



投资增长与信贷配置的 关联机制研究

——基于中国转型期的特征事实与理论解释

李泽广 著



中国财政经济出版社

投资增长与信贷配置的 关联机制研究

——基于中国转型期的特征事实与理论解释

李泽广 著

本书为国家社科重大项目“深化财税、金融、外贸和投资体制综合改革”（06andZD030）和教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（2009JJD790027）的阶段性成果。

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资增长与信贷配置的关联机制研究：基于中国转型期的特征事实与理论解释/李泽广著. —北京：中国财政经济出版社，2010. 12

ISBN 978-7-5095-2616-3

I. ①投… II. ①李… III. ①投资-经济增长-关系-信贷管理-研究-中国 IV. ①F832.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 220306 号

责任编辑：马 真

责任校对：徐艳丽

封面设计：耕者设计

版式设计：董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

××印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 17.25 印张 259 000 字

2010 年 月第 1 版 2010 年 月北京第 1 次印刷

印数：1— 定价： 元

ISBN 978-7-5095-2616-3/F·2229

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010-88190744

前 言

高速的投资增长率是改革开放三十多年来中国经济增长模式的标志性特征，也是驱动经济持续增长的主要动因之一。理解这种增长模式的关键在于对以下几个问题的解答：驱动中国如此之高的投资率的内在机制为何？这种投资率背后的体制特征和微观激励机制，特别是信贷金融支持系统是如何实现的？在这种机制之下，高投资增长率主导型的增长模式能否得以维系？过去的研究大多集中在总量投资的分析层面，忽略了投资决策的具体机制。本书则力图通过解析“投资过度”特征的信贷基础，为理解上述问题提供新的思路。

毫无疑问，投资的数量和质量在很大程度上取决于金融系统调动储蓄和信贷分配的效率。与中国经济增长模式相匹配的信贷金融体系对投资的高速增长起到了决定性的驱动作用。无论改革开放初期的财政主导型投融资体系，还是发展到目前的“间接融资体系”支持的投资体制，乃至部分学者预言的可能会出现“资本市场”支持型的投资体系，对信贷支持的功效和内在机制进行研究都是十分必要的，这不仅有助于深刻理解中国转型期增长模式的“内核”，也会对中国今后的投融资体制改革提供有益的借鉴。尤其是，中国目前处于金融深化和自由化的过程中，信贷体系对实体经济支持的各种路径和具体机制，有着动态变迁的特征。如何描述和解析这种变迁的路径，特别是对信贷体系效率改进对投资的宏微观效率的影响问题意义重大^①。

本书首先从多维度上界定了“投资过度”的经验事实；其次，从信贷契约的流动性提供机制、宏观资本配置机制、信贷配给机制、预算软约束机

^① 而从微观层面，即从契约视角对信贷问题的研究文献现在已经浩如烟海，可参见近年来发表在 *Journal of Finance*，以及 *Journal of Financial Economics* 等顶尖财务金融期刊。

制，以及表征“诺斯悖论”的政府干预机制视角，分别探讨了中国“投资过度”特征的信贷支持机制。并将上述机制因其性质不同，划分为市场化与非市场化的信贷支持机制。上述渠道和机制的复杂交错，使得投资和信贷的纽带关系在不同层面所表现出的均衡形式大相径庭，在总量数据层面，表现为信贷供给和总量投资间的动态转换关系；省际数据层面二者则呈现出多重均衡形式；微观层面，通过拓展新古典的供需均衡投资方程，信贷对投资的配置与调节功能同样复杂，受信贷配给机制和预算软约束问题的制约。

具体地，本书通过对宏观总量固定投资、分省固定投资、行业固定投资，以及微观层面的上市公司投资数据及其分别对应的信贷变量进行实证研究。总结相关结论，可以发现，以信贷契约形式提供的流动性保障机制能够有效地支持中国转型期投资的高速增长，但是信贷契约的资本配置效率却并未得到有效的改善。无论信贷配给、预算软约束，还是政府干预等非市场化机制都能够有力地作用于投资决策。在对分省固定投资与信贷支持关系进行分析时，本书还发现二者关系呈现典型的“门槛效应”，其根源在于非市场化机制从中扭曲了投资和信贷的契约形式。分省面板数据的结构联立方程的估计结果也证实了政府对信贷体系的管制和“外部影响”是决定投资的重要变量。本书最后给出了深化市场化导向信贷资源配置和投融资体系的政策建议。全书共分七章，结构安排如下：

引言部分介绍了本书在理论和实践层面的重要价值、研究背景、研究方法、逻辑架构和创新点。

第一章梳理了供需均衡的新古典投资方程研究的最新进展。该方程拥有的显著特征是有效分离实体变量和金融变量，便于讨论信贷变量对投资的各种影响机制；模型的形式和所含变量将是全文进行实证分析的重要参照。在此基础上，分析了信贷变量以“金融约束”、“信贷配给”和“预算软约束”等非市场化机制影响投资的各种渠道及其效果。

第二章着力于解析中国转型期宏观投资从总量、结构与效率等不同角度所表现出来的具体特征，并以此为依据对“投资过度”现象进行界定和讨论。然后，从信贷契约为总量投资提供流动性的角度，探讨了中国宏观投资与信贷支持的特征事实。通过综合分析各种指标，证实了中国宏观总量投资存在一定的“结构过度”的事实。但是作者同时也发现，中国的宏观总量投资增长并非呈现出所谓的“信贷驱动型”投资增长模式，而是宏观投资的快速增长内生地拉动了“信贷供给”。这就为下文信贷的非市场机制分析

提供了经验基础。

第三章和第四章分别以省际数据和行业数据为样本，研究了中国既存信贷体系的资本配置效率问题。分省数据表明，信贷和投资的关系存在所谓的“门槛效应”。动态上看，被动性增长的信贷供给能够在一定程度上较好地适应行业投资的需求，但是对从配置效率的改善效果来看，短期是长效的。分行业数据的实证分析证实，投资资金虽然能够在各行业间进行流动，但是信贷的资本配置效率是低效的。这说明，信贷体系作为资金配置的重要机制，其功效并不理想。总量信贷的起伏是造成行业产出波动的关键因素，信贷流向不同产业的结构仍存在不合理之处；是产业转型的重要影响因素，但是政府的影响也是必要而显著的。我们认为造成这种现象的根源之一即是信贷对投资支持的“非市场化机制”。

第五章至第七章主要对信贷支持投资的“非市场化”机制进行详细论述。第五章构建了信贷约束和预算软约束双重制约下的企业投资模型，并采用上市公司的数据证实了预算软约束会对国有企业的投资形成产生“扭曲”激励作用。第六章考察了中国转型期间信贷配给对投资的影响，通过采用宏观数据的计量形式，证实了宏观信贷配给的存在，并从理论层面解释了“外生性”信贷配给对投资可能带来的扭曲效应。第七章综合考察了政府对投资的管制、公共物品提供以及间接作用于信贷金融体系而造成投资决策激励机制“异化”的各种途径，发现借鉴解析政府行为的“诺斯悖论”和“市场化悖论”能够较好地理解信贷和投资关系中的“政府干预机制”。

通过理论和实证分析，文章阐述了导致投资过度特征的信贷支持的“非市场化机制”，特别是通过梳理信贷支持机制变迁的主线和脉络，能够较好地理解各变量对二者关系模式的影响机制，从而为政府决策提供有用的理论依据。

Preface

High-speed growth rate of investment is the landmark characteristic of China's economic growth mode over the last 30 years of reform and opening up, and also one of the major drives of the sustained economic growth. The question is what are the driving factors for such a high rate of investment in China? How the system characteristics and micro incentive mechanisms behind this high rate are realized, in particular the credit and financial support system? In such a mechanism, could the high growth rate of investment-led growth mode be maintained? Past researches mostly focus on the analysis of the total investment level, and neglect the specific investment decision-making mechanism. This paper is trying to analyze the credit foundation of "over-investment" characteristic.

There is no doubt that the matching credit financial system of "excessive investment" has played an irreplaceable role. Whether regarding the finance-oriented investment and financing system at the early stage of reform, or the current investment system supported by "indirect financing system", or even the possible investment system supported by "capital market" in future, research on the effectiveness and internal mechanisms of credit support not only helps to profoundly understand the "core" of China's growth pattern in the transitional period, but also provides useful Lessons on China's future investment and financing reform. Especially that China is in the process of financial deepening and liberalization, the various paths and mechanisms of the credit system's support on the real economy has a dynamic change characteristic. It is worthy of in-depth study to describe the changing path, in particular the macro-and micro investment efficiency of improvement on credit system.

This paper firstly defines the experience facts of "excessive investment" and

secondly, it explores the credit support mechanism of China's "excessive investment" characteristic from perspectives such as the liquidity providing mechanism of the credit contract, macro capital allocation mechanism, credit rationing mechanism, soft budget constraint mechanism, and the government intervention mechanism characterized by "North Paradox". According to the existing researches, the above mechanisms are divided into market and non-market credit support mechanisms according to their nature. Because of the different effective channels and mechanisms, the investment and credit relationship at different levels have shown a multiple equilibrium forms. By expanding the new classical investment equation of balanced supply and demand, this paper explains the reasonableness of multiple balances from a micro theoretical perspective.

Thirdly, in the empirical level, by analyzing the data regarding macro total fixed investment, provincial fixed investment, industry fixed investment, as well as micro-level investment data of listed companies, and their corresponding credit variables, the paper found that the liquidity mechanism provided in the form of credit contract could effectively support the rapid growth of investment during China's transitional period, but the capital allocation efficiency of credit contract was not effectively improved. Either credit rationing, soft budget constraint, or government intervention, and other non-market-oriented mechanisms, could play an important role in the investment decisions. In the analysis of relationship between provincial fixed investment and credit support, the paper also found that the relationship between the two shows typical "threshold effect". It roots in the distortion of the contract form between investment and credit by the non-market mechanisms. The estimated results by the structural equations of provincial panel data also confirmed that the government's control on credit system and the "external influences" are important determinant variables for investment. Finally, the paper proposed policy recommendations for the establishment of a market-oriented credit resource allocation system. The paper is structured as follows:

The Introduction Part is on the theoretical and practical values, research background, research methodology, logical structure, and innovation of this research. Chapter 1 summarized the latest development of the new classical investment equation of balanced supply and demand. The form and variables of the model

will be important reference for the empirical analysis of this paper. Based on that, the paper analyzed the various channels and corresponding effectiveness of influences on investment by credit variable in the forms of various non-market mechanisms such as “Financial constraints”, “Credit rationing”, and “Soft budget constraint” etc.

Chapter 2 focused on analyzing the characteristics of China’s macro investment during the transitional period in dimensions such as total volume, structure and efficiency, and, based on that, defines the “excessive investment” phenomenon. Then it explored the stylized facts of China’s macro-investment and credit support from the perspective that credit contract provides liquidity for total investment. A comprehensive analysis of various indicators confirmed that there is certain “excessiveness” in China’s total macro investment, but the author has found that the growth of China’s total investment does not adopt the so-called “credit-driven” mode, instead, the rapid growth of macro investment has endogenously pulled the “credit supply.” This provides empirical foundations for the following analysis on the non-market mechanisms of credit.

Chapter 3 and 4 study the capital allocation efficiency of China’s existing credit system by using provincial data and industry data respectively. The provincial data showed the so-called “threshold effect” in relationship between credit and investment. Dynamic speaking, passive growth of credit supply could well adaptively change the capital allocation efficiency to a certain extent, but its influence on the allocation efficiency is invalid in a short term. An empirical analysis of the various industries showed that although investment funds can flow among the various industries, the capital allocation efficiency of credit is low. This shows that the credit system does not take ideal effect as an important mechanism for the allocation of funds. The cause for this phenomenon is the “non-market mechanisms” In credit’s support of investment.

Chapter 5, 6 and 7 discussed in detail the “non-market” mechanism in credit’s support of investment. Chapter 5 constructed a business investment model with credit restraints and soft budget constraint, and confirmed with listed company data the “distorted” incentive effect by soft budget constraint on the investment of state-owned enterprises. Chapter 6 checked the influence of credit rationing on

investment during China's transitional period. By the econometrics of macroeconomic data, the article confirmed the existence of macro credit rationing, and explained the possible distortion effect of "exogenous" credit rationing on investment from a theoretical perspective. Chapter 7 made a comprehensive survey of the government's control of invest, supply of public goods, as well as various channels those take indirect effects on the credit and financial system and lead to the "alienation" of the incentive mechanism of investment decision-making. It found that by referring to the "North Paradox" and "Paradox of the market" in understanding the government behavior, one can better understand the "government intervention mechanism" in the relationship between credit and investment.

Through theoretical and empirical analysis, the article analyzed the "non-market mechanism" of credit support that leads to excessive investment. Particularly, it's carding of the changes in credit support mechanism helps to better understand the mechanism of influence on the relationship between the two by various variables, so as to provide useful theoretical basis for the government's decision-making.

目 录

绪 论	(1)
第一节 研究意义与研究背景	(1)
第二节 研究方法与逻辑结构	(7)
第三节 创新与不足	(9)
第一章 投资理论中的信贷机制问题	(12)
第一节 总量供需均衡的投资模型	(14)
第二节 信贷投资互动关系中的非市场化机制	(29)
第二章 中国宏观投资特征与信贷支持的经验事实	(49)
第一节 对两个关键问题的争论、依据及其评析	(50)
第二节 过度的投资:总量、结构与效率的分析视角	(55)
第三节 投资与信贷变量的时序关系检验	(71)
第三章 分省投资增长与信贷体系配置效率	(96)
第一节 企业投资与信贷关系“门槛效应”的规范表述	(97)
第二节 基于面板数据门槛模型的实证检验	(101)
第三节 分省投资增长、效率改进与信贷配置机制	(118)
第四节 分省信贷投资配置效率的非参数形式检验	(127)
第四章 行业转型、投资效率与信贷配置	(132)
第一节 信贷配置机制变革与投资效率演变	(132)
第二节 银行信贷对我国投资效率的影响:基于行业数据的推断	(134)

第三节	市场化进程与信贷资源的非均衡分布	(142)
第四节	信贷支持、政府支出与产业转型的关联机制研究	(146)
第五章	信贷约束、预算软约束与企业投资行为	(159)
第一节	信贷约束、预算软约束与投资 ——现金流敏感度分析	(160)
第二节	上市公司投资行为描述：模型与机理	(168)
第三节	基于动态面板数据的经验估计	(174)
第六章	信贷配给机制及其对投资的影响	(185)
第一节	文献梳理	(187)
第二节	制度性信贷配给及其对投资影响	(189)
第三节	信贷配给能否有效解释总量投资的特征	(193)
第四节	非市场化的信贷配置体系与投资体制变迁	(198)
第七章	财政缺口、信贷配置与区域投资增长	(202)
第一节	财政分权、区域投资与地方信贷干预	(202)
第二节	投资管制、公共资本提供与企业投资行为	(221)
第三节	构建市场化金融主导的资本形成机制	(228)
小 结	(237)
参考文献	(240)
后 记	(261)

第一节 研究意义与研究背景

本书的研究对象主要包括以下内容：（1）转型期中国投资过度的信贷基础，主要从信贷流动性提供与资源配置功能角度探讨其导致结构性投资率过高的非市场化机制问题；（2）金融深化进程中，资本市场（信贷市场）不完美理论及其对我国宏微观投资行为特征的解释、应用和修正与拓展；（3）以中国不同层面的投资信贷数据为样本，引入政府变量，通过梳理中国信贷配置机制变迁过程，探讨其对投资决策的影响效果的异同。

一、研究意义

对改革开放 30 多年来的信贷和投资关联机制，特别是对投资高速增长背后的信贷资源支持问题进行探讨有着重要的理论和现实意义。因为投资问题的重要性内生于我国特有的经济增长模式和驱动机制，而有效支持投资的流动性提供机制、资源配置机制和激励机制则是保证投资效率和总量呈现快速发展的前提条件。特别是当前中国经济内外失衡，宏观经济运行存在诸多亟待解决命题，而在缺乏较为明确的政策导向和理论依据的背景下，对于投资和信贷这两个至为关键变量关系的辨析会直接触及整个中国经济运行的内核，有助于理解中国金融运行和经济增长模式的内涵与结构转变，也有助于

对既有的信贷政策框架和投融资体制改革进行重新审视。

伴随着经济发展水平的提高，既有的投资和外贸“双轮驱动”的粗放增长模式正在被逐步调整，如何走集约型增长之路，实现增长方式的转变是当前发展中的关键问题。既有的增长模式中，投资过度又是中国改革开放以来，持续如此多年的经验事实，尽管缺乏较为完备的理论对此作出合理解读和深入探讨。比如，过去的研究大多集中在总量投资的特征描述，忽略了影响微观投资决策的金融约束机制，对高速投资的缘由、影响和后续调整策略都未能给出令人信服的结论。本书着力于解析总量投资的信贷微观基础，因为伴随着经济调控的市场化趋势，关注微观经济主体行为的思路是大势所趋，也只有深入探寻宏观经济的微观基础，才能够深刻地理解微观主体所处的金融生态和政策环境，所作出的政策评价方有意义。

通过纵向和横向的比较来看，投资过度的特征伴随着整个中国的转型期。目前对于投资过度的解释有着很多的角度，比如技术创新导致的投资周期过度、经济金融自由化的渐进性导致的要素价格偏低而致的投资过度和产能过剩等等。但是，中国持续了近30年的过度投资现象，显然不是单一因素能够解释的。正如斯蒂格利茨所强调的，对于投资和经济增长的分析，往往对金融因素所起到作用和机制认识不足。基于此，我们将研究的重点集中于投资过度和微观基础大幅波动的金融层面。尽管股权资本市场在近年得到了迅速的发展，但是我国银行主导型的金融架构体系没有变化。而且，从一个较长的时间维度上看，信贷市场对企业投资的支持机制，以及对信贷市场深化中的一些特殊机制进行探讨仍然会有很强的政策价值。特别是进入2007年以来，政府对于信贷和投资过度增长的有效平抑已经成为宏观经济调控的两大“焦点”所在。对二者互动机制进行揭示以及深入研究的重要性和必要性可见一斑。

从本书设定的研究话题和相关理论层面上看，国内外对于投资过度的解释主要集中于信贷市场不完美理论。这虽然为我们提供了有效的理论参考框架，但是由于其囿于新古典式的分析框架，无法理解转型期中国普遍存在的非市场化机制，从而无法有力地剖析中国的事实，更无法为中国的制度化建设提供有益的政策建议。

比如，当前资本市场不完美的理论框架对投资的解释，强调信贷市场摩擦因子的存在导致了信贷配给的存在和放大宏观经济波动的金融加速器效应。这的确为分析宏观投资行为提供了较好的一个微观基础，但是用其来解

析中国的宏观投资波动问题却是失效的，因为企业和银行之间的契约连接并非单单依赖于企业价值的波动，更多的是依靠关系型融资，甚至隐性的信贷配给形式。再比如国外的信贷配给是发达市场体系中普遍存在的均衡状态，是由于银行面对信息不对称环境而作出的理性选择，但是如果一味局限于其框架，必然无法解释中国普遍存在的由于政府隐性干预和制度歧视等原因而存在的外生性信贷配给。此外，对于信贷和投资关系的研究中，沿着从信贷配给到内生的银行预算软约束的过度，体现了理论体系的演进，开拓了信贷和投资关系机制研究的新空间。在信息经济学得到普遍应用的今天，即便发达金融市场同样存在信贷配给的概念已经广为接受，机制设计理论又将内生预算软约束（即便在发达金融市场，预算软约束也会存在并且对经济主体行为产生深刻作用）的理念深植人心。这些理论在刻画企业的投融资行为方面具有重要意义。本书也力图部分地借鉴 CSV 分析范式，以此角度来解析银行信贷和企业投资的行为特征和互动机制。这对重新检讨我国对银行体系及其信贷行为的监管理论有所裨益。

还应提及，进一步思考中国经济增长的范式，还须虑及金融深化的特征将伴随着中国经济走向市场化的时代背景。这又会衍生出一系列关键性的命题，比如投资到底在整个转型期应该处于何种位置？何种因素驱动了转型期中国如此之高的投资率？这种高投资率背后的体制特征和微观激励机制，特别是金融支持系统是如何实现的？并且，如何区分或者界定投资过度是由于信贷配给造成的结构性投资过度？是预算软约束下的代理成本促成的投资冲动所致，还是由于金融约束条件下的投资加速效应所致？本书从连接我国总量投资的宏微观层面作出努力，特别是探讨我国高投资率的信贷市场影响因素。

本书还拟结合上述信贷的非市场化配置机制以及政府干预机制，充分考虑以下具有中国特色的变量：（1）异质企业结构体系，国有和非国有企业面临不同金融约束条件下作出投资决策的差异性问题等理论上尚未进行充分探讨的领域。（2）考虑信贷配置机制变迁中的政府作用，及其如何在市场化和金融管制中找寻一条均衡的路径。（3）将信贷配给和预算软约束区分为内生性与外生性的形式，并从其对投资的影响机理分别论述。这些因素在经典的经济学框架往往被忽略，却恰恰对中国的金融体系发展和宏观经济调控有着重要的借鉴价值。

二、研究背景

作为一个逐步开放的复杂的大国经济，探讨我国的增长源泉、模式，以及投资对总量运行与效率问题，需要融合太多的要素，更需要从纷繁复杂的经济运行中抽离出主导性的变量和机制。这本质上涉及金融发展和经济增长关系的根本命题。

鉴于其影响经济增长所涉及的变量和因素颇为广泛，本书仅仅将研究中心集中在信贷资本市场深化及其对投资的宏微观效应方面。至于为何集中考虑信贷市场对于投资的影响，我们认为这一点已为大多数研究者所论述。如斯蒂格利茨就认为银行体系的制度结构和信贷可得性应该是重构货币经济学和解释经济运行的起点。伯南克也将信贷与投资的加速器效应作为其理论体系架构的核心内容。

事实上，对于信贷支持、金融发展和经济增长的关系，早在 20 世纪 90 年代开始，就有一大批的研究者。但是进入 90 年代后，伴随着金融系统的不断复杂化，也伴随着计量技术和工具的不断现代化，对相关问题的关注再次成为研究的焦点，涌现了一大批文献，如 King and Levine (1993a, 1993b)、Thorsten and Levine (2004)、Inessa Love (2003) 等一系列颇具影响的研究。但是，遗憾的是，这些研究更多地基于实证分析，对转型经济体中金融作用于经济增长的内在机制缺少很好的描述和规范的分析。为了将该研究在中国的适用性方面推进一步，本书特别关注了以下几个方面：

(一) 从机制上而非简要的数量因果判别上解释金融发展和经济增长的关系

正如 Stiglitz 近期所强调的，当前的研究大多忽略了金融系统对经济运行的支持作用，特别是信贷资金的可得性问题。信贷契约作为对企业和经济主体提供融资支持的形式，对改善企业的金融约束，以及投资决策提供内在激励作用。处于金融深化和自由化的过程中，金融体系对实体经济支持的各种路径和机制，有着动态变迁的特征。如何描述这种变迁的路径，特别是金融体系效率改进对投资的宏微观效率值得深入探讨。

(二) 重视总量投资的微观基础

自从博弈论得到空前的发展之后，经济学研究分析的主线已经由总量经济行为的分析开始转向微观经济个体之间的互动，包括对宏观经济运行和微观基础的探寻在当前已经成为主流的研究范式。本书认为，讨论投资这样一

个极为复杂，却又至为关键的变量时，既要从宏观总量运行层面探讨其总量规模、结构变迁和效率改进，又要从微观层面考虑企业的异质性、金融约束的差异，以及转型期微观经济可能存在的较为严重的预算软约束和代理成本问题。

（三）突出强调转型期的特殊变量

对于转型经济体的研究而言，若干关键词是值得关注的，投资过度、预算软约束、政府管制、金融约束、体制变迁等。我国自改革开放以来，出现的结构性投资过度现象既要归咎于体制上的根源，同时又受微观层面的诸多变量的影响。首先来看转型速度，Roland（2000）在其影响力甚大的转型与经济学中，将转型的速度变量嵌入到新古典的生产函数之中，能够采用新古典的逻辑研究广泛存在的投资过度现象。这一理论推进是非常有意义的，似乎找到了转型国家投资过度的共同原因。尽管这表明既有的经济学模型框架非常优美，而且同时也将主流经济学的触角深入到转型经济领域之内，但是用上述简单的框架来解释非连续制度变迁的过程却又显得理论基础不够充分，比如对政府干预信贷和投资关系的描述凸显不足。

其次，在Cabellero（1995，2000）的经典综述文献中，他提出金融约束和投资的关系研究将成为投资理论中一个会产生重要拓展的前沿课题。本书沿着这种思路，作者认为从金融约束对投资产生的影响来看，不仅仅体现在流动性提供层面（可能使得企业缺少投资的流动性支持），更主要的体现在金融约束对微观投资的激励机制作用和“映射”到宏观层面的信贷对投资在不同部门的配置功能。但是这种配置效率又和金融约束产生的原因不同且存在较大差异。如果是信贷配给造成的金融约束，事实上也体现出信贷资源配置效率较低的事实，从而对投资配置效率产生不利的影响；如果信贷资源配置效率较为合理，但是由于企业主体的预算约束程度不同，信贷资源同投资的关系将会复杂化，预算软约束的企业可能存在较为严重的代理成本，降低投资效率。所以说，转型期的预算约束问题研究异常复杂，也至关重要，脱胎于计划经济的企业主体往往存在严重的预算软约束问题。当然，此处的预算软约束也不是简简单单的如同科尔奈的“父爱主义”，或者林毅夫等人所倡导的政策负担等外生性的、体制性的预算软约束，而是由经济内部，特别是将预算软约束问题和统制经济体中金融体制所包含的信息结构和利益结构联系在一起，从动态承诺不一致的分析视角来研判所得出的主体行为最优的状态。此外，转型期中国地方政府的投资管制和公共资本提供问题