

中国特色金融发展道路的新探索 ——基于国家治理逻辑的金融大分流新假说

张晓晶 王庆

内容摘要：本文通过考察中西方千年金融发展，从国家治理逻辑角度提出了中西方金融大分流的新假说。该假说认为金融大分流的本质在于能否建立起可持续的公共信用体系，根源则在于中西方政治目标与治理模式的分野以及由此带来的公共信用供求的差异。该假说强调“目标函数”决定“行为方程”，揭示了政治目标以及与之相契合的治理模式选择在各金融制度长期演进中所起的关键性作用，为分析金融大分流提供了更为完整的逻辑链条和更有说服力的理论机制。基于大历史视域下的国家治理逻辑假说，以及近代以来中国为现代化融资所进行的艰难探索和成功实践，本文认为，超越金融大分流所暗含的“从分流到合流”的逻辑，走中国特色金融发展道路，是金融助力现代化的必然之选：既要深刻总结各国金融发展所呈现的规律性认识，又要找准并坚持中国特色，真正做到“以我为主，博采众长”；归根到底，中国特色金融发展的逻辑内嵌于中国式现代化发展的逻辑。

关键词：国家治理 金融大分流 中国式现代化 中国金融发展道路

一、引言

金融大分流目前学界尚无明确定义，但其所指与以彭慕兰、李伯重等为代表的加州学派的大分流（Great Divergence）概念有直接承继关系，一般意指中国和西方在历史时期金融发展的不同走向，其分叉标志是所谓现代金融革命（Financial Revolution）的出现。

何谓金融革命？一些学者认为金融革命本质上是一场财政革命或公共信用革命，以公债制度的成熟为标志。持这种观点的学者中，一部分认为金融革命爆发于13—15世纪的热那亚、威尼斯等意大利城邦国家（戈兹曼，2017；李晓和李黎明，2021），更多的则认为爆发于16—17世纪的荷兰（Tracy，1985；Sylla et al.，1999）或者17世纪末、光荣革命后的英格兰（Dickson，1967；Vries，2012；金德尔伯格，1991）。二者之间的分歧主要在于是否认为中世纪城邦国家和近代民族国家的公共信用体系有本质不同。另外一些学者则认为金融革命的本质是现代金融体系的建立，核心标志是现代商业银行的产生和中央银行制度的确立（Buchinsky & Polak，1993；陈雨露，2021）。以此为标准，金融革命则其无争议地爆发于17世纪末到18世纪上半叶的英格兰。在此期间，英格兰的伦敦和乡村银行兴起，英格兰银行（Bank of England）逐渐确立起了中央银行的地位（马金华，2018）。事实上，现代银行制度（尤其是中央银行制度）的确立与现代财政国家的形成直接相关，因此本文倾向于认为，金融革命是一场公共信用革命，其本质在于是否建立起可持续的公共信用体系。这与金德尔伯格的论断有共通之处，在他看来，金融革命是政府财政体制的大变革。^①

关于金融大分流产生的原因，尽管众说纷纭，但概括起来，无非以下两个维度：一是市场（民间）信用维度。从契约关系和金融市场自身发展的角度进行解释，认为中西方早在轴心时代就形成了不同的人际合作方式，即前者主要依靠血缘关系，在宗族或家族内部融资，且多从事人格化交易，而后者不依靠血缘，多采取社会化合作方式、进行非人格化交易（蔡洪滨等，2008；Greif & Tabellini，2010、2017）。陈志武（2022）指出这种差异对于中西方金融的长期发展具有重要影响：家族内部融资的传统导致中国人对外部金融的需求不高，金融发展的动力不足，金融所需的制度难以内生。相比之下，西方社会的非人格化交易传统则使其更容易建立起成熟的法治体系和契约执行架构，从而释放更多的外部金融需求，进而催生出近代金融组织。二是国家（公共）信用维度。聚焦于公债制度的建立和现代财政国家的

^① 金德尔伯格（1991，第220—221页）指出：“所谓金融革命，可以指银行业大的变革，如18世纪英国的伦敦及乡村银行的兴起。实际上，一位法国金融史学家曾随意地断言，英国的工业革命是以较早发生的银行业革命为基础的。但是，在多数情况下，金融革命指政府财政体制的大变革，无论是征税权力和赋税种类的变化，政府财政收支机构的变化，还是政府债务管理方面的变化。”

形成，认为中西方金融分野在于传统中国未能形成运转良好的公债市场，更深层次则在于国家信用的缺失。按照戈兹曼（2017，第147页）的说法，传统中国始终缺乏“在时间维度上的金融技术”。^①由于无法有效控制公权力，唐宋以后中国的公共信用工具（如宋元明初的纸币、宋代的钱引和明代的盐引）发展断断续续，并时常造成灾难性的破坏（比如元代在很大程度上因滥发纸币而灭亡），因而在传统社会晚期为统治者所彻底抛弃（科大卫，2002；燕红忠，2017）。相比之下，以英格兰为代表的西方国家在光荣革命后，议会逐渐强化了对王权的限制，并成功实现了对国家财权的有效掌控，政府建立起了可置信承诺，国家信用由此得到了大幅增强，为近代公债市场的建立和后续金融资本的扩张奠定了基础（North & Weingast, 1989；Weingast, 1997）。李晓和李黎明（2021）则进一步指出，真正导致金融分流的因素并不是公债市场，因为无论是公债体制还是货币体系归根结底都只是通往现代金融的不同路径，驱动金融革命发生的根本力量实质上是保障公债体制或纸币体系稳定运行的国家信用。

这两种维度的逻辑都从信用出发，与熊彼特“没有信用经济，就没有资本主义”的判断类似（熊彼特，1990；Ingham, 2015），都强调信用创造在近代早期中西方金融分流中的作用。但区别在于，前者只强调市场信用本身，而后者则认为社会信用除了交易人之间的社会网络提供担保的信用（即市场信用）之外，还有以国家税收为担保的长期金融工具（包括国家发行的纸币和长期政府债务）的信用（和文凯，2020）。市场本身并不能自发形成这些有国家权力背书的长期金融工具，而这恰恰是“金融革命之所以是革命”的原因。此外，二者的另一区别在于市场信用和国家信用并不在一个层级。在社会信用的谱系中，国家或政府信用处在金字塔的顶端，是全部信用体系的基础和保障；而相对地，市场信用则处在金字塔底端，其借用票据是次一级的票据（雷，2017，第103页）。中西方金融发展史也表明，没有公共信用，欧洲近代早期的银行与明清中国的典当、钱庄和票号并无本质不同（兰日旭，2016）。而直到欧洲公共信用体系建立以后，现代的金融组织才登上历史舞台，民间信用的规模才出现大幅扩张（Daunton, 1995）。^②综上所述，引起金融大分流的真正原因不在于市场信用体系本身，可持续的公共信用体系才是关键；因此国家信用逻辑显然更能站得住脚。

不过，本文认为，现有的国家信用逻辑还不足以解释“整个”金融大分流。因为它假定信用需求是给定的（或是无需解释的），关键在于供给。但实际上，中西方在（公共）信用需求方面是有差异的，而这个差异又取决于不同的政治目标。具体来说，政治目标决定治理模式，二者共同影响到可持续公共信用体系的建立。我们将此概括为“国家治理逻辑新假说”。它不仅为金融大分流提供了更为完整的逻辑链条和更有说服力的理论机制，同时也为走自主的金融发展道路、助力中国式现代化提供了重要的理论支撑。

二、政府约束与公共信用市场

金融革命本质上是一场公共信用革命，因此首先需要考察中西方公共信用的发展历程。所谓公共信用市场，即利用国家或政府信用进行融资的市场，包含发债、发币两种形式。历史时期，中西方公共信用市场的发展道路出现了显著分叉，这也被认为是金融大分流的主要表征。

（一）近代欧洲公共信用市场：从小国模式到大国模式

从12—13世纪的意大利城邦到17世纪的英格兰，欧洲国家经过长达五百年的相互竞争，最终探索出了以发债为主的公共信用市场体系，大幅提升了国家的财政—军事能力。以英格兰为代表的欧洲现代财政国家的成功对欧洲乃至世界的政治格局和长期经济发展均产生了重要影响。

1. 从威尼斯到荷兰：小国的信用逻辑

12世纪，意大利北部形成了欧洲第一批真正建立财政自治权的城邦。^③公共债务与财政

^① 所谓在时间维度上的金融技术主要指发行公债和赤字财政。但是这一表述不够准确，事实上，如果把货币理解成一种“债”，那么纸币的创造和发行，也是在试图在时间维度上解决问题。这一金融技术在传统中国并不缺乏。

^② 因此公共信用实际上是民间信用的“放大器”。也正是基于此种语境，希克斯提出了著名的“工业革命不得不等待金融革命”的论断。

^③ 这些城邦具有两大特征：一是保留了历史遗存的议会监督下的共和政体制度，二是积极参与由不同阶层工匠生产的产品

自治权相伴产生。到 12 世纪末，热那亚、威尼斯和佛罗伦萨等城邦都已发行过数额不等的公债。这些公债带有明显的强制性，且很有可能是按照财产多寡等比例摊派的，因此可以被看作是一种变相的直接税或者长期贷款（麦克唐纳，2021，第 92—97 页）。由于各城邦的发展路径相似，我们此处只选择最具代表性的威尼斯共和国和它的蒙蒂（monte）体系进行分析。

12—13 世纪，威尼斯为应对持续的地缘战争需要，多次向公民借款。到 1262 年，政府将所有累积的债务合并为了单一的基金蒙蒂。按照新颁布的《债券法》的规定，蒙蒂将以 5% 的名义利率每年分两次按时发放利息，且政府保证对利息的偿付优先于其他政府支出。新的债券不仅可以自由转让，且一般情况下政府不得通过偿付本金赎回，因此其在里亚尔托的二级市场上有着活跃表现。在后续近百年时间里，由于威尼斯政府支付利息的信誉良好，这些债券成为了一种“备受全体市民青睐的投资品”（麦克唐纳，2021，第 101 页）。当然，公债体系的直接受益者还是威尼斯政府，其利用蒙蒂成功应对了数次财政危机。

威尼斯公债市场的成功与城邦制国家特殊的政治体制密不可分。意大利城邦国家多实行贵族共和制，政府力量不强，尤其是对财政权的控制相当有限。威尼斯的赋税征收权和使用权都掌握在议会手中，而议会的主导将国家的财政收支控制在了较为合理的水平，使政府既有意愿也有能力进行公债的利息支付（李晓和李黎明，2021）。

在后续几个世纪，欧洲其他国家为了强化自身的融资能力，也纷纷开发本国公债市场（尤其是将年金契约发展为新型的年金债券）。欧洲出现了数个年金公债的交易集市，如交易法国国债的里昂和交易西班牙国债的安特卫普。但是 15—16 世纪的法国和西班牙这些拥有强大王权的国家都没有获得威尼斯式的成功，直到 16—17 世纪的荷兰才将公债体系推向了一个新的高度，并引爆了近代金融革命（Tracy，1985）。

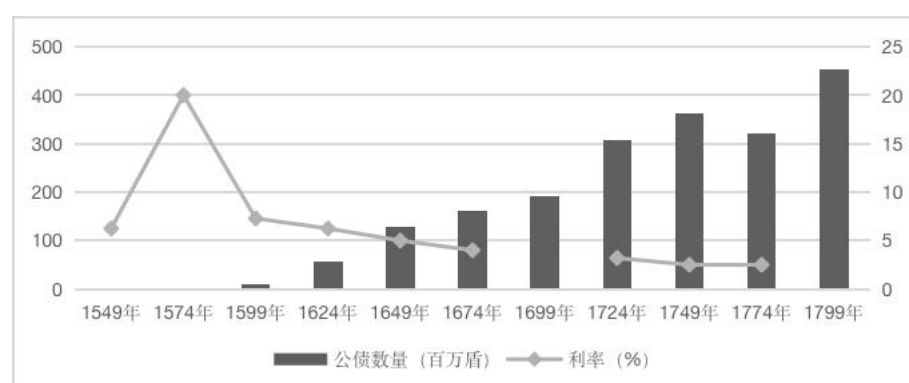


图 1 荷兰公债市场的发展 (1549—1799 年)

资料来源：European State Finance Database。

这一时期，荷兰公债市场的成功依然得益于其政治体制。其所处的联省共和国是一个相对松散的分权式政体，并没有形成一个强有力的中央政府。议会掌握财权。而各级议会的议员不仅是一群“资产阶级化的贵族”和城市工商业者，同时也是政府债券的主要持有者（马尔滕·波拉，2013，第 105—106 页）。正如 Tracy (1985) 所评论的那样：“无论公平与否，自身对政府债务进行重大投资的人控制财政政策是尼德兰公债体系在哈布斯堡统治开始时期以及辉煌的 17 世纪的天才之举。”

比较威尼斯和荷兰的公债市场发展历程，我们可以从中发现一些共性：首先，二者的政治体制本质上都是商业共和国，商人议会掌握财权。公共财政的决策者持有大量公债，增强了公债持有者的信心，稳定了市场预期；其次，威尼斯、阿姆斯特丹都是当时世界的商业贸易中心，是国际资本的大规模流入地。一些学者强调公债的财政挤出效应，但这在威尼斯和荷兰的影响并不大，原因就在于作为国际金融中心，二者的社会资本相当充足；最后，债务能力取决于对未来税收能力的预期。13 世纪的威尼斯和 16—17 世纪的荷兰都处在地区经贸

的国际贸易和商业开发，因此其本质上是商人共和国（邦尼，2018，第 86 页）。

快速发展的“上升期”，因此容易建立起扩张型的公债体系。而公债市场的发展又会进一步助推海外贸易和殖民扩张的繁荣。这一点在后者表现得更为明显，荷兰政府将一部分资金用于投资和庇护东印度公司的发展，给这些公司的投资人（多数同时也是公债的持有者）带来了丰厚的回报（杨大勇，2016）。这种做法使其成为了企业家型政府（entrepreneurial state）的早期代表。

2.王权悖论与大国公共信用市场在英国的首次成功

中世纪，欧洲国家普遍没有国家财政及其配套制度，实行的是公私不分的王室财政或家计型财政（household finance）。在这种财政安排下，“国王应靠自己过活”，除非战争期间否则不能向臣民征税。因此，国王在面对临时性财政支出需要时，多以个人名义向富商或私人银行借款。但国王们的信用并不可靠（至少没有商人的信用可靠），债务违约事件屡见不鲜，甚至有些时候会直接威胁放贷人的人身安全。比如，1307年法王菲利浦四世就逮捕了贷款给自己的圣殿骑士团，并没收了他们的财产——即使是有组织、有一定军事实力的金融团体也无力与封建王权相抗衡。在这样的条件下，欧洲的国王们很难找到自愿借钱者，贷款利率因而居高不下。为获取更多收入，一些国王开始强化自身权力（相对于本国议会，而非外国放贷人），增加税收、强制发债、卖官鬻爵，利用多种方式为战争融资。^①谁能以较低的成本筹集到最多的资金谁就能获得战争的胜利，这是当时欧洲参与争霸国家的普遍共识，也构成了现代军事—财政国家理论的历史基础（Tilly, 1992; Dincecco & Prado, 2012）。

为获取更多的资金，欧洲各国在中世纪晚期采取了不同的策略：以西班牙、法国、英国为代表的大国（以领土规模和人口为标准）选择从议会手中攫取财政权、强化中央集权以提高对民间的汲取率；^②而荷兰，如前所述，依靠更为高效的公债市场融资。二者都可以大幅提升自身的财政规模，进而提升战争能力，但二者之间的区别在于前者所支付的成本要远远高于后者。根据《利率史》的估计，16—17世纪，西班牙、法国和英国的长期贷款利率从未低于8%，很多年份都超过10%，平均来说是同时期荷兰公债利率的两到三倍（霍默和西勒，2010）。高昂的融资成本和政府破产的压力（比如西班牙在菲利普二世在位期间曾于1557年、1560年、1575年和1596年多次宣布“债务重组”，推迟支付债务利息）使得前者无不艳羡于“荷兰式财政”。

实际上，这一时期欧洲大国面临着两难抉择：一方面，如果不加强王权和中央集权，国家就无法在政治和军事上获得竞争优势；另一方面，如果强化王权，限制议会，就无法移植荷兰式财政体制，获得低成本的公债资源。本文认为，英国17世纪末的金融变革正是在这种两难境地下产生并发挥作用的。

1688年光荣革命成功后，英国迎来了威廉三世——一位来自荷兰的君主。与他一起到来的还有荷兰的银行家、金融从业者以及“荷兰金融的基因序列”（戈兹曼，2017，第248页）。光荣革命和《权利法案》签订对英国政体的改造，及其带来的可置信承诺为后续的金融革命奠定了制度基础。议会地位的确立和稳固保证了政府无法制定侵害私人产权的财政政策。而其在1694年主导建立的英格兰银行，在进一步制衡政府财政的同时，成为了英国金融体系扩张的中心与稳定器。这些因素一方面使得英国成功“荷兰化”：其公共信用市场在经历了初期的波动之后逐渐稳定，在光荣革命的三十年后，英国的国债利率已基本与荷兰持平。而在另一方面，这一过程并没有牺牲英国的中央集权，甚至也没有影响到政府的税收。原因在于其在借鉴荷兰式财政的过程中进行了诸多的制度改进（刘守刚和王培豪，2021）。

^① 需要说明的是，中世纪欧洲各国对公共信用的探索呈现“发债不发币”的特点。国王们实际上很少通过操纵货币供给，收取通货膨胀税。希克斯（1998，第81—85页）认为尽管“他们常常想这样做”，但现实中无能为力：金属货币时代货币的发行决定于向铸币厂的金属供给，在紧急事态下，将岁入重新铸造成劣质货币并使其广泛流通并不容易。此外，当时的货币主要是“地方货币”，币值的下降无法保证其在更广泛的区域内为人们所接受，一旦哪个国王敢发行劣币，金属供给者会上马“用脚投票”。在王权虚弱的中世纪，国家制定的种种关于禁止货币和金块输出的规定很难发挥实效。

^② 从国家治理的角度来看，越小的国家，其政府的层级越少（城邦国家只需要一级政府），统治者统治的财政成本、信息成本越低（刘尚希等，2022）。

表 1 1778 年英法两国财政能力对比

	法国	英国
名义 GNP (百万英镑)	290.7	134.8
人口 (百万人)	26.6	9.4
国债余额 (百万英镑)	161.6	245.1
国债费用 (百万英镑)	12.2	9.4
中央政府税收 (百万英镑)	19.7	16.8
国债余额/税收 (倍)	8.2	14.6
国债费/税收 (%)	61.9	56.1
国债费/国债余额 (%)	7.5	3.8
国债余额/GNP (%)	55.6	181.8
税收/GNP (%)	6.8	12.4

资料来源：整理自 Weir (1989) 和富田俊基 (2011)。

注：一英镑约等于 24 利佛尔。

从英法两国 17—18 世纪的发展路径中，我们可以更加清晰地认识这一分叉。事实上，直到 17 世纪末，英国的综合国力尚不及法国（甚至在很多国民眼中不清楚是否强于人口远小于自身的荷兰）。但在随后 100 多年的英法争霸中，英国军队数次击败法国，在拿破仑战争以后彻底奠定了自己的世界霸主地位。包括保罗·肯尼迪在内的众多学者都认为其主要原因在于法国“没有建立起适当的公共财政制度”。在英法争霸期间，英国公共债务的相对值始终高于法国，且其支付的融资成本更低 (Dickson, 1967)。如上表所示，1788 年（法国大革命爆发前夜），英法两国的税收数量相差不多，甚至法国还略胜英国一筹，但是英国的借债能力（以国债余额/GDP 为标准）是法国的三倍以上，融资的成本（国债费/国债余额）则只有法国的 1/2。

虽然法国在此期间也大力开发公债市场，并进行过财政透明化的努力（主要发生在路易十六在位时的内克尔改革期间）（Weir, 1989; Velde & Weir, 1992）。但是过于强大的王权，以及约翰·劳引发的“密西西比泡沫”造成的集体“心理创伤”（特别是对银行和银行业的抵触^①），使得法国民众很难建立起对公共债务的信心。政府虽有心改革，但无奈只能重走依靠包税制、卖官鬻爵的老路。

此外，光荣革命后，英国的政府信用也迅速从财政领域拓展到了货币领域。英格兰银行逐步从私人银行过渡为“政府的银行”和“银行的银行”（马金华，2018）。1697 年，英格兰政府颁布特许状，允许英格兰银行发行不需背书即可流通的银行券，并给予其独占权。由于与政府“深度绑定”，英格兰银行发行的银行券在事实上成为了英国的官方货币。在成功渡过 18 世纪上半叶的两次挤兑风潮后，加上金本位制的推行（1781 年规定“银行必须有足够的黄金支付发行的货币”），其币值保持了长期稳定，使用范围也从伦敦周边拓展到了英国全国。而更早或同时期欧洲其他地区的银行兑换券流通的范围很小（通常不会离诞生地太远），且兑换商们经常破产（哈特，2022，第 96 页）。在一个“广泛的银行券发行体系”的推动下，英国的资本通过英格兰银行集中于伦敦，在刺激工商业发展的同时，也进一步刺激市场利率下降、降低了政府的融资成本。

从荷兰式财政到英格兰式财政，从金属货币到英镑，欧洲公共信用市场的发展过程充分表明政府约束是保证公共信用的基础。政府在放弃无限暴力，成为有限政府（limited government）的同时，也将有机会从公共信用市场中汲取更多资源、获得更为强大的力量。

（二）传统中国公共信用市场：从引领世界货币体系创新到“沉寂的五百年”

如果以发债和发币作为发展公共信用的两种主要方式，那么传统中国与同时期的欧洲选择了截然不同的发展路径：欧洲主要是发债，而中国主要是发币。中国在宋元时期开创了领先世界的纸币体系，但元以后，这方面的尝试戛然而止。与此同时，传统中国对发行公债基本“无感”，直到 19 世纪末才在西方文明的冲击下进行过几次发债实验。传统中国公共信用市场的探索充满曲折，14 到 19 世纪毫无进步，出现了“沉寂的五百年”。^②

^① 根据金德尔伯格 (1991，第 138 页) 的说法，法国人民在密西西比事件后的 150 年里都不愿意说“银行”一词。

^② 直到 19 世纪 50 年代，中国政府才重新试图通过发行纸币和通货贬值来解决财政问题（和文凯，2020）。

1.宋元纸币体系的兴起与崩溃

与中世纪欧洲国王们热衷于向民间借债不同，中国在秦汉以后近两千年间罕有君主举债的记录。^①少数的例子，如宋仁宗（中国历史上名声最好的皇帝之一）庆历年间，为凑足对西夏用兵的军费，曾“借大姓李氏钱二十余万贯，后与数人京官名目以偿之”。从实际效果上看，这种所谓的借款与捐输、报效无异。不过，公债的缺位并不代表传统中国没有公共信用或者君主没有手段利用公共信用汲取民间财富。中国古代政府很早就有发行不足值或成色较低货币的实践，按照彭信威（2020，第14页）的总结，各朝代“先用减重的方法铸小钱，再用变相减重的方法铸大钱，最后又用纸币通货膨胀”。由于在理论上，这些不足值货币和纸币都是本国政府向社会发行的信用凭证，且其购买力依赖于政府信用，因此中国公共信用市场的发展主要表现在货币特别是纸币发行方面。

众所周知，中国是世界上最早使用纸币的国家。至迟到11世纪上半叶，交子已在四川地区的市面上流通。到南宋，纸币体系进一步成熟，出现了会子。会子虽然名义上可以兑换成相应数量的铜钱，但兑换条件较为严苛（一般为政府“救市”时），而且其并不具备完整的法偿功能。按照南宋政府的规定，百姓在缴纳赋税时，最多只能使用50%的会子，剩下一半仍需用金属货币（铜钱或铁钱）支付。因此，会子的实际价值基本上是由政府信用维持的。由于中国古代不乏货币“数量论”思想（比如管子的“轻重说”），因此虽然纸币制度是新鲜事物，但南宋的知识精英和民间富户都已基本意识到会子不可滥发。^②在这种情况下，中国的公共信用指的实际上是政府能否控制纸币的流通量、能否有效维系币值的稳定。

表2 南宋的税收和会子发行量（1162—1152年）

	税收（百万贯）	会子（百万贯）	物价指数（1162=100）
1162年	60	28	100
1165—1173年	50—55	20—24	70
1189年	65.3	48	85
1194年	65.3	62—80	125
1201—1207年	80	84—139	220
1241—1252年	90	640	1000-2500

数据来源：Liu（2015）。

在会子使用之初，虽然政府屡有展期（一般为三年），但是由于发行数量并不多，民间并未受到太多侵扰，相反纸币（主要是东南会子）的流通刺激了国内市场的温和扩张，一定程度上有利于社会经济的发展（王申，2019）。但是由于南宋政府的财政支出长期高企，且无力向市场投入等额的金属货币，因此会子积累的规模越发庞大，实际购买力持续走低（如表2所示）。据记载，到公元1210年前后，一贯会子只值三四百文（彭信威，2020，第506页）。南宋政府的应对措施乏善可陈，为稳定物价，其于13世纪数次选择发行“新会”替代“旧会”，兑换比例时最低只有1比5。这种对民间财富的公然掠夺使得政府后续发行的会子很难再得到市场的认可，社会不可避免地走上了超发—回笼—再超发的通胀螺旋。

作为其继任者，元代的纸币体系较宋代更有发展，政府的金融权力（希克斯指出这是一种极容易被误用和滥用的权力）进一步扩大。具体来说，其一，元代法律规定纸币具有唯一的通货地位（官方禁止民间买卖金银、使用铜钱），相比于宋代更为“激进”；其二，纸币有白银作为发行准备金，在其运行初期保持了较强的可兑换性；其三，纸钞发行范围覆盖全国。但是与前朝的轨迹雷同，元代的纸币体系也经历了迅速败坏的过程。Guan et al.（2022）指出，战争支出导致元代政府大量超发货币，动摇了银本位的根基，造成元末出现了恶性通货膨胀。元代统治者滥发纸币对民间造成的伤害给后人留下了极为深刻的震撼（类似约翰·劳之于法国民众）^③，使明初以后再无人敢发行纸币——“白银时代”在美洲白银大规模涌入后开启，政府信用也为市场信用所取代。

宋元纸币体系的失败最直接的原因是货币超发。尽管元代已经有通过准备金制度维系纸

^① 晚清思想家也意识到了国债在中国历史中的“消失”。比如郑观应在《论借款》一文中指出：“昔周赧王欲拒秦师，军资匮乏，称贷于民，厥后兵溃无偿，人民哗噪，乃筑台以避之。至今传为笑柄，故我中华以为殷鉴，向无国债之名。”

^② 比如叶适（1150—1223）注意到，纸币贬值将使“天下阴阳折阅，不可胜计”（叶世昌，2003，第303—305页）。

^③ 《元史》的修撰者将实行钞法的权臣阿合马列为“奸臣传”第一就是很好的例证。

币购买力的自觉，但一个不受约束、缺乏财政纪律的政府，并不具备足够的公共信用维系币值稳定。在这样的政府统治下，货币超发是制度性必然，从而导致公共信用的不可持续。

2. 姗姗来迟的国债及其在晚清的失败

19世纪中叶以后，传统中国遭遇“数千年未有之变局”。清政府为应对国内外危机进行了一系列财政改革（He, 2013；倪玉平，2021）。其中一项重要的举措就是发行内债。在内债筹备之前，清廷已经有向外国银行和财团借款的经验。比如左宗棠西征期间曾以海关关税为担保先后向上海洋商、汇丰银行等六次借款（费正清，2020，第234—235页）。社会有识之士亦普遍认识到发行政府公债的好处。

1894年，户部鉴于“海防吃紧，需饷浩繁”，而举借洋款又多有折损（主要指金银比价变动造成的磅亏，但也包括发行债票的折扣和外国银行经手的佣金），认为有必要“以息借洋款之法，施诸中国商人”，“息借商款”遂获得批准发行（毕学进和马金华，2022）。中央政府强调不准勒派，“愿借者收，不愿借者听”。不过，在地方政府的执行过程中，摊派勒索的现象极为普遍。如四川省就对典商进行了所谓的“重点劝借”，向省内所有登记在册的典商按每家千两的标准，“一律通借”。商人亦未察觉出此次借款与以往报效之不同，大多抱破财免灾的心态。作为中国第一笔具有近代意义的公债，根据李文杰（2018）的统计，息借商款共从广东等十省筹集到了白银975万余两，其中有江海关税担保的省份（如广东、江苏）筹集最利、且从最终结果上看，还款比例更高（广东偿还了全额本息，江苏偿还了70%左右）。值得玩味的是，筹款最多的广东省其借款合同最终是由广东布政司、粤海关监督和粤海关税务司（由洋人实际掌控）三方共同签订的。广东的地方大员在向中央的折子中明确表示，只有海关税务司签字作保才能让商人放心借款（李文杰，2018）。

1898年，晚清政府为偿还甲午战争第四期赔款，不得不再动起发债的心思。为表示政府诚意，户部官员特地在此次公债的名称从原定的“自强股票”改为“昭信股票”。按照《昭信股票详细章程》之规定，户部此次共发行公债金额1亿两，期限二十年，利息每年5厘，前十年付息不还本，后十年本息并还。该公债收益可取现银、可抵税、可转让交易。其机制相比数年前的息借商款有了明显进步。光绪皇帝在大臣的鼓动下，对此番募集亦抱有厚望，表示：“当此需款孔亟，该王公及将军督抚等均受朝廷厚恩，各省绅商士民，当亦深明大义，共济时艰。况该部所议章程，既不责以报效，亦不强令捐输，一律按本计利，分期归还，谅不至迟回观望也”（千家驹，1984，第12页）。但事情的发展并没有皇帝料想的乐观：从一开始募集就不顺利。虽然各级官员认购较为踊跃（因有行政奖励形同再开捐纳），但民间自愿认购者寥寥，最终所募集的资金只有千余万两（约为目标的10%）。债券发行不久后，由于义和团运动的冲击，无力付息的清廷开始号召所有商民“自愿”缴票请奖。到后来更是索性无限展期，拒绝偿付。昭信“不信”的结局，直接影响到民众对于公债的态度，进一步增加了民间对政府信用的怀疑，产生了极为恶劣的影响。

实际上，晚清公债的发行存在很多有利因素：第一，清廷有借外债的成功经验；第二，社会对公债市场的运行机制已有一定的理解；第三，清廷从皇帝到户部官员都有维持债信的意愿；第四，甲午战争后民众的爱国热情较高。但从最终的结果来看，昭信股票虽然“照猫画虎”地移植了西方国家公债体系的形制，但只得其形，而未得其神。具体来说：清廷对公债的认识尚显幼稚，并未充分意识其作为投资品的属性，也不清楚公共信用的维持机制，皇帝似乎认为只要不行摊派、不搞报效，自己承诺还本，就能感动臣民全额认购。而民间富户在与政府的博弈中长期处于被掠夺的地位，潜意识中借款给政府并索取利息毫无先例、无异“与虎谋皮”，而且也认定政府大概率不会按期还款。其结果就是旧时报效的（尤其是特许商人）此次依然报效，而（之前）能够逃脱报效的此次也不会认购。这与17—18世纪法国公共信用市场的失败有颇多相似之处。

3. 传统中国公共信用市场失败的根源

古人讲：民无信不立。通过上文的分析可以看出中国传统社会公共信用市场失败的总根源在于皇帝、政府和民众之间权力关系不对等（千家驹，1984；燕红忠，2017）。作为公共信用支撑的国家权力（皇权）缺乏真正制度化的硬约束。

一方面，皇权至上，缺乏硬约束。中国的皇权自其诞生之日起就始终面临着两类因素的制约：其一可以近似概括为政治性制衡，其二可以概括为文化性制衡。具体来说，前者包括

一系列制度性的分权力量：首先是贵族势力。在唐代以前，贵族（世家大族）势力是制约和威胁皇权的重要力量。比如东晋时候的“王与马共天下”，贵族势力之大几乎可以与皇权分庭抗礼。但在唐宋以后，伴随科举制和士族的崛起，贵族精英的政治地位被一般具有科举背景的人口基数更多的地方精英所取代（Hartwell, 1982），贵族势力被彻底打压；其次是相权。作为官僚体系的首脑，丞相（宰相）在秦汉，“一人之下，万人之上”，拥有极大的行政权和人事权。但是这一权力在南北朝以后遭到了皇权的不断侵蚀和无限分割，并最终伴随明初废相、设内阁，清初设军机处而彻底消亡（钱穆，2001）；最后是谏议制度。谏官制度的设立本意是规劝君主的过失，属于事后的纠偏补错行为，并不构成对皇权的直接威胁，因此在传统王朝中得以保留和发展。比如明代的谏官就以“不畏死”（甚至“求廷杖”）出名。但是这种制约能否有效完全取决于君主的个人品性，并不具有强制性。因此，中国历史上对皇权的政治性制衡呈现逐渐衰落的趋势，其到明清时期已名存实亡。而文化性制衡则包括一系列外在和内在的文化、价值观因素。王瑞来（2010）将其归纳为了“天”“道”“法”三个紧箍咒和“不文律（祖宗之法）”“公议”“留名青史”三堵墙。中国古代很早就确立了儒家学说的正统地位，将君主统治的合法性归为天命。汉初董仲舒宣扬“天人感应”论，一方面大肆宣扬皇权天授、为统治者独裁服务，另一方面也设置天谴或天罚威胁皇权，埋下了“皇权神授”的宗教政治意识，一举奠定了后世近两千年的政治传统：即假“天道”以制约“君道”，用“道统”来规范“治统”（高德步，2016）。宋代以后，伴随理学的兴起，士人们更是开始以“道”或“理”作为自然和社会的基本法则对君主的思想行为进行教育和批评，称“天下为道理最大”。士人们希望（也付诸实践）通过对统治者，尤其是未来统治者的道德教育，实现所谓的“格君心之非”，让皇权能够实现有效的自我约束（李存山，2006）。这一点到清朝少数民族统治时期依然没有改变。然而这些文化性制衡都属于弱制衡而不是硬约束，难以构成现代公共信用的来源。

另一方面是政府凌驾于民众之上。周雪光（2017，第63—64页）指出中国古代官僚体制不是建立在法理权威基础上的，而是国家支配形式的一个组成部分，依附于君主的专断权力之下。其合法性来源于自上而下的“授权”，集中表现在“向上负责”。向上负责而不向民众负责导致中国传统社会虽然没有（至少在名义上）赖账的皇帝，但从不缺少赖账或食言的政府官员。^①尤其是在王朝后期，社会沉痾日久，政府治理能力大幅下降之时，政策朝令夕改的现象十分常见。比如著名的“黄宗羲定律”，政府承诺并税制改革（即将正税和所有附加税整合成为新的单一税，如张居正改革的“一条鞭法”）后不再加税，但地方政府往往旋即增加名录、再添新费（周雪光，2014）。农民生活苦不堪言自不必说，长此以往，政府的公信力也会荡然无存。与一般性的官民关系相比，中国官商关系的不对等可能影响更为深远。与近代欧洲相似，中国明清时期的政府和民间商业也具有典型的庇护关系（patron-client relationship），前者为后者提供特许经营权（科大卫，2002），后者则按照固定比例给政府分红或者不定期地向官僚阶层输送利益（包括培养、资助、贷款和贿赂等方式）。但是与欧洲不同的是，中国的商业组织和个人缺乏产权的独立性（张宇燕和高程，2005）。政府（作为皇权的代表和具体执行人）凌驾于民众和商人阶层之上，社会缺乏纵向的产权保护制度，使得中国古代政府的违约、失信行为几乎不会受到任何惩罚（邓大才，2018）。

对比中西方公共信用市场的千年发展史，我们不仅剖析了金融大分流国家信用逻辑的机理，论证了政府约束是国家能力范畴的重要组成部分、丰富了国家能力的内涵，同时也揭示了中西方不同金融发展道路的背后潜藏着更深层的历史基因。

三、金融大分流新假说：国家治理逻辑视角

本文认为，国家信用逻辑指出了近代可持续公共信用市场的诞生条件、较好地解释了传统中国公共信用市场的失败（以及近代欧洲的成功），但是其并不能有效解释“沉寂的五百年”，即明清中国因何放弃了对公共信用市场的探索（毕竟同时期的西班牙和法国等国都在强化王权的同时不断进行着公债试验，而它们的赖账也是臭名昭著的），因此其逻辑链条是并不完整的，一定还存在某些因素影响公共信用市场的形态、规模和发展程度。有鉴于此，本文通过分析大历史视域下中西方治理模式的分野，引入政治目标（目标函数），提出了金

^① 曹正汉（2022）指出，传统中国形成了“中央监督—地方治理—社会问责”的公共治理体系，民众（尤其是地方士绅）有一定的渠道向上反映地方政府的苛政。但由于公私权力之间不对等，这种监督权多停留在理论层面。

融大分流的国家治理逻辑。

（一）中西方治理模式分野

14 世纪前后，中西方国家治理模式出现了一次明显的分野。从政府—社会的关系上看，中国出现了“国家退却”的现象，而西方则出现了国家权力和国家能力（state capacity）的持续扩张。

1. 唐宋变革与中国的“国家退却”

中国历史在唐宋时期出现过一次关键性、系统性的转折，有学者（如内藤湖南等）认为中国由唐到宋即是从“中古”迈进了“近世”，也有学者（如刘子健等）强调分水岭出现在两宋之交。^①仅从国家治理的角度看，在这几个世纪中（对应欧洲中世纪）中国的国家—市场、中央—地方—社会关系出现了重大调整。唐宋以后，中国的近世经济走上了一条“既地方社会化又市场化”的路线（张泰苏，2022）。

张泰苏（2022）将政府的治理能力区分为正规治理能力和非正规治理能力。其中前者特指正规化的强制执行力，即政府通过具有正式强制力的法律、政策、命令去管理社会、调动资源的能力。而后者则包含一切通过政府与社会协商、协调、乃至妥协所达成的官民合作机制，具有比较明显的社群自治维度。以此为标准，中国政府在宋代以前更多动用正规治理能力，由地方官府直接控制地方，而在宋代以后地方政治精英崛起，宗族（和家族）的力量不断壮大，明清两代政府转而更多动员非正规能力，削弱地方政府职权，实行某种程度上的地方自治（即所谓的“皇权不下县”）。费孝通（2021，第 46—49 页）将这种政治形式称为“无为主义政治”，在他看来，在这种政治形式，中央和地方官员所做的工作极有限，地方绅士发挥的效能却很大。

而在国家—市场关系上，宋以前（实际上也包括宋代）的政府虽然厌恶背上与民争利的骂名，但对于民间市场的管控颇多，且普遍对盐、铁、酒重要商品实施禁榷制度。而在明清时期，市场自由度持续扩大，特别是到清代，政府已在事实上放弃了官营手工业和对矿藏开发的垄断。

与地方社会化和市场化相对应，明清中国政府的政治意识形态、掌握财富和承担职能的情况也都出现了重大转变。首先是政治上“崇尚简易”，财政上主张量入为出（彭凯翔，2021）。政府在原则上反对一切不必要的临时性支出（包括对外战争）。必要的临时性支出大多依靠国库存银来解决。如果国库空虚，清政府会通过捐输、报效的方式临时获取部分民间资源，但当危机渡过后又继续回到之前量入为出的模式^②。这点与同时期的法国将卖官鬻爵作为政府的常规性收入形成了鲜明对比；其次，政府（尤其是地方政府）不直接掌握大量财富。据张晓晶和王庆（2022，第 218 页）估算，19 世纪初期在中国长三角地区（当时最富庶的地区之一）地方政府直接掌控的财富只占社会总财富的 3% 左右；最后在公共物品供给上，除国防、赈灾（更多依赖于跨地区资源调配而非官仓存粮）和大型基础设施建设以外，国家全面退出。地方家族和绅士阶层承担起了地方绝大部分的公共商品和服务支出。

在这样的治理模式下，地方社会的自我治理水平不断提升，市场经济也获得了较大的发展空间。中国经济在这一时期出现了较快的“斯密式增长”，民间的金融市场在 18 世纪也出现长足进步（李伯重，2010）。同时，国家的退却也在财政政策上给统治者贯彻轻徭薄赋的仁政理想提供了可能。不过在另一方面，依靠宗族力量进行地方治理也使明清中央政府调动社会资源的能力大为下降，为中国在近代国家间竞争的失败埋下了伏笔。

2. 中世纪晚期欧洲的“国家崛起”

中世纪晚期，欧洲教权衰落，王权上升，近代民族国家初步成型，并逐步将城邦或城市国家逐出了历史舞台（诺斯和托马斯，2022，第 146 页）。类似于中国由春秋时期过渡到战国时期，主要国家的平均国家规模出现较大幅度的增长，国家间的战争烈度和战争支出在不断提高。

根据诺斯等人的观点，这一时期欧洲大国的君主们面临着一个重要矛盾——地租下降引发封建赋税减少，同时政府存在所必需的支出水平上升。一降一升之间，留给他们的出路只

^① 唐宋变革是一个相当复杂的论题（包伟民，2022）。为避免歧义，本文此处基本沿用张泰苏（2022）的判断，以郝若贝的“宋代政治精英地方化”为出发点，侧重于经济史和财政史角度的讨论。

^② 在王国斌和罗森塔尔（2019，第 175 页）看来，中国政府除非面临非常严峻的挑战，否则不会随意征用民间财富。

有两条：一是对外发动战争或其他政治攻势以获得更多的疆域和人口；二是对内巩固和强化政府权力，增加直接税。因此，从 14—15 世纪开始，我们可以从欧洲历史上看出一条清晰的脉络，即王权相对教权^①、相对贵族权力的上升以及国家相对社会的上升。从政治思想史的角度看，前者或许可以称为马基雅维利主义的胜利，而后者则是利维坦的胜利。

“战争塑造国家”。16—17 世纪，战争成为了欧洲国家的一种国营事业。出于长期对外战争的融资需要，欧洲各国政府直接掌握的常规性资源数量大幅上升。布罗代尔（2017，第 643 页）指出：“在 16 世纪，（欧洲）国家越来越掌握着国民收入的集中和再分配；国家通过税收、出售官职、公债、没收等手段，控制着国民生产总值的很大一部分。……国家在经济生活中的地位蒸蒸日上，而不像约瑟夫·熊彼特设想的那样，只是偶然起作用的因素，或者只是不合时宜的力量。不管国家自己是否愿意，它是 16 世纪最大的企业家”。

除了国家财政能力的提升，这一时期伴随封建贵族制的瓦解，正规化的国家权力也在逐渐形成，国家成为了社会治理的主要提供者。从 16 世纪开始，欧洲国家的公共部门开始不断扩大，根据邦尼（2018，第 276 页）的说法，“几乎所有的欧洲国家都实行一种更加集权化的管辖方式，而刑法和民法的法典化又几乎使全体子民都可以找中央法院打官司”。到 17 世纪，此前很少干预普通法院的司法活动的英国王室也蠢蠢欲动，宣扬君权神授的斯图亚特王朝的国王们试图全面控制司法权；其次，中央对地方的控制也在逐渐加强，其中以法国为甚，法国在腓力二世以后中央权力逐步加强，到 15 世纪中期，国王已经可以撇开三级会议自行决定加税（Ertman, 1997）；而根据托克维尔在《旧制度与大革命》中的描述，到法国大革命前，“以国王为核心的御前会议已经领导着国家的几乎一切事物”；最后，在意识形态方面，重商主义占据主导地位，知识阶层普遍认同政府应把增加国家财富和国家权力作为经济管理的目的。在 16—17 世纪的英吉利海峡两岸，政府干预经济和贸易运行都被赋予了充分的正当性。

（二）近代中西方国家（财政）能力的比较

14 世纪以后，中西方的国家（财政）能力出现了相反的变化趋势。中国在宋代以后财政能力逐渐衰弱（Liu, 2015）。宋元明清每一朝的常态人均财政收入都低于前朝，到清朝中期更是达到了历史的谷底。而同时期欧洲国家的财政能力却在不断提升，不论其政体是王权专制（如西班牙、法国）还是民主代议制（如荷兰、光荣革命后的英格兰），各国民众的财政负担都出现了大幅增长。

表 3 国际人均税收比较（单位：克白银）

年份	中国	奥斯曼帝国	法国	西班牙	英国	荷兰
1650-1699	7.0	11.8	46.0	35.8	45.1	-
1700-1749	7.2	15.5	46.6	41.6	93.5	161.0
1750-1799	4.2	12.9	66.4	63.1	158.4	170.7
1800-1849	3.4	-	-	-	303.8	-
1850-1899	7.0	-	-	-	344.1	-

数据来源：马德斌（2020），第 47 页，表 2-2。

清代前中期，中国中央政府的收入基本稳定在每年 4000 万两白银左右，分摊到每个人头上数额最高时不会超过 10 克白银。由于清政府恪守“财政原额主义”，并主动承诺“永不加赋”，因此伴随人口的快速增长，在鸦片战争前相当长的一段时期内中国的人均税赋实际呈下降态势。如表 3 所示，从 17 世纪下半叶的每人 7 克白银，降至了 19 世纪上半叶的 3—4 克。相比之下，英国的人均税收则从 17 世纪中期的 45 克白银攀升到 19 世纪末的 344 克白银，增长了近 7 倍。在中英差距最悬殊的 19 世纪上半叶，英国的人均纳税额高达中国的近 90 倍。即使考虑进购买力平价因素，以工人日工资进行计算，这一时期中国的人均财政收

^① 邦尼（2018，第 274、570 页）指出，不断掌握教会财产的控制权，是 16 世纪大多数欧洲国家财政体制发展的先决条件之一。根据统计，16 世纪中期，亨利八世解散英格兰修道院获得的收入使王室经常性收入翻了一番，教会财产更是解决了其十余年战争总耗费的 30% 左右。

人也只有英国的不到 1/10 (Vires, 2012)。^①

国内社会稳定上,在保证自身统治(以能否千秋万世为标准)前提下,对内尽量增加治下的人口数量(在国家层面是“盛世滋丁”,而在家族和家庭层面是鼓励和倡导“人丁兴旺”);对外满足于维护朝贡体系,并无扩张冲动和霸权诉求^①。为实现此目标,明清政治精英在充分吸收唐代因地方势力叛乱(藩镇割据)而衰,宋元因高财政汲取、滥发纸币而亡之教训的基础上选择了上文提到的“无为主义”,主动(或被动)地降低了财政汲取水平并放弃了对公共信用市场的探索。此外,由于传统中国征税效率难以提高(Vires, 2012),这种更多依赖地方社会和非正规治理能力的做法事实上也降低了政府的治理成本,提高了治理效率。至少从结果上看,明清两朝都基本实现了其目标:一方面,两朝的国祚都长达两三百余年;另一方面,中国的人口从明初的数千万增长到了清道光时期的四亿左右,百姓的人均生活水平也未出现明显的下降(麦迪森, 2003)。

而同时期的欧洲各国正处于“战国时代”。各主要国家的统治者和统治阶层面临严峻的生存问题,因此其首要目标在于保护领土和国民财富安全(大航海时代到来后,还要保护本国的海外利益)。为实现这一目标,不仅需要维持强大的军事实力,还要拥有与之相匹配的财政能力。由于这些国家体量有限(即使算上海外殖民地),为应对接连不断的战争,必须通过借债来解决(没有能力发行信用货币),而为了支撑债信,不得不常年保持较高的财政汲取水平,而这自然而然会引发国内反抗,带来新的政治风险。因此在欧洲的大国俱乐部中,谁能率先建立起可持续的公债体系,就能更好动员国内力量、更多吸引外资流入,率先开启现代化进程。以此视之,英格兰公债市场的成功既是一次偶然,也是欧洲数个世纪国家间反复博弈的历史必然。

综上所述,以往关于(金融)大分流的研究,集中于讨论中西方国家能力的强弱,主要涉及到财政汲取能力,但是忽略一个更为基础和本源性的因素,就是政治目标。因为目标决定行动,不同的“目标函数”,一定会产生不同的“行为方程”;并且,这个目标函数决不是外生的,而是内生的,是各个国家、民族的价值体系、制度体系、历史传统以及内外部环境共同塑造的。因此,我们提出的国家治理逻辑假说超越了既有研究只针对“行为”(如财政汲取能力强弱)的做法,发掘出“行为”背后的“动机”(即目标),为金融大分流提供了更完整的逻辑链条和更具说服力的理论机制。

四、从分流到合流:中国现代化融资之困

中国在明清时期始终采用“龟息法”,在封闭系统中保持自足,但在19世纪中叶以后,面对欧洲列强和亚洲强邻的挑战,不得不采取一系列改革措施以推动现代化转型。但制度建设并非一朝一夕能够完成,由于数百年来金融发展处于一种“低水平均衡”状态,国家能力孱弱,近代中国的金融合流之路走得异常艰难。

19世纪中叶以后,清政府面临空前严峻的国际国内危机(李鸿章称之为“数千年未有之大变局”),使用旧有财政体制的临时性措施(如开捐纳、铸大钱、印宝钞等)已无法支撑大规模战争需要。^②穷则思变。生死存亡关头,清政府开始效法西方,实施财政近代化改革,措施包括:第一,试水公共信用市场,举借内外债。这一点上文已有讨论;第二,调整税收结构。在地方开征厘金、洋税等工商税,使工商税的占比迅速提高^③;第三,改革币制,具体又包括“铸银圆、行钞票、改本位、设银行”四个方面,但整体效果并不好;第四,革新理念。伴随西方财政思想和实践的传入,清政府事实上很快放弃了量入为出的理念,步入了量出为入的阶段。到清末,清政府还进行了大规模的财政清理(主要针对地方督抚),并仿照西方国家试办了预算制度(陈锋, 2010, 第350页)。

从税收的绝对数量上看,这些新措施的实施和理念转变可谓成效显著(倪玉平, 2018)。据统计,清中央政府道光年间掌握的财政收入每年仅有4000余万两,到同治年间约为6000万两,到甲午战争前后增至8000万两,到1903年增至1亿余两,到清朝灭亡前夕更是达到

^① 习近平总书记在“中国共产党成立100周年讲话”中强调:“中华民族的血液中没有侵略他人、称王称霸的基因”。

^② 相比第一次鸦片战争外敌短暂入侵,席卷半个中国的太平天国运动才是清廷的心腹之患。据彭泽益(1981, 第122—136页)的估计,清政府为镇压太平军和捻军的花费仅正式奏销的部分就超过2亿两白银,总支出约在8—9亿两之间,分摊到每年在4000万两以上,与当时清政府一年的财政总收入不相上下。

^③ 1776年,清政府的田赋占总税收的71.83%,关税厘金占比9.73%。而到1903年时,前者已降到了33.80%,后者则超过半数,达到了50.90%(周志初, 2002, 第187页)。

3.38 亿两。扣除通货膨胀等因素，数十年清政府的财政收入也出现了二到三倍的增长。

不过，这一时期中国的财政能力扩张是非常被动的，大部分的财政收入被用在了赔款、偿还外债和内外军事行动上，政府左支右绌，只能挤出数千万两用于现代化投资（以洋务企业为主体），且近四分之三集中于军事工业（周育民，2000，第 305 页）^①。除了税收数量不断增长外，由于国家信用严重缺失，公债中内债的发行和币制改革均遭遇了事实上的失败，相比之下，同时期的日本在这两方面都取得了巨大的成功。^②尤其需要注意的是，这一时期税收数量的增长是以牺牲中央集权为代价的。与同样遭遇系统性财政危机的 17—18 世纪的英格兰和同时期的日本不同，中国在太平天国之后，地方的财政分权日益严重：一方面，厘金等收入在实际操作中（甚至也包括在法理上）是地方督抚可以自行留存使用的。另一方面，到 19 世纪后半叶，省际的财政关系出现了微妙的变化，中央以往如臂使指的协饷指令已经失灵。^③王国斌等人所说的广袤帝国“跨区域调配”的优势已名存实亡。综合以上因素，晚清政府并没有建立起稳定的公共信用市场（自然也无从刺激民间信用市场的发展），甚至在关乎自身“性命”的军事领域也没有扮演好直接投资者的角色。^④

清代灭亡后，中国的财政近代化道路并未停滞。民国政府在公共信用上取得了两方面的进步：其一是公债制度有所发展，逐渐以外债为主，转向以内债为主。北洋时期，政府累计共借外债 15.56 亿元，尚高于内债的 6.2 亿元，而在南京政府时期，外债只占政府收入的 3.79%，而内债则占到了 27.30%（燕红忠，2009）。在南京政府 26 亿内债的刺激下，这一时期中国的金融业发展迅速，商业银行体系日益健全，尤其是作为债券主要承销者的华资银行受益匪浅（燕红忠，2016）。公债在二级市场的买卖日益兴旺，客观上也促进了证券市场的发展和近代资本市场的繁荣（朱荫贵，2021，第 198—202 页）；其二是货币上，南京政府在 20 世纪 30 年代初接连推动了“废两改元”和法币改革两项改革，终结了中国数百年间无货币主权的窘境。政府为战争融资的能力由此大幅增强。从第一次鸦片战争算起，中国的公共信用市场历时百年，终于与西方国家实现了初步的“合流”。

但是，由于这一时期中国的国家建构仍未完成（中央对地方，尤其是乡村社会的实际控制依然有限），中央政府能够直接调动的资源极为有限；与此同时，民间金融的发展尚处于幼稚阶段，资本市场虽然有所扩张，但仍以投机属性为主（如《子夜》中所描绘的），银行对于工业企业的支持寥寥（张跃，2022）。因此，格申克龙（2012）所强调的，后发国家现代化应倚仗的政府和银行两大主导性力量，事实上在此时的中国均未做好准备。此外，这条合流之路走得太过磕绊，拖得时间也太久——当法币取代银圆成为人们日常生活的媒介时，日本帝国主义军队的一脚已经踏进了长城以内。

五、走中国特色金融发展道路

本文通过考察中西方千年金融发展，从国家治理逻辑角度提出了中西方金融大分流发生的新假说。该假说认为，中西方金融分流的本质在于能否建立起可持续的公共信用体系，而其根源则在于中西方政治目标与治理模式的分野以及由此带来的公共信用供求的差异。新假说不仅为中西方金融大分流提供了更为完整的逻辑链条、加深了已有文献对国家（财政）能力的理解，同时也揭示了政治目标及与之相应的治理模式选择在各国金融制度长期演进中的关键性作用，为金融助力中国式现代化提供了镜鉴。

以往学界多认为，人类社会近千年历史（尤其是工业革命以后），呈现出了一条较为清晰的“先分流、再合流”的发展轨迹（Brandt et al., 2014），即发达国家设定标准，后发国家模仿、赶超。金融发展概莫能外。然而，正如前文所分析的，由于各国所处的内外部环境不同，所受目标函数和行为方程的约束也不同，因此金融发展的路径并不完全一致（不仅先发

^① 值得提出的是，这里的现代化融资并不排除战争融资。在中国，战争融资并非用于扩张，而是维护安全；只有国家安全才能谋求发展，因此，我们将战争融资（典型的如甲午战争融资）也作为现代化融资必不可少的一部分。

^② He (2013) 指出，货币方面，清政府至迟到 1880 年代才开始思考铸造银币，但由于各种原因未能实行，而日本德川时期政府发行的名为“藩札”的纸币，却在较长时间保持了兑换信用，为 1886 年日本银行发行法定货币奠定了基础。

^③ 比如户部为左宗棠西征给各省和各海关下发的协饷指标完成率不足 50%（岩井茂树，2020，第 135—142 页）

^④ 与日本相比，晚清政府的“企业家精神”亦颇缺乏。1888 年，黄河郑州决口堵筑工程耗银 1110 万两，清户部由于觉得外债过重，随即叫停了海军军舰的购买（朱浒，2007）。而对于关系军事实力、工业发展潜力的铁路，历经 1880 年代的两次大讨论，清政府仍未批准修建（朱荫贵，2016）。到 1894 年，日本全国铺设的铁轨里程数约为 3400 公里，而中国只有区区 107 公里（和文凯，2020）。

国家和后发国家之间不一致，在后发国家集团内部也不一致）。只讲共性，忽略个性，既不符合历史真相，也容易落入西方中心主义话语体系的窠臼（王国斌和罗森塔尔，2019）。因此，我们既要看到中国金融发展具有现代化社会的普遍特征——比如前文重点论述的“有限政府+有为政府”的微妙平衡，更要清醒地认识到金融发展道路的“中国特色”。

中国走向现代化的金融发展历程可粗略地分为两段：从晚清到民国，基本走的是以西方为师、从分流到合流的道路，但“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”，制度移植并不成功。而在新中国成立以后，特别是改革开放以来，中国金融助力创造了世所瞩目的“两大奇迹”（即经济快速发展奇迹和社会长期稳定奇迹）。这一时期中国立足自身国情和发展需要所进行的社会主义伟大实践，突破了从分流到合流的演进逻辑：中国没有亦步亦趋地走西方国家几百年前走过的老路，而是创造性地利用了国家信用推动经济发展（Arezki et al., 2017）^①；以政府为主导的金融体系在快速动员资源、促进储蓄—投资转化、支持经济赶超方面发挥了关键性作用，并有效应对各类风险，避免了危机的发生。因此，无论是理论还是实践都表明，超越金融大分流所暗含的“分流—合流”逻辑、走中国特色金融发展道路是助力中国式现代化的必然选择。

党的“二十大”报告明确指出“中国式现代化既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的中国特色”。^②基于这一论断，以金融助力中国式现代化，既要深刻总结各国金融发展所呈现的规律性认识，又要找准并坚持中国特色，真正做到“以我为主，博采众长”。

（一）汲取各国金融助力现代化的经验教训

纵观几百年来各国现代化的历程，金融无不扮演了至为关键的角色。梳理其中的成败得失，以下几个方面值得镜鉴。

首先，可持续的公共信用体系以及与之相契合的国家治理模式尤为关键。金融大分流的国家治理逻辑表明，没有有效的政府约束，就无法保证公共信用市场的稳定。而没有稳定的公共信用市场，为现代化融资就会陷入困境。事实上，即便实现了现代化、走上了更高发展阶段的国家（如主要发达经济体），公共信用的可持续性仍然是维系安全、促进发展的基石。从国家治理模式及相关制度安排上，公共信用的可持续性至少需要以下两方面支撑：第一，加强政府约束和财政纪律。无论西班牙、法国历史上的赖账，还是中国历史上的纸币超发，都是因为缺乏对于政府的硬约束。缺乏财政纪律约束的政府往往会滥用公共信用，从而使公共信用逐步丧失了可信度与可持续性。因此，尽管鼓吹赤字货币化的现代货币理论（MMT）颇为流行，但鲜有政府公开宣称自己会这么做；不少国家设置了赤字率门槛，美国国会还给政府发债设置了债务上限（虽然屡屡被突破）。这些均表明，现代国家都将政府信誉奉为主臬，这是历史经验和教训换来的。第二，建立现代中央银行制度。早期的英格兰央行在促进公债发行与币值稳定方面的决定性作用为举世所青睐。现代中央银行制度就是要明确央行和政府的权利义务关系，保障央行的相对独立性，以防出现财政主导（fiscal dominance）。良好的财务实力和稳健的资产负债表是现代中央银行保持独立性的重要前提。

其次，历次工业革命与金融的支撑是分不开的。工业革命与金融发展息息相关。一方面，金融渗透到技术变革生命周期的各个阶段（佩蕾丝，2007）^③。另一方面，金融组织的演进是技术变革的重要驱动力，出现所谓“工业革命不得等待金融革命”的现象。其中，以18世纪的现代商业银行、19世纪后期的现代投资银行和20世纪中后期的创业投资体系为代表的三次金融革命分别推动了人类三次工业革命的产生（陈雨露，2021）。进一步而言，作为“企业家的企业家”（熊彼特语），金融之于实体经济的意义，不仅在于维持后者基本运转，更在于支撑其不断创新。面对数字化、网络化、智能化加速发展的新一轮（第四次）工业革命，一方面要正确对待资本的快速涌入（甚至容忍一定程度的泡沫），积极引导资本流向回报周期较长的基础性、关键性领域，利用金融杠杆推动实体经济“脱胎换骨”；另一方面由于数字技术的发展也驱动着金融技术的迭代和金融组织的演进（比如去中心化，以美国股票市场的“散户革命”为典型），为应对新一轮金融革命所带来的“时代之题”，需要加快完善监管和治理，减少创造性毁灭过程中伴生的不良影响。

^① 包括斯蒂格利茨在内的多位学者对于中国开发性金融的贡献给予了高度评价。

^② 习近平：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》，2022年10月16日。

^③ 佩蕾丝（2007）将技术革命划分为爆发、狂热、综合和成熟四大阶段，每个阶段大概10年。

最后，近两三百年来所形成的带有本国特色的“最佳实践”值得学习。尽管从国际比较的经验来看，并不存在所谓的“最优金融结构”，也没有绝对完美的金融发展模式，但是不同发展模式中仍存在着带有本国特色的“最佳实践”。这包括：**第一，德国的全能银行与“耐心资本”**。德国长期实行以银行为主导的金融模式，资本市场与工业发展联系紧密。银行既是“全能银行”，又是“管家银行”，扮演着长期融资提供者、流动性保险提供者和金融救助积极主导者等三种角色（张晓朴等，2021）。由此一方面，德国的金融市场较为有效地支撑了其在历史时期的技术追赶（尤其是在第二次工业革命爆发初期）以及二战以后高端制造业的发展。另一方面，银行“雨天少收伞”的做法也使得德国的银企关系相比其他资本主义国家更为协调、共济。**第二，美国的资本市场与风险资本**。20世纪70年代以来，美国的创业投资行业高速发展，风险资本崛起，催生出了所谓的“新经济”繁荣。风险资本本质上是企业通过股票市场渠道获取外部资金，利用了市场主导型金融体系的优势，同时由于风险资本家分阶段注资的方式（以及包括运营辅导、战略指引在内的各种非金融支持）会给企业一个可置信的威胁，从而对企业产生更为有效地监督（与银行主导型的监督类似）和引导，因此其也具有着银行主导型金融体系的部分优点。两种优势的结合使其能够最大限度发挥市场的价值发现能力，缩短新技术落地的时滞，从而推动创新经济的发展（但如果缺乏监管，也容易催生市场的“非理性繁荣”）。**第三，北欧的社会保险与包容性创新**。作为所谓的“中间道路”，北欧国家的治理模式和金融实践与英美日德等国存在较大差异，尽管近年来有所调整，但其强调合作互助、机会均等，更加注重社会保障投入和社会安全网建设等基本特点并未改变。在支持创新方面，相比美国的货币（专利）激励模式，北欧国家的包容性创新模式为国内创业者提供了更好的创业环境，很大程度上解决了创业者的后顾之忧，因此更有利于降低社会创新的准入门槛、促进创新活动的扩散（Stiglitz，2015）。尽管从“比较金融”的角度，北欧的金融从来没有作为一种独立模式存在，但其在融合所谓英美模式与莱茵模式基础上，更加注重普惠性、包容性和突出集体性风险共担却是值得称道的。

（二）走中国特色金融发展道路

两大奇迹的出现提示我们“中国金融一定做对了什么”；与此同时，这也坚定了走中国特色金融发展道路的自信。探索中国特色金融发展道路，廓清历史底色、把握中国国情是基本依托和出发点，回应“人民之问”“时代之问”、助力中国式现代化是价值旨归和着力方向。根本上来说，中国特色金融发展的逻辑内嵌于中国式现代化发展的逻辑。

第一，坚持以人民为中心的发展目标。中国式现代化是人口规模巨大的现代化、是全体人民共同富裕的现代化、是物质文明和精神文明相协调的现代化、是人与自然和谐共生的现代化、是走和平发展道路的现代化。中国式现代化这五大特征中，除了第一点外，其它四点都可以看作是具体的现代化目标。而所有这些目标，无论是共同富裕、物质文明与精神文明的协调、人与自然的和谐，以及和平发展，归根到底，都可以看是人民为中心的发展目标。发展目标决定行为函数、决定治理模式选择，这是历史给我们的启示。这就意味着中国金融发展要回应新时代社会主要矛盾的变化，应坚持以人民为中心而不是以资本为中心。一是着力提升金融的普惠性和包容性，使低收入群体也能分享增长红利，逐步缩小城乡间、地区间和居民部门内部的收入差距和财富差距，促进全体人民共同富裕。二是建立和完善绿色金融体系，注重转型金融发展，践行ESG理念，更好推进实现“双碳目标”。三是深入推进实施公平竞争政策，使各类资本机会平等、公平进入、有序竞争；正确处理资本和利益分配问题，既保障资本参与社会分配获得增值和发展的同时，更加注重维护按劳分配的主体地位；依法加强对资本的有效监管，全面提升资本治理效能，促进资本规范发展。四是胸怀天下，在不谋求金融霸权的同时，积极发挥自身在稳定世界经济金融格局和构建人类命运共同体方面的重要作用。

第二，坚持党的领导，完善金融治理。党的领导关系中国式现代化的根本方向、前途命运、最终成败，是中国式现代化的根本保证。从金融治理角度看，党的领导也是中国金融发展的特色和优势所在。首先，党对金融工作的集中统一领导对完善金融宏观调控决策机制尤为重要，这一方面有利于凝聚党内共识，提升经济金融政策的执行效率；另一方面可发挥党的领导在解决部门之间、中央和地方之间分歧的优势，将不同部门、不同层级整合到同一目标下，避免政策效果抵触或留有空白。其次，党的集中统一领导具有维护国家信用，统

领金融与财政，发挥二者协调配合作用的天然制度优势。一方面，中国开发性金融在全球范围内的异军突起，既是创造性地运用国家信用的实践成果，也是兼具财政与金融双重功能、运行于政府与市场之间的金融创新；另一方面，面对所谓的“金融风险财政化”、“财政风险金融化”，党的领导将有利于在制度层面压实各方责任，“谁家的孩子谁来抱”，统筹应对财政金融风险的互溢。再次，加强和完善党的领导，促进金融治理现代化。重点是将党的领导嵌入国家治理机制，协调好政府—市场—社会三者的关系，这包括：减少政府干预，发挥市场在风险定价和金融资源配置中的决定性作用；超越“发展型政府”、构建“创新型政府”（Mazzucato, 2013），更好发挥政府在促进金融更好服务实体经济、规范金融发展方面的作用；注重发挥社会（人民）的力量，着力加强对资本、平台经济、金融科技等方面的社会监督。

第三，守住不发生系统性风险的底线。中国经历了四十余年的快速发展，但并没有发生危机，这是世所罕见的奇迹。其原因并不在于中国发展模式没有积累风险，而在于中国政府一直居安思危，将不发生系统性风险作为发展的底线。相较于这样的底线思维，新古典经济学则将危机视为市场经济的清道夫，是消除过剩产能、不良资产，实现优胜劣汰的一种自动机制；通过周期性暴发的危机，能够完成市场出清，重启经济的生态系统。依据这样的理论逻辑，至少在发达经济体的政策议程中，防止系统性风险（及危机）就并没有被置于最重要的位置，这与中国形成了鲜明对比。中国在坚持底线思维、防范化解风险方面特色鲜明：一是债务积累与资产积累同步，提升了债务可持续性。改革开放以来，中国的债务攀升与资产积累大体同步（张晓晶，2022，第37页）。与发达经济体政府负债多用于社会保障、转移支付、支持消费相比，中国政府负债（包括地方融资平台）多用于投资和基础设施建设，居民负债也主要用于买房，债务形成了相应的资产，因此风险总体可控。二是依靠发展解决问题。中国经济的快速增长消化了金融系统压力，同时政府也擅长“边发展边解决问题”，比如上世纪90年代末，我国银行体系面临技术性破产，由于政府采取果断措施，且经济恢复强劲增长，问题迎刃而解。三是政府兜底有效阻滞了风险蔓延。国有企业的优惠政策、地方政府的发展责任与软预算约束、金融机构的体制性偏好（或歧视），以及中央政府的最后兜底责任形成所谓“四位一体”赶超发展模式（张晓晶等，2019）。这一模式虽然一定程度上推高了宏观杠杆率，但因为政府兜底和积极应对，举凡金融机构、影子银行、房地产、地方债务等领域的风险扩散均受到了抑制。展望未来，消费驱动逐步取代投资驱动，债务积累将不再对应资本（或财富）形成；经济增速放缓，各类风险将“水落石出”；政府担保扭曲了风险定价，导致债务风险向公共部门集中。鉴于以上，需要明确资本形成与经济增长的重要性，改变政府干预（进而扭曲）风险定价的做法，取消政府隐性担保、打破刚兑，以市场化风险定价与法治化监管，促进金融资源的优化配置，从源头上抑制金融风险的积累，方能守住风险底线，提升经济发展的可持续性。

第四，坚持“两个毫不动摇”，促进金融更好服务实体经济。服务实体经济是金融发展的初心。更好服务实体经济，需要坚持“两个毫不动摇”，着力解决好以下两大问题。一是以国有占主导的金融机构如何服务好以民营占主导的实体经济。据统计，金融体系中国有金融资产占比约为90%，国有控股金融机构占比约为55%，^①体现出中国金融体系以国有为主导的鲜明特征；而民营经济贡献了五成以上的税收，六成以上的GDP，七成以上的技术创新成果，八成以上的城镇劳动就业，九成以上的企业数量，称其为实体经济的主导毫不为过。金融服务讲究“门当户对”，国有主导的金融机构存在所有制偏好，对于（大型）国有企业格外青睐，而对众多（中小）民营企业融资需求的匹配度较低。破解这一难题的关键在于坚持“两个毫不动摇”，继续发展民营金融机构，推动金融领域的混合所有制改革以及金融部门治理结构的优化，打造新时代的“门当户对”。二是以银行为主导的金融体系如何支持科技创新。商业银行稳健经营的原则与科技创新所存在的高风险特征间存在天然的矛盾，这种矛盾导致中小科创企业（往往也是民营企业）成为银行体系服务的“盲点”：政策性银行和商业银行的产品和服务对其支持力度不足、且缺乏针对性，同时科技银行的数量、规模太小，专业化的投资行为严重缺失。解决这一问题，一方面要求商业银行将高水平科技自立自强作为重点服务领域，保持高技术产业中长期贷款合理增长，加大科技型中小企业知识产权质押融资、信

^① 胡晓炼：《走中国特色金融发展道路》，2022年12月24日。

用贷款、首贷和续贷投放力度。另一方面，支持商业银行具有投资功能的子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金、政府产业投资基金等，为科技企业发展提供股权融资；支持资产管理产品依法投资包括未上市科技企业股权及其受（收）益权在内的权益类资产，实现资管产品期限与其所投资资产期限相匹配、与科技企业成长周期相匹配。此外，进一步扩大直接融资，切实发挥资本市场在支持创新方面的重要作用。

第五，增强金融体系韧性，维护金融安全。金融安全是金融发展的底线，维护金融安全是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事。近期的俄乌冲突、“金融武器化”进一步凸显了增强金融体系韧性、维护金融安全的重要性。一是以金融高质量发展促进金融安全。通过金融体系结构的优化，提升金融服务实体经济的效能，尤其是充分发挥金融在优化配置风险方面的功能，加强和完善金融监管，强化金融稳定保障体系，健全资本市场功能，提高直接融资比重，提升金融国际竞争力，增强金融体系韧性，以金融发展促金融安全。二是补齐金融基础设施短板。重点是完善支付清算体系，面对潜在的金融制裁风险，以人民币国际化与数字货币为抓手，加快推进支付结算手段的多元化。三是把握好金融依存性增强与金融自主化发展之间的张力。由于数字化时代的到来，数字金融的网络化特征使得各国金融之间的关联性和相互依赖性不断增强，后发国家被中心国家主导（甚至被脱钩、被制裁）的可能性进一步加大，严重损害了后发国家的金融安全，大大干扰了后发国家金融发展的自主性。从这个意义上，中国需要在技术和标准方面赢得主动。一方面瞄准硬核技术，在芯片、操作系统等“卡脖子”技术上下功夫，“练好内功”；另一方面瞄准规则和标准，积极参与全球金融与数字治理，围绕全球金融安全网、跨境金融监管、跨境数据流动、市场准入、反垄断、数字货币、数据隐私保护等重大问题探索建立治理规则，提升中国在金融与数字治理领域的话语权。

参考文献

- 包伟民, 2022: 《“唐宋变革论”:如何“走出”?》, 《北京大学学报》(哲学社会科学版)第4期。
- 邦尼, 2018: 《经济系统与国家财政》, 中译本, 上海财经大学出版社。
- 毕学进、马金华, 2022: 《“由外而内”:晚清外债善恶之辩到内债思想萌生发端》, 《经济思想史学刊》第2期。
- 布罗代尔, 2017: 《地中海与菲利普二世时代的地中海世界》(第一卷), 中译本, 商务印书馆。
- 蔡洪滨、周黎安、吴意云, 2008: 《宗族制度, 商人信仰与商帮治理: 关于明清时期徽商与晋商的比较研究》, 《管理世界》第8期。
- 曹正汉, 2022: 《中央、地方与社会: 中国治理研究的一种理论视角》, 《社会科学》第8期。
- 陈锋, 2010: 《清代财政史论稿》, 商务印书馆。
- 陈雨露, 2021: 《工业革命、金融革命与系统性风险治理》, 《金融研究》第1期。
- 陈志武, 2022: 《文明的逻辑》, 中信出版社。
- 邓大才, 2018: 《通向权利的阶梯: 产权过程与国家治理——中西方比较视角下的中国经验》, 《中国社会科学》第4期。
- 费孝通, 2021: 《乡土重建》, 北京联合出版公司。
- 费正清, 2020: 《剑桥中国晚清史》(下卷), 中国社会科学出版社。
- 福山, 2012: 《政治秩序的起源》, 中译本, 广西师范大学出版社。
- 富田俊基, 2011: 《国债的历史: 凝结在利率中的过去与未来》, 中译本, 南京大学出版社。
- 高德步, 2016: 《中国价值的革命》, 人民出版社。
- 格申克龙, 2012: 《经济落后的历史透视》, 中译本, 商务印书馆。
- 戈兹曼, 2017: 《千年金融史》, 中译本, 中信出版集团。
- 哈特, 2022: 《荷兰财政金融史》, 中译本, 上海财经大学出版社。
- 和文凯, 2020: 《市场经济与资本主义: 大分流视野下的中国明清经济史研究》, 《清史研究》第6期。
- 和文凯, 2021: 《财政制度、国家权力正当性与国家能力: 清代国家能力的再考察》, 《中国经济史研究》第1期。
- 胡滨, 2022: 《中国金融安全: 形势、挑战和对策》, 《清华金融评论》第8期。
- 霍默·西勒, 2010: 《利率史》, 中译本, 中信出版社。
- 金德尔伯格, 1991: 《西欧金融史》, 中译本, 中国金融出版社。
- 科大卫, 2002: 《中国的资本主义萌芽》, 《中国经济史研究》第1期。
- 兰日旭, 2016: 《中外金融组织变迁——基于市场—技术—组织的视角》, 社会科学文献出版社。
- 雷, 2017: 《现代货币理论》, 中译本, 中信出版社。
- 李伯重, 2010: 《中国的早期近代经济》, 中华书局。
- 李存山, 2006: 《程朱的“格君心之非”思想》, 《中国社会科学院研究生院学报》第1期。
- 李文杰, 2018: 《息借商款与晚清财政》, 《历史研究》第1期。
- 李晓、李黎明, 2021: 《中西金融大分流的国家信用逻辑》, 《吉林大学社会科学学报》第2期。
- 李玉, 2006: 《晚清昭信股票发行过程论略》, 《近代史研究》第4期。
- 刘尚希、赵福昌、孙维, 2022: 《中国财政体制: 探索与展望》, 《经济研究》第7期。
- 刘守刚、王培豪, 2021: 《荷兰共和国时期的财政金融革命及历史启示》, 《金融评论》第3期。
- 罗兹曼, 1995: 《中国的现代化》, 中译本, 江苏人民出版社。
- 马德斌, 2020: 《中国经济史的大分流与现代化》, 中译本, 浙江大学出版社。
- 马尔滕·波拉, 2013: 《黄金时代的荷兰共和国》, 中译本, 中国社会科学出版社。
- 马金华, 2018: 《英国金融组织变迁》, 社会科学文献出版社。
- 麦克唐纳, 2021: 《债务与国家的崛起——西方民主制度金融起源》, 中译本, 社会科学文献出版社。
- 倪玉平, 2021: 《“大分流”视野下清朝政治治理能力再思考》, 《中国经济史研究》第1期。
- 倪玉平, 2018: 《试论清代财政体系的近代转型》, 《中国经济史研究》第4期。
- 佩蕾丝, 2007: 《技术革命与金融资本》, 中国人民大学出版社。
- 彭凯翔, 2021: 《明清经济史中的国家: 一个对话的尝试》, 《中国经济史研究》第2期。
- 彭信威, 2020: 《中国货币史》, 中国人民大学出版社。
- 彭泽益, 1981: 《清代咸同年间军需奏销统计》, 中国社会科学出版社。
- 皮凯蒂, 2014: 《21世纪资本论》, 中译本, 中信出版社。
- 千家驹, 1984: 《旧中国公债史资料》, 中华书局。
- 钱穆, 2001: 《中国历代政治得失》, 三联书店。
- 史志宏, 2008: 《清代户部银库收支和库存统计》, 福建人民出版社。
- 王国斌、罗森塔尔, 2019: 《大分流之外——中国和欧洲经济变迁的政治》, 江苏人民出版社。
- 王瑞来, 2010: 《皇权再论》, 《史学集刊》第1期。
- 王申, 2019: 《论南宋前期东南会子的性质与流通状况》, 《清华大学学报》(哲学社会科学版)第3期。
- 希克斯, 1998: 《经济史理论》, 中译本, 商务印书馆。
- 熊彼得, 1990: 《经济发展理论》, 中译本, 商务印书馆。
- 岩井俊树, 2020: 《中国近世财政史研究》, 中译本, 江苏人民出版社。
- 燕红忠, 2009: 《近代中国金融发展水平研究》, 《经济研究》第5期。
- 燕红忠, 2016: 《近代中国的政府债务与金融发展》, 《财经研究》第9期。
- 燕红忠, 2017: 《财政转变、金融发展与经济转型——兼论中西方长期金融发展中的“分流”与“合流”》, 《浙江社会科学》第12期。
- 杨大勇, 2016: 《16—17世纪荷兰的崛起与资本市场》, 《史学理论研究》第1期。
- 叶世昌, 2003: 《古代中国经济思想史》, 复旦大学出版社。
- 张泰苏, 2022: 《从“唐宋变革”到“大分流”: 一种假说》, 《北京大学学报》(哲学社会科学版)第4期。
- 张晓晶, 2022: 《中国经验与中国经济学》, 中国社会科学出版社。
- 张晓晶、刘学良、王佳, 2019: 《债务高企、风险集聚与体制变革——对发展型政府的反思与超越》, 《经济研究》第6期。
- 张晓晶、王庆, 2022: 《传统中国的财富积累与分配: 1820年代长三角地区社会财富研究》, 中国社会科学院出版社。
- 张晓朴、朱鸿鸣等, 2021: 《金融的谜题: 德国金融体系比较研究》, 中信出版社集团。
- 张宇燕、高程, 2005: 《海外白银、初始制度条件与东方世界的停滞——关于晚明中国何以“错过”经济起飞历史机遇的猜想》, 《经济学》(季刊)第1期。

- 张跃, 2022: 《点债成金: 私人信用下的中国近代企业资本》, 社会科学文献出版社。
- 周雪光, 2014: 《从“黄宗羲定律”到帝国的逻辑: 中国国家治理逻辑的历史线索》, 《开放时代》第4期。
- 周雪光, 2017: 《中国国家治理的制度逻辑》, 三联书店。
- 周育民, 2000: 《晚清财政与社会变迁》, 上海人民出版社。
- 周志初, 2002: 《晚清财政经济研究》, 齐鲁书社。
- 朱浒, 2007: 《地方社会与国家的跨地方互补——光绪十三年黄河郑州决口与晚清义赈的新发展》, 《史学月刊》第2期。
- 朱荫贵, 2016: 《中国早期现代化: 与日本的比较》, 《中国社会科学》第9期。
- 朱荫贵, 2021: 《近代中国的资本市场》, 复旦大学出版社。
- Arezki, R., P. Bolton, S. Peters, F. Samama, and J. Stiglitz, 2017, “From Global Savings Glut to Financing Infrastructure”, *Economic Policy*, 32(90), 221-261.
- Brandt, L., D. Ma, and T. G. Rawski, 2014, “From Divergence to Convergence: Reevaluating the History Behind China's Economic Boom”, *Journal of Economic Literature*, 52(1), 45-123.
- Buchinsky, M., and B. Polak, 1993, “The Emergence of a National Capital Market in England, 1710-1880”, *The Journal of Economic History*, 53(1), 1-24.
- Daunton, M. J., 1995, *Progress and poverty: an Economic and Social History of Britain 1700-1850*, Oxford University Press.
- Dickson, P. G. M., 1967, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, London: Macmillan.
- Dincecco, M., and M. Prado, 2012, “Warfare, Fiscal Capacity, and Performance”, *Journal of Economic Growth*, 17(3), 171-203.
- Ertman, T., 1997, *Birth of the Leviathan: Building States and Regimes in Medieval and Early Modern Europe*, Cambridge University Press.
- Greif, A., and G. Tabellini, 2010, “Cultural and Institutional Bifurcation: China and Europe Compared”, *American Economic Review*, 100(2): 135-40.
- Greif, A., and G. Tabellini, 2017, “The Clan and the Corporation: Sustaining Cooperation in China and Europe”, *Journal of Comparative Economics*, 45(1), 1-35.
- Guan, H., N. Palma, and M. Wu, 2022, “The Rise and Fall of Paper Money in Yuan China, 1260-1368”, The University of Manchester Working Paper, No. 2207.
- Hartwell, R. M., 1982, “Demographic, Political, and Social Transformations of China, 750-1550”, *Harvard Journal of Asiatic Studies*, 42(2), 365-442.
- He, W., 2013, *Paths Toward the Modern Fiscal State*, Harvard University Press.
- Ingham, G., 2015, “The Great Divergence: Max Weber and China's Missing Links”, *Max Weber Studies*, 15(2), 160-191.
- Liu, W. G., 2015, “The Making of a Fiscal State in Song China, 960-1279”, *The Economic History Review*, 68(1), 48-78.
- Ma, D., 2013, “State Capacity and Great Divergence, the Case of Qing China (1644-1911)”, *Eurasian Geography and Economics*, 54(5-6), 484-499.
- Mazzucato, M., 2013, *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myth*, Anthem Press.
- North, D. C., and B. R. Weingast, 1989, “Constitutions and Commitment: the Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-century England”, *The Journal of Economic History*, 49(4), 803-832.
- Stiglitz, J. E., 2015, “Leaders and Followers: Perspectives on the Nordic Model and the Economics of Innovation”, *Journal of Public Economics*, 127, 3-16.
- Sylla, R. E., R. H. Tilly, and G. Tortella, 1999, *The State, the Financial System, and Economic Modernization*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Tilly C., 1992, *Coercion, Capital, and European States, AD 990-1992*, Oxford: Blackwell.
- Tracy, J. D., 1985, *A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the County of Holland, 1515-1565*, Univ of California Press.
- Velde, F. R., and D. R. Weir, 1992, “The Financial Market and Government Debt Policy in France, 1746-1793”, *The Journal of Economic History*, 52(1), 1-39.
- Vries, P., 2012, “Public Finance in China and Britain in the Long Eighteenth Century”, London School of Economics and Political Science, Department of Economic History.
- Weingast, B., 1997, “The Political Foundations of Limited Government: Parliament Sovereign Debt in Seventeenth-Century and Eighteenth-Century England”, *The Frontiers of the New Institutional Economics*, 213-246.
- Weir, D. R., 1989, “Tontines, Public Finance, and Revolution in France and England, 1688-1789”, *The Journal of Economic History*, 49(1), 95-124.