

债市无疆

**Bonds Without Borders**  
A History of the Eurobond Market

**债市无疆**  
离岸债券市场走过50年

克里斯·奥马利 (Chris O'Malley) [著]  
万泰雷 郭中宝 苏雪燕 孙红娟 [译]

- 一部金融市场国际化的简明历史,勾勒出一战后国际金融市场的风云变幻;
- 一幅债券市场全球化的画卷,描绘着债市如何顺应大势超越国界,形成全球化的离岸债券市场体系;
- 一本中国债市对外开放可以借鉴的教材,从历史中学习如何成为开放的金融大国。

WILEY

中国金融出版社

WILEY

# 债市无疆

离岸债券市场  
走过50年

 **Bonds**  
**Without Borders**  
A History of the Eurobond Market

克里斯·奥马利 (Chris O'Malley) [著]

万泰雷 郭中宝 苏雪燕 孙红娟 [译]

 中国金融出版社

责任编辑：张智慧 王雪珂

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

Title: Bonds without borders: a history of the Eurobond market by  
Chris O'Malley ISBN: 987 - 1 - 118 - 84388 - 8 (cloth)

Copyright © 2015 by Chris O'Malley

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons . No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

北京版权合同登记图字 01 - 2015 - 2445

《债市无疆》一书中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

#### 图书在版编目 (CIP) 数据

债市无疆 (Zhaishi Wujiang) —— 离岸债券市场: 走过 50 年 / [美] 克里斯·奥马利著; 万泰雷等译. — 北京: 中国金融出版社, 2016. 6  
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8399 - 2

I. ①债… II. ①克…②万… III. ①债券市场—研究

IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 026099 号

出版  
发行

**中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>  
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 24.5

字数 400 千

版次 2016 年 6 月第 1 版

印次 2016 年 6 月第 1 次印刷

定价 69.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8399 - 2/F. 7959

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

# 前 言

## ——离岸债券市场：走过 50 年

作为披头士乐队 (The Beatles) 的成员, 保罗 (Paul) 想出了一个主意——演唱爱情歌曲时, 不再按过去的方式机械地唱着“我爱你”, 而是改用第三人称唱“她爱你”, 再由乐队的其他成员用副歌回应“是的、是的、是的”。1963 年 7 月 1 日, 在写完了《她爱你》这首歌几天之后, 披头士乐队在伦敦的艾比路 (Abbey Road) 工作室录制了这首单曲并公开发行。一个月后这首歌迅速窜红, 一举拿下 1963 年的最畅销单曲, 并至今保持着披头士在英国的最畅销单曲记录。正是这个突破, 使披头士乐队成功走向世界。

当披头士在艾比路 2 号工作室里录制着单曲时, 五英里外的伦敦金融城格雷沙姆大街 (Gresham Street) 上, 一群资深国际银行家和律师们正在为意大利高速公路公司 (Autostrade) 签署一个国际债券的认购合同。这是针对国际投资者的一种全新融资模式。这一全新的离岸债券, 后来蜚声世界, 是国际金融市场上的一项重大历史性突破。

\* \* \*

离岸债券市场虽然已是全球最大的国际资本市场, 却拥有一个令人困惑的名字。离岸债券 (Eurobond)<sup>①</sup> 并不专指在欧洲发行

---

① 译者注: Eurobond 也被译为欧洲债券, 但为避免与本书后文谈及欧洲的债券相混淆, 本书将 Eurobond 全部译为离岸债券, 并在明显指代欧洲市场的地方译为欧洲离岸债券市场。

的债券，或是用欧元计价的债券（也并非指当前金融危机中欧元区政府有共同及连带责任的欧洲主权债券）。离岸债券定义的是一种债券类型，而不是债券的计价货币或债券发行人的所在地。

网络搜索结果所显示的离岸债券定义是“债券计价货币与发行人所在国货币不同”，虽然通俗易懂，但不够精确。这样的定义也可以用来描述外国债券。外国债券是指外国借款人在一国资本市场上对投资者发行的、以发行地国家货币计价的债券。例如，挪威王国在纽约发行的美元债券。为了方便记忆，各个外国债券市场都有昵称。比如，在美国市场上发行的外国债券叫“扬基债”（Yankee bond）；在日本国内市场上发行的外国债券叫“武士债”（Samurai bond）；在澳大利亚市场发行的外国债券则叫“袋鼠债”（Kangaroo bond）等等。外国债券要遵循发行国所在地的证券市场的规则与实践。

离岸债券是指用某种特定货币计价，在非发行人所在国的资本市场上发售给投资人的债券。发行这一债券的目标在于跨境分销，因此本书书名为《债市无疆》。离岸债券并不遵守某个特定国家市场的规则。现在这种跨境交易已有法律支持，免征投资者在任何国家的预提税。不过在早期，在国家税制建立起来之前，这种跨境的特征不大明显。

经过半个多世纪的发展，离岸债券市场已发展成全球最大的国际资本市场。截至 2013 年上半年，该市场上的债券余额已达 20 万亿美元。过去很多年，它以 20% 的复合增长率不断地发展壮大，在全球资本流动中起到了举足轻重的作用。事实上，它在欧洲市场非常成功，以至于取代了绝大多数欧洲国家的国内债券市场甚至外国债券市场。例如，到访的亚洲监管机构人员常惊讶地发现，在英国既没有一个本国公司债市场，也没有一个活跃的外国债券

(即“斗牛犬债券”)市场。这就是离岸债券市场的效率和深度所在——通过它，可以有机会实现全球分销，因此英国本土市场上的发行就显得多余了，所有的融资都通过离岸债券市场来进行。在绝大部分的欧洲国家中，都发生了和英国同样的故事。

离岸债券市场提供了范围不断扩大的工具、货币和创新产品结构。某些国家的境内资本市场可能会受限于货币和产品，但离岸债券市场的特征是创新、变革、灵活和开放。事实上，正是由于各个国家的境内市场效率低，才让离岸债券市场的特色得以彰显。本书描述了离岸债券市场在它前半个世纪里的发展、实践、挑战及创新。当然这是一个在不断发展的故事——创新、收获成功、超越、进一步发展，不断开拓新市场和新客户。现代债务资本市场的巨大规模、复杂性和相互依赖性超出了人们的想象，或许那些创始元老们曾有一个国际债务资本市场发展的蓝图。当今的市场参与者往往只关注这些复杂市场中很小的部分，他们的专长和对市场的理解也往往囿于某个领域。

时至今日，开拓离岸债券市场的那一代人早已退休。如今的金融从业者对全球市场的渊源知之甚少，许多人只知道处于金融危机中的市场。通过十余年对资本市场从业人士的培训，我发现今天的市场人士往往知道如何做事，但对“为什么需要这样做”却知者寥寥。例如，他们知道美国证券交易委员会144A规则的要求，却并不理解这条规则制定的目的和原因。因此，在离岸债券市场发展50周年这一时点，似乎是个停下来回顾一下这个市场发展的历史的好时机，并尝试回答一系列“为什么”。虽然本书是针对学生和新的市场参与者这一群体撰写的，但我仍希望有一些资历较深的、前市场人士来读读它，不管是出于兴趣或是怀旧。

\* \* \*

对离岸债券市场的历史进行阶段划分难免会有主观臆断。不过，在市场发展的过程中，存在着几个明晰的历史时期。从市场初创到 1984 年，是国际市场逐渐开放并放松管制的时期。此前的管制规则源于战后的保护主义主张。通过对汇兑的管制、限制性财政体制以及对外封闭的国内市场，各经济体可以隔绝于外部的经济压力。不过到了 1984 年，在欧洲的大部分国家，这些障碍已被清除。可以说，20 世纪 80 年代中期是现代国际证券市场史上最自由的、最无拘无束的时期。那时的证券市场上只有很少的监管者，而对投资者保护的关注仍未形成气候。

第二个明显的阶段是 1984 年到 1999 年，或者说直到欧元推出时。随着欧洲的市场逐步放开、对来自国外的竞争日愈开放，整饬市场行为规范以保护个体投资者利益的迫切性日益凸显。欧洲正逐步奠定单一市场的基础，政府和监管者则愈发关注市场的全球化发展和金融体系的完整性。《巴塞尔协议》是这种关注的早期产物之一，而 30 国集团在 1993 年发布的关于衍生品的报告则是进一步的信号。这些关注是非常合理的，因为随着资本日趋自由地在各国间流动，威胁到金融系统的市场危机持续发生。在某些时候，古老的保护主义重现魅力，比如，马来西亚为了应对 1998 年的亚洲金融危机对外关闭了资本账户。

1999 年欧洲单一货币的出台昭示着现代市场的新纪元，并让国际债券市场转变为主要以两种货币计价。随着传统货币的消失，货币交易变得多余，投资者将注意力集中在信用质量上。高利率维持了很长一段时间，在低名义利率的环境下信用债市场开始崛起。渴望高回报的投资者被高风险信用产品所吸引，并寻求投资

于能够提供更高杠杆收益的结构化衍生产品。虽然不是追求过度回报，但是对高收益的追求也不可避免地引发了危机，动摇全球金融体系根基；一开始表现为全球银行业危机，而后演进为困扰全球的主权债务危机。

市场监管呼之欲出。此前，离岸债券市场的发展超前于金融市场监管的发展，或者是选择性地忽视了金融监管。但如果不谈及监管问题，不讨论监管对离岸债券市场的现在和未来的深远影响，这本书也就毫无意义。所以，本书还将讨论欧洲以及美国市场监管发展过程中的那些里程碑事件。

\* \* \*

什么是历史？著名的历史教授 E·H·卡尔（E H Carr）在以“什么是历史”为名的一系列演讲中主张，“史实”仅仅是被历史学家们挑出来用来研究的。所呈现给我们的历史事实是历史学家们为我们挑选的，受这些历史学家个人的观点和经验所影响。本书亦是如此。虽然试图编录投资级债券市场过去五十年的发展，本书并不能呈现跨国债券市场的历史全貌。国际债券和货币市场上许多相关领域仅被顺带提及或根本没有提到：从商业票据到回购协议到逐渐崛起的市场、高收益或者伊斯兰债券。读者的阅读路径在一定程度上就是作者所开拓的路径，而本文关注的领域也反映了作者自己的兴趣偏好。

我本人能在金融行业谋得个职位在某种程度上是意外所得。在 20 世纪 70 年代早期，伦敦金融城主要被英国私立学校系统和牛津剑桥派的校友们所占据。我是曼彻斯特大学经济学本科毕业生。这个大学刚设置了一个具有先锋理念的“就业联系办公室”（Appointment Bureau），是帮助学生在毕业后寻找工作的特殊办公



室。这个“办公室”的核心服务是用计算机程序自动将本科生与他们所适合的公司匹配起来。我对工作兴趣不大，但不得不参与，并被就业办公室匹配到了一家叫做邓禄普（Dunlop）的轮胎和运动器械制造企业。我生长在伯明翰，福特、邓禄普是那里主要的雇主。显然，我对在家门口的工作毫无兴趣，后来也就没有参加“配对”的其他安排。尽管如此，我还是在大学即将结束的时候，被就业办公室召唤去汇报找工作的进展情况。当然，我什么都还没做。20世纪70年代的学生生活太过逍遥了，根本不会去想找工作这回事。

到了该去造访就业办公室的那天下午，我开始变得惊慌失措。然后，偶然地，在一个下午的电视节目上，我看到当时的财政大臣丹尼斯·赫利（Denis Healey）在一个会议上谈论抑制股票经纪人和投资银行家的过高薪金或对他们课以重税。就是它了！我兴奋地对我的女朋友说：“我不想去工作，但如果我必须去的话，我要挣大钱！”一个小时后，我就告诉就业办公室的管理员，我要去做股票经纪人或做投资银行，他显得有些吃惊。他对这类职业了解不多，但还是想起有一家这样的公司曾经与学校联系过。在一通搜索之后，他找到了股票经纪商菲利普斯和德鲁（Phillips and Drew）公司的详细信息，而且，正好这家股票经纪商第二天有一个针对毕业生的开放日。学校愿意支付旅费，于是第二天一早我就坐上火车去伦敦了。

1974年7月，我加入了菲利普斯和德鲁公司并开始研究地方政府债券。这市场非常活跃，菲利普斯和德鲁公司占绝对统治地位（不幸的是，1988年哈默·史密斯和福尔汉姆互换案的彻底失败，实际上关闭了这个市场）。命运带我走进了政府债券领域。然而，1977年7月，菲利普斯和德鲁公司决定进入迅速成长中的离

岸债券市场并且从达尔特 (Deltec) 公司挖到了菲利普·霍华德 (Philip Howard) 来组建该业务部门。我有幸成为了菲利普的助手, 这听起来比一辈子呆在国债部门有意思多了。

随着这个部门不断扩大, 新人日渐增加, 我成为合伙人的可能性却越来越渺茫。于是我跳槽到另外一家股票经纪公司萨沃米林 (Savory Milln), 并自己筹建了一个欧洲离岸债券部门。过了一段时间, 瑞士信贷分管贸易的主管布耐恩·贝里 (Brian Berry) 听闻了我在这家不起眼小公司的销售业绩, 把我推荐给了他的老板奥斯沃德·格鲁贝尔 (Oswald Gruebel)。在国际债券交易协会的威尼斯年会上, 格鲁贝尔先生请我做了瑞士信贷第一波士顿 (Credit Suisse First Boston, CSFB) 的销售总监。格鲁贝尔先生后来先后成为了两家主要的瑞士银行——瑞士信贷和瑞银集团的 CEO。

在汉斯-尤格·卢乐夫 (Hans - Joerg Rudloff) 先生的带领下, 当时的瑞士信贷第一波士顿迎来了黄金时期, 雄霸排行榜。不过, 它的工作环境竞争性和攻击性过强。三年后, 詹金宝 (Samuel Montagu) 找到了我, 我就来了这家英国投资银行。詹金宝是最早从事欧洲离岸债券业务的机构之一, 当时有来自瑞士信贷第一波士顿的大卫·波特 (David Potter) 加盟, 希望在欧洲离岸债券市场闯出一片天地。对我而言, 这家银行的另一层吸引力在于可以接触到刚刚开放的德国马克一级市场——詹金宝由米特兰银行 (Midland Bank) 部分控股, 而米特兰银行又控股一家私人银行 Trinkaus and Burkhardt, 这种关系打通了德国市场。

后来我成为詹金宝的全球债券销售主管, 管理着在伦敦、纽约、香港和东京的团队, 并担任该行的董事会董事 9 年。米特兰银行全面收购了詹金宝, 也因此成为英国境内第一家拥有投资银

行牌照的清算银行，更名为 Midland Montagu。

1980年米特兰银行收购了加利福尼亚克洛克国民银行，这是一场失败的交易，不久米特兰银行所积累的财富就被消耗殆尽。1987年，汇丰银行购买了米特兰银行15%的股份，到了1992年，汇丰控股有限公司对米特兰银行进行了全资收购。我向管理层提建议由我牵头成立一个新部门，覆盖中东、印度和非洲的资本市场。接下来的几年里这个部门的业务稳定发展，债券和贷款项目规模日益增长。1998年亚洲金融危机爆发，汇丰关闭了许多非核心市场业务，我的部门也未能幸免。

此后不久，汇丰的罗伯特·葛锐（Robert Gray）——他同时也是国际一级市场协会（International Primary Market Association）的主席——找到了我，希望我担任IPMA的顾问，负责会员事务和IT项目工作，特别是开发一个跨市场簿记建档系统——IPMA Match。IPMA的财政情况有些紧张，我就开发一个针对一级市场的培训课程——IPMA项目。2005年，当IPMA和ISMA合并成为国际资本市场协会（ICMA）时，我担任ICMA的高级顾问，IPMA项目则作为一级市场证书加入了ICMA行政教育系列课程。现在，我还在教授涵盖债券资本市场实务到欧洲市场监管内容的课程。这样的背景也让我在开始撰写本书时较为顺利。

至于本书前面的几章，我原本想去拜访那些知名的市场参与者，将他们的经历记录下来。对此我虽然做了一些访谈，但是用处不大，因为人们对于这50年的记忆显然是模糊的：同样的事，每个人讲述的版本都不一样，细节或数字也不尽相同。于是我采取了一种为更有效的策略——去搜集尽可能多的原始材料，记录时间离事件实际发生的时间越近越好，以使叙述尽可能精确。不过文献之间也常常存在信息差异，即使是像息票和债券发行的释

义这样简单的细节。另外,《欧洲货币》、《欧元周刊》和《国际金融评论》这三本杂志的文章对本书的写作有非常大的帮助。本书的遗漏和差错都由我本人负责。

如果没有国际资本市场协会的大力协助,我无法完成本书的写作,他们向我开放了ICMA的内部档案和出版物,在此感谢他们的大力支持。

我还要感谢《欧洲货币》出版社出版的旗舰版杂志《欧洲货币》和《欧元周刊》(现在已经改名为《全球资本》),以及汤森路透社的《国际金融评论》,它们记录了自20世纪70年代以来欧洲离岸债券市场发展的点点滴滴。这些都是欧洲市场最原始的资料,被广泛引用。

还要特别感谢斯坦尼斯拉斯·亚苏克维奇(Stanilas Yassukovich)和罗伯特·葛锐拨冗校阅,并感谢汉斯-尤格·卢乐夫(Hans-Joerg Rudloff)为本书友情撰写前言。

当然,还要感谢债务资本市场的同事和朋友们,以及参加培训课的学生,是他们的鼓励让我对写作保持持续的热情。

最重要的是要感谢我的太太布兰达(Brenda)。我的职业工作时间长,经常在外出差,没有给予家庭应有的贡献,她一个人里外操劳。最近三年里,我天天泡在书房里写作,无暇收拾我们房子和花园。对于这些,布兰达都毫无怨言、任劳任怨。

在写作本书时,我太太在整理她父母房子时找出了一本小册子——1979年的《欧洲离岸债券市场指导手册》。这是菲利普斯和德鲁(Phillips and Drew)公司的内部书刊。35年前我曾是其中的一个作者,但在过去30年内一直没看到过这本书。现在我又拾起这项更为艰巨的工作,意义何在呢?

可以亲身经历国际金融史上一段激动人心的发展历程,真是

一份运气。我的工作让我有机会游历全球，收入也还算不错。我和父亲的职业生涯迥然不同：我父亲是英国中部一家汽车制造厂的焊工，工作了40年，而其中10年他都是在上夜班。

也许这是一种同道中人的感觉。最终来看，市场就是和人打交道。我很幸运能够和一群才华横溢的同事在国际市场共事；许多人现在仍然是好朋友。斯坦尼斯拉斯·亚苏克维奇（Stanislas Yassukovich）在国际债券协会简报的一段话表达地更为精彩。那是在1982年4月著名的欧元市场参与者安德列·克赛蒙特（Andre Coussement）过世时，斯坦尼斯拉斯如是说：

“看看统计数据就知道离岸债券市场对于全球金融的发展是多么重要。然而，统计数据并不会告诉我们故事的全部。无论是排行榜、名次、发行规模或者是成交量，这些数据确实可以证明一家特定机构或一些公司对市场的贡献，然而，最终‘人’才是最重要的：是各位市场参与者在影响着市场的整体发展，并给市场的演变定下了基调。”

# 目 录

前 言 离岸债券市场：走过 50 年 .....	1
第一章 序幕之前 至 1962 .....	1
第二章 创建根基 1963—1969 .....	27
第三章 石油与混乱 1970—1979 .....	61
第四章 市场高手 1979—1984 .....	97
第五章 迈向全球化 1985—1989 .....	133
第六章 衍生品盛宴 1990—1995 .....	170
第七章 套利交易和信用质量 1995—1999 .....	200
第八章 互联网泡沫的优点与缺点 1999—2004 .....	228
第九章 盯模型估值 2004—2007 .....	263
第十章 崩盘和救助 2007—2010 .....	292
第十一章 沉沦的主权债务 2011—2013 .....	327
英文版后记 .....	355
后记 .....	360
译者后记 .....	364

## 第一章 序幕之前 至 1962

债券市场的起源可以追溯到政府借贷，尤其是战时的政府债务。在中世纪后期，威尼斯共和国卷入与邻国的纷争之中。当时的政权害怕给国家财政增加负担，决定按居民的贫富水平等比例强征贷款。这笔债是年息为5%的永续债。起初人们对它还将信将疑，后来发现这种债可以买卖，是个不错的投资。就这样，债券市场应运而生。

从中世纪的意大利城邦到寻求战争经费的欧洲，付息债券的发行帮助他们实现野心。这些债券中的大部分是类似威尼斯那种——没有具体赎回日期，但由政府永久性承担偿还义务的类型。发行的数量取决于投资者对发行人的信心，以及发行人按合同履约的承诺。可是，主权发行人很容易违约，或是对已定的合同条款作出大篇幅修改，所以开始时，投资者更喜欢期限短、利率高的债务。

16世纪后半叶，荷兰取得了日益显赫的国际贸易霸主地位。一度由葡萄牙和西班牙控制的高利润香料贸易，也由荷兰掌控。阿姆斯特丹这座城市云集了商贾和银行家，交易业务繁盛。当时，商人们通常组建一个贸易公司去贩运一船货；待船回来、货卖完后，这个公司也就解散了。其实这是个高风险行业，不光因为会有船员伤病、海盗来袭、船只失事，更会有进口货物行情价格变化带来的风险。货船远征的路途越长，风险就越大，也就需要更多的投资人参与。1602年，荷兰政府支持组建了荷兰东印度公司，垄断了亚洲贸易长达21年。它也是第一家发行股票的公司，吸引了一千多名荷兰投资者。在货船没有到岸之前，它的股价波动不定，这就促成了商人、投资者和投机商之间迅速形成了

二级市场。亚洲的香料大量地贩进，似乎还是不能满足欧洲的需要，于是东印度公司的股东们赚得盆满钵满。

荷兰地处欧洲贸易通道中心，控制了欧洲贸易。荷兰商人从法国和葡萄牙运红酒到波罗的海地区；又从巴尔干带着粮食运到地中海沿岸国家。截至 17 世纪 80 年代，每年将近有 1 000 多艘荷兰船只进入波罗的海。荷兰还慢慢控制了和北美新英格兰殖民地的贸易。

这段时间积累的巨额财富需要有投资的机会。富裕的投资者发现，把钱投在贷款和股票上要比投在不动产和贸易上更方便、更灵活。因此，那些交易活跃的阿姆斯特丹商人们创建了阿姆斯特丹交易所和阿姆斯特丹银行。

荷兰政府发行的债券不多，荷兰的投资者开始把目光转向其他国家发行的债券上。荷兰的国债收益率在 2% ~ 3%，而外国政府则在 4% ~ 6%。渐渐地，欧洲国家开始习惯用阿姆斯特丹的中间商去销售它们的国债，以弥补财政赤字带来的融资缺口。

这些中间商中最出名的要数霍普公司（Hope & Company）。这家公司成立于 1762 年，但是霍普家族自 1720 年就开始从事货币和大宗商品交易了。霍普家族来自苏格兰，通过鹿特丹来到阿姆斯特丹。在“七年战争”（Seven Year War）（1756—1763）之后，亨利·霍普（Henry Hope）加入了公司。他促成了瑞典、俄国、波兰、葡萄牙和巴伐利亚大量的政府贷款，这些贷款中的大多数都附加贸易优惠条件。霍普公司给葡萄牙政府的贷款，换来了独家销售巴西钻石的权利。霍普公司把钻石在阿姆斯特丹市场上销售，所得款项用以支付葡萄牙贷款的本金和利息。这也使阿姆斯特丹逐渐成为欧洲的钻石中心。

从 1767 年到 1787 年，瑞典王国发行了 10 笔贷款；1788 年到 1793 年俄国发行了 18 笔贷款。第一笔给凯瑟琳女皇的贷款利率为 4.5% 而且有后续发行。投桃报李，俄国给了霍普公司出口食糖、在欧洲销售俄国小麦和木材的权利。事实上，直到 1917 年，霍普一直是沙皇的“银



行家”。

霍普还给西印度种植园主提供融资，允许他们以食糖、咖啡和烟草偿还贷款，然后转手将这些农作物在阿姆斯特丹市场上销售。大多数贷款都是霍普组织发起的、以显赫的英荷投资者为基础的银团贷款。霍普在当中抽取不菲的佣金，在 5% ~ 9%<sup>①</sup>。

证券交易方式和惯例在阿姆斯特丹得以确立，并影响了其他金融中心。市场迅速发展起来，投机气氛浓厚。伦敦出现了“南海泡沫”（South Sea Bubbles）事件，巴黎出现了“密西西比泡沫”（Mississippi Bubble）<sup>②</sup>。“南海泡沫”的后果使股份制公司在英国发展受到限制。“密西西比泡沫”促使法国 1724 年在巴黎正式建立了第一家股票交易所。18 世纪伦敦和巴黎继续同阿姆斯特丹在金融领域竞争，前者主要着重发展国内政府和股份制公司债券业务，而阿姆斯特丹则保持着其国际贸易中心的地位。

\* \* \*

1785 年到 1815 年革命以及后续的对欧洲证券市场影响深远。1789 年的法国革命影响了全欧洲。1792 年，法国确立了共和制，次年处死了“人民的暴君”路易十六。欧洲各国之间的战争本是法国大革命影响的延续，却使法国共和政府可以违约以前君主的大部分债务。

1799 年拿破仑推翻革命政府，夺取权力。之后的 1803 年至 1815 年，法国与欧洲各国交战，拿破仑的军队迅速征服了欧洲大部。

随着战乱不断，有些国家政府开始停止支付债务的利息，更有甚者

---

<sup>①</sup> 1962 年随着银行业的整合，霍普和 R. Mees&Zoonen 合并，起初是以合资形式，后再成立了 Mees& Hope, Bankiers. 1975 年 Mees& Hope 银行成为荷兰银行的全资子公司。后被出售给富通银行。2010 年富通银行同荷兰银行合并后。其私人银行业务命名为 ABN AMRO MeesPierson.

<sup>②</sup> 译者注：“南海泡沫”事件（South Sea Bubble）是英国在 1720 年春天到秋天之间发生的一次经济泡沫，它与同年的“密西西比泡沫”事件及 1637 年的“郁金香狂热”并称欧洲早期的三大经济泡沫。“经济泡沫”一语即源于“南海泡沫”事件。