



# 股票市场和债券市场的 价格联动与信息溢出研究综述

张雪莹 王玉琳 栗沛沛

**摘要:** 探索股债市场间的价格联动与信息溢出对于监管层防范金融风险、企业优化融资方式和投资者有效配置资产具有重要意义。综述从股债市场间价格联动关系和信息溢出两个角度对国内外最新研究进行梳理和总结,在此基础上针对现有文献的不足及空缺,基于我国股债市场发展现状,从样本数据和实证内容等多方面探讨未来的研究方向,以期对股债关系的进一步研究提供参考。

**关键词:** 联动效应 领先-滞后效应 信息溢出效应

## 一、引言

股票市场和债券市场的关系一直是业界关注的热点问题,特别是在2021年以来美债收益率攀升引发全球股市大幅震荡的背景下,研究股债间的价格联动与信息溢出具有重要的理论价值和政策意义。对监管层而言,准确把握股债之间的关系,有助于稳定金融市场和防范系统性风险。从企业来看,股权融资和债权融资是企业主要的直接融资方式,厘清股债之间的关系对于企业优化融资方式、降低融资成本具有重要的参考价值。从投资者角度,股票与债券作为金融资产配置的主要品种,对两者关系的研究可以为投资者构建资产组合和避险对冲提供启发性建议。

国外的较多文献显示,股债之间的联动性在近些年来明显增强,其变化规律有时表现为两者同向变动,即所谓的“股债双牛”或“股债双杀”;有时也表现为反方向变动,即所谓的“跷跷板”效应;其背后的原因及影响因素仍未得到清晰一致的结论。随着我国多层次资本市场体系的构建和利率市场化程度的不断提高,中国股市和债市间的联动效应也日益明显。早期国内的学者大多从资金流动角度、采用指数数据考察股票和国债市场间的相关性。但近些年来随着信用债市场规模扩大、债券违约事件频发,基于公司层面数据考察股票和债券间价格联动和信息溢出的研究开始引起关注。

本文围绕股票市场与债券市场间的

张雪莹, 山东财经大学金融学院教授、博士生导师; 王玉琳, 山东财经大学金融学院博士研究生; 栗沛沛, 南方科技大学金融系助理教授、博士生导师。基金项目: 国家自然科学基金项目“政府债务对货币政策的影响——基于利率传导渠道的研究”(项目号: 71573155)。

价格联动与信息溢出这一主题，对国内外研究的新进展进行全面系统梳理。首先从股债回报率间相关系数及其影响因素、股债回报率间的领先-滞后关系两个方面对股债市场回报率间关系的实证文献进行总结，并根据相关系数估计方法及领先滞后方向的不同进行细分；其次从跨市场信息溢出的角度，分别归纳股市向债市及债市向股市信息溢出的相关文章；最后针对现有文献的不足及空缺，基于我国股债市场发展现状探讨未来的研究方向，以期对股债关系的进一步研究提供参考。

## 二、股票与债券价格联动关系

股债价格联动关系的研究主要可分为股债回报率间相关系数及其影响因素研究、股债回报率间的领先滞后关系研究两个方面。

### 1. 股票回报率和债券回报率间的相关系数及其影响因素

从已有文献看，绝大多数学者对股债回报率间相关系数及其影响因素的研究主要基于股票指数和债券指数层面的数据。模型的基本形式可表示为：

$$Corr_t = \alpha + \beta_1 \cdot Market_t + \beta_2 \cdot Policy_t + \beta_3 \cdot Macro_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，变量  $Corr_t$  代表股票指数回报率和债券指数回报率间的相关系数序列； $Market_t$  为市场因子，常见的有衡量股市不确定性的隐含波动率指数 VIX，以及市场流动性变量等； $Policy_t$  代表政策不确定性

因子，包括经济政策、财政政策及货币政策的不确定性指标； $Macro_t$  代表宏观经济基本面，包括  $M_2$ 、通货膨胀率和汇率等变量。

根据股债回报率间相关系数衡量方法的不同，又可以分为已实现相关系数估计法、DCC 动态条件相关系数估计法、Copula 尾部相关系数估计法及其他估计方法。

#### (1) 已实现相关系数估计

在计算股债回报率相关系数时，少数文献采用了已实现相关系数的计算方法，如公式 (2) 所示：

$$Corr_t = \frac{E[R_t^E - E(R_t^E)] \cdot [R_t^B - E(R_t^B)]}{\sqrt{E[R_t^E - E(R_t^E)]^2 \cdot E[R_t^B - E(R_t^B)]^2}} \quad (2)$$

其中， $R_t^E$  和  $R_t^B$  分别代表股、债市场的回报率。

李湛和唐晋荣 (2017) 对国债及信用债市场指数与上证综指之间的已实现相关系数进行分析表明，中国股市和债市的长期相关性不高且存在时变特征；进一步采用事件研究法发现，在股市大幅波动时期，股债“跷跷板效应”导致股票和债券的负相关性更为明显。Hsu, et al. (2020) 采用标普 500 指数和 10 年期国债期货日回报率数据计算两者间的已实现相关系数，并分别用隐含波动率指数 VIX 和代表性金融机构股价波动率关联指数来衡量股市不确定性。前者发现 VIX 指数的增加进一步降低了股债回报率间的负相关系数，后者则发现股市不确定性对股债间的相关关系具有非线性影响。



表 1 股债回报率间动态条件相关系数的影响因素

影响因素	代表性文献	解释变量	主要结论
政策不确定性	Li, et al., 2015 ; Fang, et al., 2017	经济政策不确定性	经济政策不确定性的增加可能会促使风险厌恶投资者抛售风险股票来购买低风险债券, 从而造成股票回报率下降而债券回报率上升; 但经济政策不确定性下降时的影响效应则较为复杂
	Gokmenoglu & Hadood, 2020	货币政策不确定性	货币政策不确定性的上升会增强股、债市场回报间的负相关关系
	Chiang, 2020	财政政策不确定性	财政政策不确定性的上升会增强股、债市场回报间的负相关关系
经济危机冲击	张俊和张国富, 2017 ; Park, et al., 2019	引发危机的风险起源	在发达经济体的危机期间, 国内资产间避险行为的存在使得股票回报率下降而债券回报率上升; 在新兴经济体中, 不同危机期间股债相关系数的变化方向取决于引发危机的风险来源
宏观经济因素	Perras & Wagner, 2020 ; Allard, et al., 2020	通货膨胀冲击	通胀水平增加对于股债间条件相关系数的影响方向, 取决于预期通胀水平的高低
股市不确定性	Chiang, 2020 ; Park, et al., 2019	隐含波动率指数 VIX	股票市场隐含波动率的上升会增强股、债市场回报间的负相关关系
债券市场风险	Sarwar, 2023	10 年期国债期权价格	债券市场风险的上升会增加股、债市场回报率间的正相关性
市场流动性	Baele, et al., 2010	股、债市场的流动性	股、债市场流动性对股债间条件相关系数的影响方向, 取决于流动性冲击的传播方式

## (2) 动态条件相关系数估计

多数文献借鉴了 Engle (2002) 所提出的动态条件方差 GARCH 模型来计算股债间的动态条件相关系数, 并将其作为被解释变量, 引入政策不确定性因素、金融市场不确定因素、宏观经济变量等作为解释变量来建立模型, 考察股债条件相关系数的时变性。但较多的研究仍基于指数层面, 代表性的文献如表 1 所示。

## (3) Copula 尾部相关系数估计

尽管 DCC-GARCH 模型在股债关系研

究中的应用十分广泛, 但其主要反映了相关系数时间序列的整体特征, 为此一些学者采用 Copula 函数对股债回报率的边缘分布和联合分布分别进行研究, 既可以刻画股债市场间的整体关联结构, 又可以衡量尾部相关性, 从而度量股债相关关系的动态结构变化。<sup>①</sup>

在国内, 史永东等 (2013) 利用股票市场和债券市场的指数数据, 采用 Copula 模型估计了股债市场指数间的整体和尾部相关系数, 实证表明股票市场与银行间债

<sup>①</sup> 在国外, Jammazi, et al. (2015) 基于 DCC-GARCH-Copula 模型, 考察 16 个发达国家 1993 年 1 月至 2013 年 4 月各国股票市场和 10 年期国债市场间的关联结构, 结果发现各国股票和债券的相关系数在市场上行和市场下行的不同阶段没有表现出明显的非对称性, 且在极端状况下也没有呈现强烈的尾部相关。Liu, et al. (2019) 利用 VEC-Copula 模型考察了美国标普 500 指数和 10 年期国债期、现货市场指数间的尾部相关关系; 并进一步证实美国次贷危机和金融危机事件后, 股票市场与债券期、现货市场间的负相关关系显著增加。

券市场整体上存在“跷跷板”效应，且债券期限越长，“跷跷板”效应越显著；但尾部相关性却渐进独立。龚玉婷等（2016）选取 Copula-Midas 模型来考察低频月度因素（宏观基本面、市场不确定性）和高频日度因素（股债市场流动性）对股票和债券市场相关性的影响。结果发现，股市流动性的增加会使两市场回报更加趋于负相关；而通货膨胀率和利率不确定性的增加，以及货币政策的收紧会导致股票和债券市场同时陷入低迷，两市场回报间的正相关性变高；此外市场不确定的增加和实体经济的波动会使投资者为了规避风险，退出风险较大的股票市场，转向较为安全的债券市场，进而增大两市场回报间的负相关性。进一步研究表明，股债间相关关系变化的根本原因在于宏观层面的基本面因素和市场不确定性因素的变动，而微观层面的流动性因素只会在股债市场暴涨或暴跌阶段才会短暂地影响两市场的价格变动。

#### （4）其他估计方法

还有一些文献利用其他方法基于指数序列计算相关系数，如 Lin, et al. (2018) 选取股指收益和 10 年期国债回报率，采用连续小波分析法计算 1988—2014 年不同频率下的股债相关系数，并检验时变相关系数是否与基本经济因素变动和金融市场不确定性有关。实证结果表明，股债间的短期和长期相关系数具有时变性，短期利率和期限斜率的增加会促使股债回报率的同时同向变动，从而增加两市场间的正相关性；而股市波动率的增加会促使投资者将资金

由股票市场转移至债券市场，从而增强两市场间的负相关关系。类似地，Alrababa'a, et al. (2021) 也基于小波分析法计算了 25 个国家在不同频率下的股债相关系数，对比显示，发达市场的短期股债相关性通常为负而长期为正，但新兴市场国家的股债相关性始终为正，表明发达国家的股债市场间的“避险效应”更为显著。Sakemoto (2018) 基于多国的股票和债券月度指数数据，运用动态分层因子模型，分别估计发达经济体和新兴经济体中股债、股股、债债市场间的相关关系。实证研究发现股票市场不确定性增加时，由于跨市场套利需求的增加，两市场回报会更趋于负相关。Campbell, et al. (2020) 通过计算股债市场收益间的卡尔曼滤波滚动相关系数，来考察宏观经济变化对股债相关性的影响。Cieslak & Pang (2021) 则利用符号约束向量自回归模型 (Sign-Restricted VAR) 识别投资者对央行货币政策及关键宏观变量公告的反应，进而对股债市场联动的影响效应。

在股债回报率间相关系数及其影响因素的国内外研究中，诸多学者运用不同的估计方法计算得到两市场间的相关系数并验证了其时变性，但大多数文献是基于宏观层面的市场指数或投资组合回报率数据，缺乏对公司层面股债相关系数的探讨。由于公司层面研究可以将发行主体特征因子纳入股债关系的预测框架中，因而其估计精确度更高，更有利于投资者在市场波动时期作出更优化的组合投资决策。



## 2. 股票回报率与债券回报率的领先-滞后关系

近年来, 随着股债回报率间相关性研究的深入, 特别是在个体公司层面的扩展, 越来越多文献发现, 由于股市与债市对于公司信息变动的反应速度不同, 股票回报率与债券回报率间不只存在简单的相关关系或联动关系, 而是呈现领先-滞后的预测效应。根据股票和债券回报率间领先-滞后方向的不同, 可将该类文献大致分为两类: 股票回报率与债券回报率间存在单向领先-滞后关系和双向交互关系; 进一步, 对于有关单向领先-滞后关系的文献, 根据领先-滞后方向的不同, 又可细分为股票回报率领先于债券回报率和债券回报率领先于股票回报率两类。

关于股票回报率领先于债券回报率的研究, 采用的模型形式可简单表示如下:

$$R_{i,t}^B = \alpha + \beta_0 \cdot R_{i,t}^E + \sum_{p=1} \beta_p \cdot R_{i,t-p}^E + X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,  $R_{i,t}^E$  和  $R_{i,t}^B$  分别代表  $t$  期公司  $i$  的股票和债券回报率;  $R_{i,t-p}^E$  代表  $t-p$  期股

票回报率,  $p$  代表滞后期限;  $X_{i,t}$  代表其他控制变量, 主要包括公司特征、股票特征和债券特征变量等。

关于债券回报率领先于股票回报率的研究, 实证模型表示如下:

$$R_{i,t}^E = \alpha + \beta_0 \cdot R_{i,t}^B + \sum_{p=1} \beta_p \cdot R_{i,t-p}^B + X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,  $R_{i,t}^E$  和  $R_{i,t}^B$  分别代表  $t$  期公司  $i$  的股票和债券回报率;  $R_{i,t-p}^B$  为  $t-p$  期债券回报率,  $p$  代表滞后期限。

还有一些文献利用模型 (3) 和 (4), 或者直接利用 VAR 模型考察了股票回报率和债券回报率间的双向交互关系, 且大部分文献均基于指数或投资组合数据, 具体的 VAR 模型形式如下:

$$\begin{pmatrix} R^E \\ R^B \end{pmatrix}_t = A_0 + \sum_{p=1} A_p \cdot \begin{pmatrix} R^E \\ R^B \end{pmatrix}_{t-p} + \Phi \cdot X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,  $(R^E, R^B)'_t$  代表  $t$  期的股、债回报率向量;  $(R^E, R^B)'_{t-p}$  代表  $t-p$  期的股、债回报率向量,  $p$  代表滞后阶数;  $X_t$  代表其他外生因素, 包括利率、汇率和通货膨胀率等宏观经济变量。

表 2 股票回报率与债券回报率间的领先-滞后关系研究

文献分类	代表性文献	主要结论
股票回报率领先于债券回报率	Chordia, et al., 2017 Haesen, et al., 2017	同一家公司的股票历史回报率与债券未来回报率呈正相关
	Lee, et al., 2020	同一家公司的股票历史回报率与债券未来回报率变动呈负相关
债券回报率领先于股票回报率	Dor&Xu, 2015	债券价格中包含未完全反映在股票价格中的信息
股债回报率间的双向交互关系	Zakamulin & Hunnes, 2021	债券历史回报率与股票未来回报率呈正相关, 反之不成立
	Pitkääjärvi, et al., 2020 ; 朱芳草和程昊, 2020	债券历史回报率与股票未来回报率呈正相关, 而股票历史回报率与债券未来回报率呈负相关
	陈创练等, 2017	债券历史回报率与股票未来回报率呈负相关, 而股票历史回报率对债券未来回报率的影响方向不确定

上述研究的代表性文献如表2所示。在股债回报率间领先-滞后关系的现有研究中,国内外学者基于市场整体层面和企业个体层面,考察了股债回报率间的单向领先-滞后关系及双向交互关系,但其并未考虑到股债价格变动方向的不同可能会对另一证券的回报产生非对称效应,并且随着滞后期的延长,股债回报率间领先滞后关系的显著性和影响程度也会存在差异。

### 三、股票市场与债券市场间的信息溢出效应

股债市场的互联互通主要体现在市场间信息的流动性,某一市场内反映企业风险特征的各类信息不仅对自身证券定价产生影响,对其他市场证券的定价也会存在溢出效应。因此,与上述基于股债回报率数据直接考察股市与债市关系的研究不同,还有大量文献从信息溢出的角度,考察股债市场间的信息溢出对资产定价的影响。

#### 1. 股票市场对债券市场的信息溢出

一些文献将股票市场因素纳入到债券定价方程中,具体模型如下:

$$R_{i,t}^B = \alpha + \beta_1 \cdot X_{i,t}^E + \beta_2 \cdot X_{i,t-1}^E + \beta_3 \cdot X_{i,t}^B + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中,  $X_{i,t}^B$  代表债券其他特征变量;  $X_{i,t}^E$  和  $X_{i,t-1}^E$  分别代表影响债券定价的当期和滞后一期的股票特征变量,例如包括股权质押、股票流动性、股票波动率及股市投资者情绪等。

现有研究发现股权质押会加大控股股东与其他股东之间的利益冲突,降低企业价值并增加违约风险,由此带来的不

确定性会提高债券投资者的风险补偿要求。张雪莹和王聪聪(2020)研究了股权质押对新发行债券定价的影响,均发现控股股东股权质押会导致更高的债券发行利差,并且这一效应在控股股东持股比例较低及股价崩盘风险较高的上市企业中尤为显著。

股票市场流动性降低会提高股票交易成本,降低股权价值,导致股东承受损失,从而使得债券违约溢价升高(Huang, et al., 2015)。王茵田和文志瑛(2016)研究股票市场流动性风险对债券定价影响,发现股票跨市场流动性风险对公司债和企业债具有显著影响,当股票市场流动性下降时,公司债和企业债的即期回报率和到期收益率会增加。Chung, et al. (2019)基于1994—2016年公司层面的股债数据研究发现,同一家公司的股票波动率水平与债券未来回报率呈负相关,且相关程度随债券评级的下降而增加。

Chen(2020)指出股市投资者情绪通过两个渠道影响债券定价。首先,在投资者情绪高涨时,高估的股权可能导致企业过度投资,导致违约风险增加,从而对债券定价产生持续负面影响,因而在过度投资渠道下,股票投资者情绪对债券当期回报率和未来回报率均存在显著负效应;其次,估值过高的股权吸引资本从债券市场流向股市,从而对债券定价造成下行压力,因而在资本流动渠道下,短期内股票投资者情绪对债券回报率有负向影响,但长期由于资本回流则转为正向影响。国内研究



中, 徐浩萍和杨国超(2013)发现股市投资者情绪越高涨, 非理性情绪的溢出与理性的避险行为会导致投资者对债券需求的增加和债券融资成本的下降, 从而使债券发行利差降低; 而且这一影响对于信用评级高、经营绩效好、政府控股及含股权选择的债券更为显著。基于相同的传导机制, 李永等(2018)选取2013—2015年公司债面板数据, 研究发现股市投资者情绪与债券信用利差呈负相关, 同时该负效应在杠杆率高、信用评级高的发债主体中更显著。

## 2. 债券市场对股票市场的信息溢出

类似地, 一些文献将债券市场因素纳入到股票定价方程中, 具体模型如下:

$$R_{i,t}^E = \alpha + \beta_1 \cdot X_{i,t}^B + \beta_2 \cdot X_{i,t-1}^B + \beta_3 \cdot X_{i,t}^E + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中,  $X_{i,t}^E$  代表股票其他特征变量,  $X_{i,t}^B$  和  $X_{i,t-1}^B$  分别代表影响股票定价的当期和滞后一期的债券特征变量, 主要包括债券信用评级、债券流动性、债券契约等。

### (1) 债券信用评级对股票定价的影响

债券信用评级蕴含了企业的基本经营信息, 客观反映了企业信用风险状况, 对债券定价具有显著的影响, 但这种信息是否被股票市场的投资者所关注, 进而对债券定价产生影响? 国外的一些学者, 如 Hu, et al. (2016)、Chodnicka-Jaworska (2018)、Xie, et al. (2019) 分别基于 G7 各国、中东欧和巴基斯坦等国家或地区数据为样本进行的研究发现, 债券信用评级变更对股票价格有显著影响, 债券信用评级下调对股价的影响更大。另外, 银行类

公司股价受债券评级变动的的影响程度大于非银行类公司; 高集中度和高杠杆率行业的公司股价受债券评级下降影响程度更大。Marandola & Mossucca (2021) 发现安然公司财务造假事件降低了债券评级机构的信誉, 导致债券评级变更对股价的影响效应减弱。基于国内市场数据, 耿得科(2018)的研究显示, 企业主体评级和债券评级的非负面表现均对股票的累计异常回报率有显著正影响, 并且对民企的影响要大于国企。林晚发和陈晓雨(2018)的研究则表明, 信用评级下调对股价有显著负影响, 但评级上调对股价影响则不显著。造成这一现象的原因可能是中国信用评级存在严重的虚高现象, 信用评级下调确实反映了债券更大的违约风险及企业基本面的恶化, 而评级上调则被股票投资者认为是虚假的。林晚发等(2020)发现发债主体信用评级能显著提高分析师预测精度、降低分析师预测分歧度与乐观偏差, 且这种效应在信息不对称程度高、低能力分析师跟踪的企业以及外资参股的评级机构中更加显著, 这说明信用评级向股票分析师提供了新的信息, 改善了股票市场的信息环境, 从而对股票定价产生影响。

### (2) 债券流动性对股票价格的影响

近年来, 对流动性在不同资产间溢出效应的研究有所增加, 但却鲜有文献关注债券流动性对股票定价的影响。一方面, 债券流动性的改善可以通过降低融资成本和提高盈利能力来对股票回报率产生正向影响。Anderson (2017) 将 TRACE (Trade

Reporting and Compliance Engine) 的实施作为对债券流动性的外生正向冲击,发现在首次实施 TRACE 的企业中,股票平均累计异常回报率达 2.2%,表明股票回报率的正向变动与债券流动性的改善显著相关。另一方面,债券流动性的改善也可能股票价格产生负向影响。Green (2007) 指出债券流动性的改善提高了市场透明度,进而降低了债券交易成本,但同时也减少了交易商从二级市场获得的租金,因此交易商们会在一级市场串通,将成本转嫁给发行人,从而对相同主体发行的股票回报产生负向影响。

### (3) 债券契约对股票价格的影响

债券契约会影响公司价值,契约在保护债权人的同时会限制公司的投资行为,使得管理层无法投资高风险高收益项目,从而导致公司股票回报率降低。例如,Helwege, et al. (2017) 发现债券契约约束力弱的公司更有投资高风险项目的可能,其股票回报率也更高,而且这一现象在代理问题严重的公司中更为显著;相反,严格的债券契约条款会减少公司运营的灵活性并增加机会成本,从而对公司股票的预期回报率产生负向影响。

## 四、总结与展望

通过对国内外关于股票市场和债券市场关系最新文献的梳理分析,我们可以发现:股债市场关系的衡量角度复杂多样。一些文献基于股债回报率数据计算相关系数作为被解释变量,以考察事件冲击或外

生因素对股债关系的影响;也有一些学者基于多因子模型或 VAR 模型,考察股债市场间的领先-滞后关系;还有不少文献考察股债市场的其他信息对证券定价的影响,以展现股债市场间的信息溢出效应。截至目前,国内外文献对于解释股债关系的因素仍旧没有定论。随着资本市场的发展,影响股债关系的变量越来越多,在研究过程中若无法控制所有干扰因素,在解读结论时则更需要谨慎全面。随着我国多层次资本市场体系的完善和发展,未来关于股债市场关系的研究可以从以下方面进一步扩展和深入。

第一,从公司基本面角度探讨股债价格联动关系。随着中国债券市场的不断壮大和成熟,债券市场的交易将越来越频繁,债券价格对外界变量也将越来越敏感。这些外界变量不但包括宏观层面的市场指数、货币政策等,更多是公司基本面变化带来的各种冲击。现有文献中,仅 Demirovic, et al. (2017) 考察了公司信用风险对同一主体发行的股债相关系数的影响,而对其他公司特征(例如公司资产价值及其波动率、财务报表信息、年报风险信息、行业分类等)与相关系数间的具体关系均未探讨。因此,关于股债回报率间相关系数及其影响因素,可以考虑从公司基本面展开进一步研究。

第二,股债市场间的信息溢出将成为股债关系研究中的重要组成部分。近年来,随着利率的逐步市场化,我国债券市场刚性兑付预期被打破,违约事件集中爆发,



股债市场间的信息交互与风险溢出更加紧密,但目前对于债券违约信息向股票市场溢出的研究却较为缺乏。未来研究可以重点关注债券违约信息对同一主体发行的、同一行业内其他主体发行的股票价格的影响。另外,为防范违约风险并向投资者给予示警,评级机构往往会在公司债券违约可能性增大时公告一系列的负面事件,例如调低信用评级、推迟评级、列入评级观察名单、评级展望为负、调低担保人评级等等。尽管目前已有较多的研究发现信用评级下调会导致股价下跌,但据统计大多数其他类型的债券负面事件都是早于信用评级调低发生的,那么各种类型债券负面事件的发生对股价是否具有显著影响?

第三,进一步深入研究我国股债市场

风险对冲机制在实践中的应用。近年来,我国许多商业银行开始发行固定收益增强型(即所谓“固收+”)理财产品,其本质是以风险较低的债券等固定收益类资产为底仓构建基础收益,并配置部分股票等风险资产以增厚收益。发行时以其风险较低且收益较高吸引了大量投资者。但近期股市的不佳表现反而拖累了债市的收益,导致“固收+”理财产品的实现收益不够理想,甚至给投资者带来损失。未来可在股债市场联动效应理论研究的基础上,进一步探讨如何利用股债市场的相关性,设计风险对冲策略,提高产品的风险控制能力,实现资产保值增值的目标。[N](#)

学术编辑: 陈俊君

#### 参考文献

- [1] 陈创练,张年华,黄楚光.外汇市场、债券市场与股票市场动态关系研究[J].国际金融研究,2017(12).
- [2] 耿得科.信用评级调整对上市公司股票价格异质性的影响[J].财经问题研究,2018(5).
- [3] 龚玉婷,陈强,郑旭.谁真正影响了股票和债券市场的相关性?——基于混频Copula模型的视角[J].经济学(季刊),2016(15).
- [4] 李永,王亚琳,邓伟伟.投资者情绪、异质性与公司债券信用利差[J].财贸研究,2018(29).
- [5] 李湛,唐晋荣.股市异常波动下的股债联动关系——基于事件研究法的分析[J].证券市场导报,2017(12).
- [6] 林晚发,陈晓雨.信用评级调整有信息含量吗?——基于中国资本市场的证据[J].证券市场导报,2018(7).
- [7] 林晚发,赵仲匡,刘颖斐,等.债券市场的评级信息能改善股票市场信息环境吗?——来自分析师预测的证据[J].金融研究,2020(4).
- [8] 史永东,丁伟,袁绍锋.市场互联、风险溢出与金融稳定——基于股票市场与债券市场溢出效应分析的视角[J].金融研究,2013(3).
- [9] 王茵田,文志瑛.我国流动性风险对债券定价的影响[J].投资研究,2016(35).
- [10] 徐浩萍,杨国超.股票市场投资者情绪的跨市场效应——对债券融资成本影响的研究[J].财经研究,2013(39).
- [11] 张俊,张国富.中国股票市场与债券市场间的安全投资转移现象的实证研究[C].南京:中国优选法统筹法与经济数学研究会,2017(7).
- [12] 张雪莹,王聪聪.控股股东股权质押会影响上市公司发债融资成本吗?[J].证券市场导报,2020(6).
- [13] 朱芳草,程昊.我国股债联动关系的内在机理分析与实证研究[J].金融市场研究,2020(4).
- [14] Allard A F, Iania L, Smedts K. Stock-bond return correlations: Moving away from "one-frequency-fits-all" by extending the DCC-MIDAS approach[J]. International Review of Financial Analysis, 2020(71).

- [15] Alrababa'a A R, Alomari M, McMillan D. Multiscale stock-bond correlation: Implications for risk management[J]. *Research in International Business and Finance*, 2021, 58.
- [16] Anderson M. A causal link between bond liquidity and stock returns[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2017(44).
- [17] Baele L, Bekaert G, Inghelbrecht K. The determinants of stock and bond return comovements[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(6).
- [18] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016(131).
- [19] Campbell J Y, Pflueger C, Viceira L M. Macroeconomic drivers of bond and equity risks[J]. *Journal of Political Economy*, 2020, 128(8).
- [20] Chen W. Equity investor sentiment and bond market reaction: Test of overinvestment and capital flow hypotheses[J]. *Journal of Financial Markets*, 2020.
- [21] Chiang T C, Li J, Yang S Y. Dynamic stock-bond return correlations and financial market uncertainty[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2015(45).
- [22] Chiang T C. Risk and Policy Uncertainty on Stock-Bond Return Correlations: Evidence from the US Markets[J]. *Risks*, 2020(8).
- [23] Chodnicka-Jaworska P. Sensitivity of the Central and Eastern European Stock Market to Credit Rating Changes[J]. *Problemy Zarządzania*, 2018(16).
- [24] Chordia T, Goyal A, Nozowa Y, et al. Are capital market anomalies common to equity and corporate bond markets? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017(52).
- [25] Chung K H, Wang J, Wu C. Volatility and the cross-section of corporate bond returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019(133).
- [26] Cieslak A, Pang H. Common shocks in stocks and bonds[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 142(2): 880-904.
- [27] Demirovic A, Guermat C, Tucker J. The relationship between equity and bond returns: An empirical investigation[J]. *Journal of Financial Markets*, 2017(35).
- [28] Dor A B, Xu Z. Should equity investors care about corporate bond prices? Using bond prices to construct equity momentum strategies[J]. *The Journal of Portfolio Management*, 2015(41).
- [29] Engle R. Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models[J]. *Journal of Business and Economic Statistics*, 2002(20).
- [30] Fang L, Yu H, Li L. The effect of economic policy uncertainty on the long-term correlation between US stock and bond markets[J]. *Economic Modelling*, 2017(66).
- [31] Gokmenoglu K K, Hadood A A. Impact of US unconventional monetary policy on dynamic stock-bond correlations: Portfolio rebalancing and signalling channel effects[J]. *Finance Research Letters*, 2020(33).
- [32] Green R C. Presidential address: Issuers, underwriter syndicates, and aftermarket transparency[J]. *The Journal of Finance*, 2007(62).
- [33] Greenwood R, Hanson S G, Liao G Y. Asset price dynamics in partially segmented markets[J]. *The Review of Financial Studies*, 2018(31).
- [34] Haesen D, Houweling P, van Zundert J. Momentum spillover from stocks to corporate bonds[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2017(79).
- [35] Helwege J, Huang J Z, Wang Y. Debt covenants and cross-sectional equity returns[J]. *Management Science*, 2017(63).
- [36] Hong G, Kim Y, Lee B S. Correlations between stock returns and bond returns: income and substitution effects[J]. *Quantitative Finance*, 2014(14).
- [37] Hsu C H, Lee H C, Lien D. Stock market uncertainty, volatility connectedness of financial institutions, and stock-bond return correlations[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2020(70).
- [38] Hu H, Kaspereit T, Prokop J. The information content of issuer rating changes: Evidence for the G7 stock



- markets[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2016(47).
- [39] Huang H H, Huang H Y, Oxman J J. Stock liquidity and corporate bond yield spreads: Theory and evidence[J]. *Journal of Financial Research*, 2015(38).
- [40] Jammazi R, Tiwari A K, Ferrer R, et al. Time-varying dependence between stock and government bond returns: International evidence with dynamic copulas[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2015(33).
- [41] Kwan S H. Firm-specific information and the correlation between individual stocks and bonds[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996(40).
- [42] Lee M I, Meyer-Brauns P, Rizova S, et al. The Cross-Section of Global Corporate Bond Returns[J]. Available at SSRN 3531279, 2022.
- [43] Li X M, Zhang B, Gao R. Economic policy uncertainty shocks and stock–bond correlations: Evidence from the US market[J]. *Economics Letters*, 2015(132).
- [44] Lin F L, Yang S Y, Marsh T, et al. Stock and bond return relations and stock market uncertainty: Evidence from wavelet analysis[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2018(55).
- [45] Liu H H, Wang T K, Li W. Dynamical Volatility and Correlation among US Stock and Treasury Bond Cash and Futures Markets in Presence of Financial Crisis: A Copula Approach[J]. *Research in International Business and Finance*, 2019(48).
- [46] Marandola G, Mossucca R. When did the stock market start to react less to downgrades by Moody's, S&P and Fitch? [J]. *SN Business & Economics*, 2021(1).
- [47] Park K, Fang Z, Ha Y H. Stock and bond returns correlation in Korea: Local versus global risk during crisis periods[J]. *Journal of Asian Economics*, 2019(65).
- [48] Perras P, Wagner N. Pricing equity-bond covariance risk: Between flight-to-quality and fear-of-missing-out[J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2020(121).
- [49] Pitkääjärvi A, Suominen M, Vaittinen L. Cross-asset signals and time series momentum[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020(136).
- [50] Sakemoto R. Co-movement between equity and bond markets[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2018(53).
- [51] Sarwar G. The determinants of stock-bond return correlations[J]. *Journal of Financial Research*, 2023(4).
- [52] Xie Y, Yang J, Munir F. Overflow effect of credit rating announcements on stock exchange based on event study[J]. *Applied Economics Letters*, 2019(26).
- [53] Zakamulin V, Hunnes J A. Stock earnings and bond yields in the US 1871–2017: The story of a changing relationship[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2021, 79.

### A Review of Price Linkage and Information Spillover Between the Stock and Bond Markets

ZHANG Xueying<sup>1</sup> WANG Yulin<sup>1</sup> LI Peipei<sup>2</sup>

(1.School of Finance, Shandong University of Finance and Economics;

2.Department of Finance, Business School, Southern University of Science and Technology)

**Abstract** Exploring the price linkage and information spillover between the stock and bond markets is of great significance for regulators in preventing financial risks, ensuring that enterprises are able to optimize their financing methods and investors can allocate assets effectively. This paper reviews the latest domestic and foreign research on the price linkage relationship and information spillover between the stock and bond markets. It also discusses various aspects of potential future research, such as sample data and empirical content, in order to provide a reference for further studies of stock and bond market relationships.

**Keywords** Co-movement, Lead-Lag Effect, Information Spillover Effect

**JEL Classification** G11 G12 G14