



传奇投资家巴顿·比格斯 一致盛赞
著名经济学家加尔布雷斯

著名投资公司**GMO全球策略师钱塞勒**的经典之作

金融投机史

[英] 爱德华·钱塞勒 (Edward Chancellor) 著
姜文波 译

《财富》、《华尔街日报》、《经济学人》重磅推荐
《纽约时报》年度杰出图书



机械工业出版社
China Machine Press

Devil Take the Hindmost

A History of Financial Speculation

我认为，本书对投机和泡沫的研究极为深刻，每个投资者都应该细读。

——巴顿·比格斯
传奇投资家

作者以令人钦佩的研究和流畅的文笔展现了从古至今的投机疯狂。任何一个想要参与股市冒险或者正在这么做的人，都应该认真读读这本书。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷斯
著名经济学家

条理分明且文笔优美，详细叙述了金融领域的蠢行，给予了强烈的抨击和讽刺……钱塞勒非常准确地抓住了时代的氛围。

——《财富》

读起来令人愉快……钱塞勒先生很会讲故事。此外，他还有更深一层的用意，这使得本书不同于那些众所周知的经典。

——《华尔街日报》

本书叙述了17世纪以来的金融投机史，全面透彻而又生动有趣。

——《经济学人》

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com



华章网站 <http://www.hzbook.com>

网上购书：www.china-pub.com

上架指导：金融

ISBN 978-7-111-40431-6



9 787111 404316

定价：59.00元

金融投机史

Devil Take the Hindmost

A History of Financial Speculation

[英] 爱德华·钱塞勒 (Edward Chancellor) 著
姜文波 译



机械工业出版社
China Machine Press

Edward Chancellor. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation.

Copyright © 1999 by Edward Chancellor.

Chinese (Simplified Characters only) Trade Paperback Copyright © 2013 by China Machine Press.

This edition arranged with A Plume Book through Big Apple Tuttle-Mori Agency, Inc. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 A Plume Book 通过 Big Apple Tuttle-Mori Agency, Inc. 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2012-1682

图书在版编目（CIP）数据

金融投机史/（英）钱塞勒（Chancellor, E.）著；姜文波译. —北京：机械工业出版社，2012.12

（资本的游戏）

书名原文：Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation

ISBN 978-7-111-40431-6

I. 金… II. ①钱… ②姜… III. 金融—投机—经济史—世界 IV. F831.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 273299 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：蒋桂霞 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2013 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 22 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-40431-6

定价：59.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261；88361066

购书热线：（010）68326294；88379649；68995259

投稿热线：（010）88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com



献给安东尼娅（Antonia）

Devil Take **THE HINDMOST**

前 言

落后者遭殃

在我年轻时，人们说我是赌徒。随着我手中操作的资金的规模不断扩大，我成了人们口中的投机者。现在大家叫我银行家。事实上，我一直在做着同样的事情。

——欧内斯特·卡赛尔（Ernest Cassell），爱德华七世（Edward VII）的私人银行家

投机的话题从来没有像现在这样引人关注。外币危机，股市的泡沫和暴跌，金融衍生品的惨败，技术创新——在这些现代的金融和经济新闻背后，大多潜伏着投机者。美国每天有数百万个人投资者参与股票交易。在20世纪90年代，美国经济的成功很大程度上是投机基金流入股市的结果。这些资金使得新公司的上市和老公司的合并成为可能，同时刺激公司加大投资，让投资者也敢花掉他们从股市中获得的部分收益。就这样，一个繁荣的泡沫在我们眼前越吹越大，而它的稳定性自然是引起人们焦虑和担忧的原因之一。

投机是个争议很大的话题。很多政治家（其中有些身在亚洲）警告说，全球经济正在被投机者挟持为人质。在他们看来，投机者是受贪婪和恐惧驱使的寄生虫，制造了金融危机并从中牟利：他们是利己主义者，是欲望的奴

隶，狂喜和消沉交替的情绪表明他们缺乏理智。这些政治家认为，必须把这头野兽关进笼子，国家的财富方能安全。然而，以西方经济学家为主，另一些人则持完全不同的看法。他们认为，投机从根本上讲是种良性力量，是资本主义制度正常运转所不可或缺的。按照这种观点，投机者起着管道的作用，能让新的信息最终反映到价格上，不管那是最新通胀数字引起的结果，还是一场飓风对咖啡产量的影响。如果没有投机者，市场就会到处是瓶颈，经济危机会更加频繁。此外，像互联网等新技术，初期非常依赖于股市投机者的活动。这些经济学家认为，抑制投机会让资本主义失去活力。

“投机者”该如何定义

尽管已经引起了无休止的讨论，但投机仍然是个难以捉摸的概念。一直到18世纪后期，它才具有了经济含义，即便如此，它仍然是个不准确的术语。1774年5月1日，霍勒斯·沃尔浦尔（Horace Walpole）给身为下院议员和银行家的乔治·科尔布鲁克爵士（Sir George Colebrooke）写了一封信，说他是“投机的殉难者”——因为囤积纺织品染色用的明矾失败，科尔布鲁克破产了。¹两年后，在《国富论》（*The Wealth of Nations*）一书中，亚当·斯密（Adam Smith）提到了“有时通过所谓的投机交易实现的”暴富。然而，斯密所说的“投机商人”并不是金融炒家，而是企业家：

只不过，他的业务经营不是规律的、确定的或者人所熟知的。他今年是个谷物商人，明年可能就变成了茶叶商人。不管什么贸易，只要他预见到其中的回报很可能高于其他贸易时，他就会进入，而当回报下降到其他贸易的水平时，他就会退出。

对斯密来说，定义投机者的特征是随时准备追逐短期的获利机会：他的投资是流动的，而传统商人的投资或多或少是固定的。约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）继承了这一区分：他把“经营企业”描述为“预测资产在整个生命周期内的预期收益的活动”，相比之下，投机则被

他说成是“预测市场心理的活动”。

投机在传统上被定义为“从市场价格的变动中获利的企图”。因此，为了预期的资本收益而放弃经常性收入，这被认为是投机。投机是主动的，而投资通常是被动的。按照奥地利经济学家约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）的观点，“投机者与投资者之间的差别可以定义为是否存在‘交易’的意图，即是否打算从证券价格的波动中获利。”² 投机与投资之间的分界线太细了，以至于有人说投资失败就是投机，投机成功就是投资。幽默的华尔街人弗雷德·施韦德（Fred Schwed）宣称，想澄清投资与投机的差别，“这就像跟苦恼的青少年解释爱和激情是不同的两样东西。他意识到它们不一样，但它们的差别似乎不够明显，不足以消除他心中的困惑。”施韦德认为，可以根据首要目的来区分投资与投机：投资的首要目的是保护资金，而投机的首要目的是增加财富。如他所说：“投机是要让一点点钱变成一大笔钱，可能会失败。投资是防止一大笔钱变成一点点钱，应该会成功。”³

在区分投机与赌博时，人们也碰到了类似的定义问题。糟糕的投资也许是投机，而拙劣的投机往往被描述为赌博。因为在讨论一项商业提案时说出了“赌博”一词，美国金融家伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）曾被皮尔庞特·摩根（Pierpont Morgan）赶出了办公室。⁴ 后来巴鲁克回忆说，“没有任何风险，不带丝毫赌博性质，这样的投资根本不存在。”投机和赌博的心理特点几乎无法区分：两者都有上瘾的危险，都涉及对巨额财富的渴求，往往都伴随妄想行为，而且成败都取决于对情绪的控制。^⑤

渐渐地，投机对不同的人来说有了不同的含义，但它仍然保留了一些最初的哲学含义，也就是在没有可靠事实依据的情况下思考或推理。按照17 世纪的定义，投机者是“沉迷于玄妙的观察或研究的人”。金融投机者

⑤ 人们常说，投机需要控制好“贪婪”与“恐惧”。投机大鳄乔治·索罗斯（George Soros）认为，他之所以能取得非凡的成功，是因为他对自己的不可靠性有着深刻的认识。在1863年8月20日，受赌瘾折磨的费奥多尔·陀思妥耶夫斯基（Fyodor Dostoevsky）给妻子写了一封信，其中谈到轮盘赌赢钱的秘诀：“其实非常无聊而又简单，就是要在赌局的各个阶段不停地控制自己，防止自己变得兴奋。”

跟炼金术士仍有相似之处，因为他在不断地构想玄奥的理论，想把证券变成黄金，尽管通常成功的可能性微乎其微。^①投资者偶尔也会翻查占星图表，以提高他们的投资表现。时至今日，纽约仍然还有一个占星家基金会，其管理者许诺了“唾手可得的超高回报”。

在面对不确定性时，人们会求助于这样的方法。金融的不确定性被称为“风险”。经济学家区分赌博和投机的依据是：赌博涉及为了娱乐而故意制造新的风险，投机则涉及假定资本主义过程必然带有风险。^②换句话说，当赌徒在一匹马上下注时，他是在制造风险，而当投机者买入股票时，他仅仅是卷入了原有风险的转移。投机通常被认为比投资风险更大。证券分析师本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）宣称，投资需要一个“安全边际”，这样即使出现了意料之外的不利情况，本金的价值也能得以保全。投资者应该花时间进行调查，对潜在的回报做出评估，然后再投资。跟这样的投资相比，盲目或一时冲动的投资带有更大的投机性。格雷厄姆还补充说，借钱炒股永远都是投机行为。资本家面临着程度不同的风险，一个极端是审慎投资，另一个极端是不顾后果的赌博，投机则介于两者之间。

现代经济理论认为，市场是有效的。也就是说，股价会反映内在价值，而投机者只是一心想优化自身财富的理性经济主体。按照这种理论，投机的历史是单调乏味的。在有效市场的世界中没有动物情绪，没有群体直觉，没有贪婪或恐惧，没有跟风的投机者，也没有“非理性的”投机泡沫。然而在我看来，从古至今，投机者的活动要比经济学家描述过的任何东西都

① 参见乔治·索罗斯所写的《金融炼金术》（*The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*）。索罗斯坚持认为，“炼金术作为自然科学失败了，社会科学作为炼金术却有可能成功。”他的意思是，投机者的想法和行为确实可以改变市场条件。换句话说，投机者可以创造必定会实现的预言。

② 亨利·埃默里（Henry Emery）断言，“在赌博中，一方赢了多少，另一方必然就输了多少。在投机中则未必是这样……赌博是把钱押在人为制造的某个偶然事件的风险上，投机则是假定价值的变化必然带有经济风险”（*Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States*, New York, 1896, p. 188）。按照詹姆斯·格兰特（James Grant）的观点，“投机者与赌徒的主要区别在于，投机者承担的风险独立存在，不依赖于投机者承担风险的决定。”（*The Trouble with Prosperity*, New York, 1996, p. 222）。

更丰富，其动机更加多样，结果也更加不同寻常。我自己的看法更接近于查尔斯·麦基（Charles Mackay）。他是狄更斯的朋友，也是《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）^①一书的作者，他第一个成功地记述了郁金香狂热、密西西比和南海等泡沫事件。对麦基来说，投机狂热表明社会有偶尔屈服于幻觉和集体疯狂的倾向：“常言说得好，人总是扎堆思考，然后一起变得疯狂，但是要想恢复理智，却得一个一个地慢慢来。”

麦基对投机狂热的历史叙述仍然是绝无仅有的。尽管我觉得应该重新审视这个主题了，但我并没打算全面记述投机的历史——这样一项任务很可能需要一本啰唆的大部头，我恐怕永远也写不完最后那一页。相反，我重点关注的投机都发生在当时的经济强国，从17世纪的荷兰到20世纪80年代的日本，其间偶尔会谈及现今的投机。我认为，理解投机不能离开特定的社会背景，投机史不能是对经济事件的简单描述，在某种程度上，它必须也是社会史。政客对待投机的态度和行为尤其重要，因为管控市场的法律是由政府制定和实施的。有很多时候我们会发现，政客会为了自己的利益而刺激投机狂热。^②最重要的是，我希望本书保留了麦基的一些热情，以便读者能慢慢地认同他的评述：“投机的主题能够激发连小说家都渴望的兴趣……看到一群健全人挣脱理智的束缚，狂热地追逐一个金色的幻想，始终拒绝相信它不是真实的，直到它像一团鬼火一样，把他们带入泥淖——这样的情景会显得枯燥无味或者毫无启发吗？”^③

① 该书收录于机械工业出版社出版的《投机与骗局》一书中。

② 正如凯恩斯的导师阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）所写：“舆论和私德已经明确了一条准则，那就是如果一个政治家基于自己的政策来从事股票交易投机，那么他很快就会基于自己的投机来制定政策。”1720年的南海泡沫和20世纪80年代日本的“泡沫经济”就源于这样的行为。Cited by Marco Dardia and Mauro Gallegati, in “Alfred Marshall on Speculation”, *History of Political Economy*, XXIV, No. 3 (1992), p. 591.

③ *Ignis fatuus*, 磷火，鬼火，沼气燃烧发出的光，容易让走夜路的人误入险境；喻指让人误入歧途的幻想。

Devil Take **THE HINDMOST**

目 录

前言 落后者遭殃

第1章 泡沫化的世界

金融投机的起源 /1

第2章 创办时代

交易胡同的股票买卖 /26

第3章 南海计划

不可忘记，不可原谅 /52

第4章 傻瓜的金子

19世纪20年代的新兴市场 /86

第5章 黄金铁路

1845年的铁路狂热 /109

第6章 镀金时代的投机

欺骗、蛊惑和困扰 /137

第7章 新时代的终结

1929年的大崩盘及其后果 /173

第8章 牛仔资本主义

从布雷顿森林体系到垃圾债券大王

迈克尔·米尔肯 /212

第9章 神风资本主义

20世纪80年代日本的泡沫经济 /260

后记 无赖经济学家的案例 /301

注释 /321

参考文献 /336

致谢 /339

Devil Take **THE HINDMOST**

第 1 章

泡沫化的世界 金融投机的起源

当美梦欺骗了我们的惺忪睡眠，当黄金在铁铲下闪闪发光，我们贪婪地抚弄着战利品，兴奋地把玩着金银财宝，脸上汗水淋漓，内心深处却充满恐惧，生怕有人能猜透我们的心思，得知金子藏在何处；很快，当这些愚弄我们的快乐消散时，现实重回我们的面前，我们感到怅然若失，心中对过去那些虚幻之物充满了渴望和留恋……

摘自“仲裁者”佩特罗尼乌斯（Petronius Arbiter）所著的《萨蒂利孔》（*Satyrion*），约公元 50 年¹

人 类天生就喜欢交换东西和预测未来。这两种天性合在一起，就构成了金融投机行为。“人的一生就是一场投机，”19 世纪美国著名的交易师詹姆斯·基恩（James Keene）宣称，“投机精神是人类与生俱来的。”在人类的历史上，已知最早的投机案例要追溯到公元前 2 世纪共和国时期的古罗马。当时，罗马的金融体系已经具备了现代资本主义的很多特征：法

律允许财产的自由转让，市场因此得以繁荣；出现了计息借贷和换汇交易商；在整个罗马的版图之内，货款支付都可以通过银行家的汇票来实现。资金汇集于罗马，就像后来的阿姆斯特丹、伦敦和纽约一样。²信用的概念已经形成，船只以及其他财产的保险也初具雏形。罗马民众表现出了累积财富的热情，与之相伴的是毫无节制的炫耀、挥霍和赌博。

在拉丁语中，“投机者”原本是指“警惕危险”的岗哨。然而在古罗马，金融投机者被称为“财务官”（quaestor），意思是搜索者。投机者有时被集体称为“希腊佬”（Graeci）或希腊人。^①他们的聚集地点是卡斯托耳神庙（Temple of Castor）附近的广场，在那里，“一大群人交易包税制公司的股票和债券，以付现或赊账的方式买卖各种东西：货物，在意大利以及其他行省的农场和地产，在罗马以及别处的房屋和店铺，船只和仓库，奴隶和牲口。”^②在罗马喜剧作家普劳图斯（Plautus）的笔下，广场上到处是妓女、店主、放债人和有钱人。他明确地指出了两类令人讨厌的人：一类是“只会吹嘘的人”，另一类是“粗鲁、话多、恶毒的家伙，他们会放肆而又毫无理由地相互中伤”。³在他的描述中，我们可以找到后来股票市场中多头和空头的原型。

从收税到建造神庙，罗马政府把自身的很多职能外包给了资本家公会，也就是“公司”。像现代的股份公司一样，公会是独立于会员的法人实体，所有权分成了股份。他们也有行政管理人员，有公开的账目，偶尔召开股东大会。很多公会的规模相当大，雇佣着好几万名奴隶。股份分两种：一

① 这可能是因为其中有很多人具有希腊血统，尽管对罗马人来说，称某人是“希腊人”（尤其是“希腊佬”）也是一种羞辱。

② 俄罗斯古典历史学家米哈伊尔·罗斯托夫采夫（Mikhail Rostovtzeff）认为，古罗马的公共集会广场就是原始的股票市场，但他的这种看法受到了一些经济历史学家的质疑。为了支持自己的观点，罗斯托夫采夫引用了坎宁安（Cunningham）的《论西方文明》（*Essay on Western Civilization*）（New York, 1913, p. 164）：“有长方形廊柱大厅的广场相当于巨大的证券交易所，各种金融投机活动都在这里进行。”参见 Rostovtzeff, *The Social and Economic History of the Roman Empire*（Oxford, 1957），p. 31；Antonin Deloume, *Les Manieurs d'Argent a Rome*（Paris, 1892）。

种是大资本家持有的大额执行股权，另一种是小额股权。未登记小额股权的交易方式比较随意，类似于现代的场外交易。⁴公会建立了一个遍及罗马全境的信使系统，以便收集信息，使他们能够计算出合同竞标时应该出价多少以及经营中的公司值多少股份。

尽管没有反映股价的证据，也没有股市行为相关的描述，但我们的确知道，那时的股价有涨跌。被控受贿的罗马执政官瓦提尼乌斯（Vatinius）曾被问及：“你是不是在股价最高的时候向人勒索过股票？”⁵西塞罗（Cicero）曾提到过“最贵的股票”，并声称购买公开发售的股票就是赌博，谨慎的人避之不及。⁶公会的股票吸引的不仅仅是政治家和大资本家。希腊编年史家波利比奥斯描写了民众对股票的普遍兴趣：“在整个意大利，监察官为公共建筑的修建派发了数不清的外包合同，除了从通航的河流中收税之外，港口、园林、矿山、土地等，总之只要是罗马政府治下的事务，统统可以外包给承包商。所有这些活动都由国民来进行，可以说，几乎每个人都会跟这些合同以及它们带来的利益扯上关系。”⁷在描写罗马共和国的末期时，“仲裁者”佩特罗尼乌斯这样写道：“肮脏的高利贷和金钱操弄让普通民众陷入了双重漩涡，毁灭了他们……狂热已传遍全身，而麻烦就像种在肉体中的某种疾病一样，一直纠缠着他们。”⁸这或许描述了历史上的首次投机“狂热”，尽管没有很充分的证据来证明这一点。^①

当罗马进入帝国时期，资本家公会逐渐没落了，但是房地产、商品以及货币的投机仍在继续。^②在公元3世纪，罗马政府发行了不兑现的法定纸币（没有内在价值，其购买力完全取决于民众对政府的信任），货币危机从

① 卡里（Cary）和斯卡拉德（Scullard）写道：“我们可以把这次突发的金融投机狂热跟18世纪早期席卷英国的那次投机狂热（也就是1720年的南海泡沫）相比较。”（*A History of Rome*, London, 1975, p. 609, n. 7）

② 罗斯托夫采夫认为，帝国时期罗马的新财富大多通过投机获得。（*History of Rome*, p. 17）另一位历史学家杰罗姆·卡科皮诺（Jerome Carcopino）写道，在帝国时期，“努力工作仍然可以保证过得去的生活，但是要想获得巨大的财富，只能依靠帝王的恩泽或投机赌博……投机成了经济体系的生命线，生产日渐失势，重商主义无孔不入。”（*Daily Life*, p. 80）

此成了家常便饭。在卡里亚地区（Caria，今在土耳其境内）的美拉撒市，市议会投诉说由于有人囤积硬币，“社区的安宁以及整个城市的安全受到了威胁。这一小撮投机分子的恶行已经进入了我们的市场，严重影响了生活必需品的稳定供应，因此很多市民乃至整个社区都深受物资匮乏之苦。”⁹这是一首十足的现代挽歌。

近现代初期的金融投机

出于务实和务虚两方面的原因，中世纪欧洲的文化敌视金融投机。封建制度废除了很多罗马时期的金融交易，以实物支付取代了现金交易。圣托马斯·阿奎奈（St. Thomas Aquinas）宣称，“跟实际价值相比，卖得贵或买得便宜都是不公平和不合法的。”中世纪的经院学者遵从他的教诲，复活了亚里士多德倡导的“公平价格”的观念。高利贷也受到谴责。当时人们普遍认为，追逐利润不仅堕落，而且还会危及整个国家。圣奥古斯丁（St. Augustine）把过度贪财、贪权和贪色列为三大罪恶。在他所描述的“天国”里，没有投机者的容身之处。当饥荒来袭时，政府会介入供应粮食，而囤积居奇是违法的。这些对牟取暴利和投机的谴责，自古以来就能引起共鸣。当现代的政治家站出来谴责投机者的恶行时，他们无意中延续了中世纪经院学派修道士的偏见。

在中世纪晚些时候，意大利的一些城邦开始发行可买卖的政府证券。在威尼斯的里阿尔托岛，政府证券的交易从13世纪中期就开始了。投机似乎已经走上了正常的发展轨道：在1351年，威尼斯政府通过了一项法令，禁止散播谣言打压政府公债的价格；在1390年、1404年和1410年，都曾有人试图阻止政府发售延期债券（也就是国债期货）；威尼斯总督和公爵议会的成员也曾试图取缔“内幕交易”。在14世纪，佛罗伦萨、比萨、维罗纳和热那亚也相继出现了公债交易。意大利的这些城邦把征税外包给了一

些公司，其股本被分割成了可买卖的股票。这些早期的股份公司跟古罗马的公会惊人地相似。^⑨

北欧的定期交易会起源于古罗马的广场和酒神节。在交易会上，人们可以免受中世纪欧洲各国对贸易和金融的很多限制。它们实际上就是股票市场的雏形。在15世纪的莱比锡交易会上，人们可以买卖德国矿场的股票；大斋节过后，在巴黎附近的圣日耳曼交易会上，人们可以买卖市政公债、汇票和彩票。安特卫普在春秋两季各有一场交易会，而且一整年都允许自由贸易，因此被描述为“全年无休的交易会”。¹⁰在16世纪中期，安特卫普出现了第一家固定的交易所（*bourse*）——之所以叫“*bourse*”，是因为交易商都聚在邻近城市布鲁日（Bruges）的布尔西斯旅馆（*Hôtel des Bourses*）。

从16世纪中期开始，反映投机市场情形的详细证据多了起来。金融市场已经形成了信用的集体观念（所谓的“交易所意见”），债券价格开始反映对违约等未来事件的预期。在16世纪30年代，市场操纵出现了：佛罗伦萨加斯帕杜西组织了一个财团，带头打压里昂市场的价格（现在我们称之为“空头袭击”、“大量抛空”）。¹¹在16世纪50年代中期，安特卫普及里昂的市场上突然出现了追捧王室债券的投机狂热，直到法国国王亨利二世于1557年宣布暂缓偿债，这场狂热才戛然而止。^⑩

在个体层面上，我们发现安特卫普有位大宗商品交易商，名叫克里斯

⑨ 费尔南·布罗代尔（Fernand Braudel）坚称，“所有证据都表明地中海是股票市场的发源地。”对此我们可以更进一步：如果说地中海是股票市场的“发源地”，那么股票市场的父系出身就可以追溯到古罗马。参见 F. Braudel, *The Wheels of Commerce*, trans. Sian Reynolds (New York, 1982), p. 101; R. C. Mueller, *The Venetian Money Market* (Baltimore, 1997), pp. 517-19.

⑩ 鲁比斯（Rubys）的《里昂历史》（*Histoire de Lyons*）描述了公众对亨利二世在1555年的里昂复活节交易会上所发债券的狂热：“这些号称可以白拿的暴利有多大诱惑力，只有天知道。每个人都争着抢着去投钱，小职员拿出了他们的积蓄，妇女卖掉了她们的饰品，寡妇拿出了她们的养老金，大家都想分一杯羹。总之，人们就像去救火一样争先恐后。”该债券的年利息是16%，然后每季度要从中拿出1%捐给一个偿债基金。据说被吸引来的投资者有瑞典人、德国人甚至土耳其人。后来，该债券开始打八五折出售。考虑到16世纪帝王们靠不住的偿债信誉，这些事件可以看成是第一场“垃圾债券狂热”。（Ehrenberg, *Capital and Finance*, p. 303）