。通过对可能的机制进行探究,本文发现在经济政策不确定性升高时,投资者对于信息的关注从特异性信息向整体性信息转移,这使得股价波动更多为市场和行业因素所解释,缺乏特异性信息含量。在经济政策不确定性较大时,各类信息尤其是宏观信息的不确定性增强,投资者的有限关注受到进一步约束,将更多关注配置于宏观和行业层面的信息是更有效率的关注分配方式,因此股价波动表现出较高的同步性。分析师信息环境的变化支持了对有限关注约束的分析;从股价对于企业决策的反馈效应来看,在经济政策不确定性较高时,投资者关注的转移会导致股价中外部信息含量的下降,企业决策不易从股价中获取参考信息,从而经济政策不确定性会引起股价外部信息效率的降低,并通过这一影响进一步作用于实体经济。

本文对于理解经济政策不确定性对金融市场的影响提供了新的证据。以往研究多关注企业所受影响,而本文关注经济政策不确定性直接对股市运行及其信息功能的影响,并从投资者对不同层面信息关注差异的角度给出了机制解释,对股市信息效率和经济政策不确定性的相关文献均有一定的贡献。本文还进一步讨论了经济政策不确定性对于股价同步性影响的多方面特点,基于相应的结果,本文提出以下建议:

第一,尽量降低经济政策不确定性。从金融市场信息功能的角度,经济政策不确定性提高降低了股价信息效率。政府政策信息的披露需要进一步完善以降低其不确定性影响。对于特定的经济政策工具,需要及时披露相关信息,提高前瞻性。

第二,缓解经济政策不确定性带来的影响。经济政策不确定性的提高为投资者增加了信息处理的负担。本文发现外部信息源可缓解经济政策不确定性的影响。因此,应持续发展外部信息平台,鼓励投资者通过更为丰富的渠道获得信息,支持诸如移动端等技术的应用,使得投资者的有限关注能覆盖更广泛的信息。

第三,关注经济政策不确定性影响的趋势。理论分析表明,经济政策不确定性在经济增长状况弱化时更强,这已被本文的分阶段检验所证实。目前我国经济增速趋缓,经济增长进入高质量发展阶段,经济政策不确定性对现阶段经济发展的影响不容忽视。因此,经济政策不确定性的影响需要结合经济发展质量综合考量,促进经济发展、经济政策以及金融市场功能之间的协调。

参考文献:

1. 陈国进、张润泽、赵向琴:《经济政策不确定性与股票风险特征》[J],《管理科学学报》2018 年第

- 4 期, 第 1—27 页。
2. 黄俊、郭照蕊:《新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析》[J],《管理世界》2014 年第 5 期,第 121—130 页。
3. 李凤羽、杨墨竹:《经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》[J],《金融研究》2015 年第 4 期,第 115—129 页。
4. 李力、宫蕾、王博:《经济政策不确定性冲击与股市波动率——来自宏观与微观两个层面的经验证据》[J],《金融学季刊》2018 年第 4 期,第 94—126 页。
5. 刘海飞、许金涛、柏巍、李心丹:《社交网络、投资者关注与股价同步性》[J],《管理科学学报》2017 年第 2 期,第 53—62 页。
6. 饶品贵、岳衡、姜国华:《经济政策不确定性与企业投资行为研究》[J],《世界经济》2017 年第 2 期,第 27—51 页。
7. 林忠国、韩立岩、李伟:《股价波动非同步性——信息还是噪音?》[J],《管理科学学报》2012 年第 6 期,第 68—81 页。
8. 唐松、胡威、孙铮:《政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据》[J],《金融研究》2011 年第 7 期,第 182—195 页。
9. 游家兴、张俊生、江伟:《制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于 R^2 研究的视角》[J],《经济学》(季刊)2006 年第 1 期,第 189—206 页。
10. 俞庆进、张兵:《投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究》[J],《金融研究》2012 年第 8 期,第 152—165 页。
11. 张继德、廖微、张荣武:《普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究》[J],《会计研究》2014 年第 8 期,第 52—59 页。
12. Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., 2016, “Measuring Economic Policy Uncertainty” [J], *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No. 4: 1593-1636.
13. Baron, R. M., Kenny, D. A., 1986, “The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations” [J], *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 51, No. 6: 1173.
14. Ben-Rephael, A., Da, Z., Israelsen, R. D., 2017, “It Depends on Where You Search: Institutional Investor Attention and Underreaction to News” [J], *The Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 9: 3009-3047.
15. Bond, P., Edmans, A., Goldstein, I., 2012, “The Real Effects of Financial Markets” [J], *Journal of Finance*, Vol. 67, No. 3: 933-971.
16. Chen, Q., Goldstein, I., Jiang, W., 2007, “Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price” [J], *Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 3: 619-650.
17. Dasgupta, S., Gan J., Gao N., 2010, “Transparency, Price Informativeness, and Stock Return Synchronicity: Theory and Evidence” [J], *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 5: 1189-1220.
18. Dimpfl, T., Jank, S., 2016, “Can Internet Search Queries Help to Predict Stock Market Volatility?” [J], *European Financial Management*, Vol. 22, No. 2: 171-192.
19. Ding, R., Hou, W., 2015, “Retail Investor Attention and Stock Liquidity” [J], *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 37: 12-26.
20. Ferreira, M. A., Laux, P. A., 2007, “Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow” [J], *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 2: 951-989.
21. Gulen, H., Ion, M., 2016, “Policy Uncertainty and Corporate Investment” [J], *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 3: 523-564.
22. Huang, S., Huang Y., Lin, T., 2019, “Attention Allocation and Return Co-movement: Evidence from Repeated Natural Experiments” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 132, No. 2: 369-383.
23. Huang, Y., Luk, P., 2020, “Measuring Economic Policy Uncertainty in China” [J], *China Economic Review*, Vol. 59, 101367.
24. Ivković, Z., Jegadeesh, N., 2004, “The Timing and Value of Forecast and Recommendation Revisions” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, 433-463.

25. Jin, L. , Myers, S. C. , 2006, “ R^2 Around the World: New Theory and New Tests” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 2: 257-292.
26. Jones, J. J. , 1991, “Earnings Management During Import Relief Investigations” [J], *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2: 193-228.
27. Lang, M. H. , Lundholm, R. J. , 1996, “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior” [J], *Accounting Review*, Vol. 71, No. 4: 467-492.
28. Morck, R. , Yeung, B. , Yu, W. , 2000, “The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1: 215-260.
29. Nagar, V. , Schoenfeld, J. , Wellman, L. , 2019, “The Effect of Economic Policy Uncertainty on Investor Information Asymmetry and Management Disclosures” [J], *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 67, No. 1: 36-57.
30. Pástor, L. , Veronesi P. , 2012, “Uncertainty about Government Policy and Stock Prices” [J], *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 4: 1219-1264.
31. Peng, L. , 2005, “Learning with Information Capacity Constraints” [J], *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 2: 307-329.
32. Peng, L. , Xiong, W. , 2006, “Investor Attention, Overconfidence and Category Learning” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 3: 563-602.
33. Peng, L. , Xiong, W. , Bollerslev, T. , 2007, “Investor Attention and Time-varying Comovements” [J], *European Financial Management*, Vol. 13, No. 3: 394-422.
34. Roll, R. , 1988, “ R^2 ” [J], *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3: 541-566.
35. Shen, H. , Liu, R. , Xiong, H. , Hou, F. , Tang, X. , 2021, “Economic Policy Uncertainty and Stock Price Synchronicity: Evidence from China” [J], *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 65, 101485.

Economic Policy Uncertainty and Stock Price Synchronicity: From the Limited Attention Perspective

Wang Xiaoyu, Yang Yunhong

(Guanghua School of Management, Peking University)

Abstract: Regarding the financial market, one of its fundamental functions is the production and transmission of information. As Chinese economy enters a new stage of development, the impact of economic policy uncertainty on the financial market has attracted great attention. This paper studies the influence of economic policy uncertainty on stock price synchronicity in China’s A-share market, and finds that the increase of economic policy uncertainty leads to higher synchronicity, which means for less idiosyncratic movement of stock return, as well as lower market information efficiency. Further analysis indicates that under limited attention, investors allocate more attention to market and industry information during high-EPU period, leading to higher stock price synchronicity. This also reduces the information produced by outsiders, making firms react less to stock price. This paper has implications for understanding the link between macro-level economic policy uncertainty and micro-level investor behavior, as well as its impact on the information efficiency of stock market.

Keywords: economic policy uncertainty; stock price synchronicity; investor attention; information efficiency

JEL Classification: G14; G18; G41