

产业集聚与家庭金融风险投资^{*}

谢琳琳¹ 吴卫星²

摘要 区域产业集聚状况对所在地区居民家庭的经济福祉具有关键影响,进而作用于居民家庭的金融决策行为。本文利用中国家庭金融调查(CHFS)2013—2019年数据,结合家庭所在位置、就业行业以及金融投资情况,探讨了产业集聚对家庭金融投资决策的影响。结果显示,受雇于本地集聚行业的家庭更倾向于投资风险资产,异质性分析表明该效应在低劳动风险、服务行业和城市地区中更为显著。进一步机制分析表明,产业集聚通过增强收入稳定性、提升人力资本和改善信贷可得性等途径发挥作用。本文拓展了当地产业结构对家庭金融决策影响的相关研究,为优化产业布局和推动区域金融市场发展提供了实证支持和政策参考。

关键词 产业集聚;家庭金融;劳动力市场条件;人力资本

0 引言

区域经济发展和产业分布对所在地区内居民家庭的经济福祉有重要影响,居住在不同区域的居民家庭会面临截然不同的劳动力市场条件,特别是具有特定就业技能劳动者的市场竞争力会因为所在区域经济特征不同而有差异。一般来说,对于在当地主导行业工作的劳动者,当地劳动力市场能够为其提供更为丰富的就业机会;相比之下,从事非主导行业的劳动者往往在当地劳动力市场处于弱势地位。与此同时,随着我国城镇化进程的加快与经济结构的优化升级,产业集聚现象日益突出,作为一种典型的本地化市场组织形式,产业集聚不仅促进了要素在集群内的流动与共享,还推动了知识的传播与创新,具有显著的外部性效应(Marshall, 2013)。产业集聚也导致了特定行业在区域内的高度集中,并由此重塑了地区劳动力市场的结构。在此背景下,本文试图研究由产业集聚带来的劳动力市场条件差异如何影响家庭金融投资决策。

家庭金融投资决策不仅关乎个体财富的积累与配置,还会影响社会整体资本市场的效率。近年来,随着中国金融市场的快速发展,股票、基金等风险资产逐渐成为家庭投资的重要组成部分。然而,与发达国家相比,中国居民家庭的金融市场参与率仍然较低,金融投资行为存在显著的异质性(吴卫星和吕学梁, 2013)。尽管学术界对居民家庭金融投

^{*} 本研究受国家自然科学基金面上项目“‘双循环’背景下的家庭负债行为演变研究”(项目编号:72373024)的资助。

1 谢琳琳,对外经济贸易大学国际商务战略研究院博士研究生,E-mail:shelleyxlin@163.com。

2 吴卫星(通信作者),首都经济贸易大学金融学院教授,E-mail:wxwu@cueb.edu.cn。

资的理解已经有了巨大进展(Gomes et al., 2021),但居民家庭金融投资决策的实质性差异仍然未被完全理解,当地劳动力市场差异有可能是家庭投资组合异质性的一个潜在重要来源。

本文研究与以下两方面的文献有关:第一方面的文献是关于居民家庭参与风险金融市场影响因素的研究。这一类文献主要集中在个体特征或者家庭层面因素,如健康状况、教育、婚姻状况、金融素养、IQ、社会互动、保险的持有、房产的持有、家庭财富、背景风险等(Guiso and Sodini, 2013)。现有文献也逐渐关注地理因素对家庭金融投资行为的影响,例如, Ivković and Weisbenner(2005)发现居民家庭在资产配置中存在对本地股票的偏好, Chetty et al. (2014)则认为,地方就业市场状况会对家庭投资组合产生重要作用。在此基础上, Addoum et al. (2024)较早聚焦于“产业集聚”这一区域经济特征,发现美国本地产业集聚能够通过提升工人的人力资本和收入能力,显著影响家庭风险投资的参与率和投资比例。第二方面的文献则关于产业集聚的宏观和微观经济影响研究。对宏观经济的影响主要集中在产业集聚能够促进地区经济发展,增加公共服务和城市扩张(韩峰和李玉双, 2019)等;对微观企业的影响主要集中在企业融资、企业要素生产率、企业出口产品质量(茅锐, 2015; 范剑勇等, 2014; 苏丹妮等, 2018);对劳动力领域的影响集中在工资水平和劳动生产率(杨仁发, 2013; 孙浦阳等, 2013)。中国的产业集聚具有显著的区域性特征,不同地区的产业发展水平、劳动力市场特征和居民财富状况存在较大差异,这种差异会通过收入水平、人力资本积累等渠道,进一步影响家庭的金融投资行为。然而,当前国内的研究多集中于产业集聚对地方经济增长或企业发展的作用,对于其如何影响家庭层面的金融投资决策则相对较少。

本文基于中国家庭金融调查(CHFS)2013—2019年四期数据,构建“产业—区位”层面的本地集聚指标,以刻画产业集聚程度。具体而言,采用区位熵方法衡量,即以某行业在当地劳动力市场的劳动供给份额与其在全国劳动力市场的供给份额之比表示集聚水平,劳动供给以微观家庭劳动时间计算。进一步地,将户主的居住地与就业行业信息匹配本地集聚指标,获得个体层面的产业集聚程度。在实证分析中,本文重点考察产业集聚通过影响劳动力市场条件作用于家庭风险金融投资的效应,并从家庭收入稳定性、人力资本水平与信贷可得性三方面探讨其作用机制。同时,从家庭劳动风险、就业行业及城乡差异等维度分析异质性。本文的边际贡献在于:一是引入家庭“地理位置”因素,揭示地区劳动力结构对家庭投资决策的重要影响;二是拓展产业集聚研究视角,强调其不仅促进宏观经济增长,也深刻影响家庭层面的金融投资行为。

1 理论分析与研究假设

产业集聚是区域经济发展的重要组织形式,其核心在于通过空间集中与产业分工协作,实现资源优化配置与效率提升(Krugman, 1991)。产业集聚效应不仅促进宏观区域经济增长与生产率提升,还通过收入、就业和金融环境等渠道影响微观家庭金融行为。首先,集聚通过提升企业效率与扩大产业规模,增加劳动力需求,提高家庭就业稳定性与收入水平(陆毅等, 2010)。其次,集聚地区企业间的竞争与合作促进知识与技能积累,劳动

者通过培训与再教育提升人力资本,从而具备更高的风险认知与金融决策能力。最后,产业集聚伴随金融机构与资源集中,改善家庭金融服务可得性,降低投资信息与交易成本。基于此,本文提出研究假说:

假设 1: 产业集聚能够促进家庭金融风险投资的参与概率,并提高其风险投资比例。

在作用渠道上,本文进一步从家庭收入稳定性、人力资本水平、信贷可得性三个方面进行理论分析。

第一,增强家庭收入稳定性。收入稳定性是家庭金融风险投资的重要决定因素。收入越稳定,家庭面临的背景风险越低,风险承受能力与投资信心越强,更倾向于配置风险性金融资产(胡振和臧日宏,2016)。产业集聚能够显著提升家庭收入的稳定性。一方面,产业集聚推动企业效率与规模提升,创造更多就业岗位与创业机会,增加家庭收入来源。另一方面,集聚带来的产业链协同效应强化了上下游分工与协作(邵朝对和苏丹妮,2019),降低区域经济对单一行业的依赖,从而减轻家庭收入受宏观波动影响的程度。此外,集聚形成的规模经济效应提高企业抗风险能力与用工稳定性,增强劳动者收入的连续性。收入稳定性增强,家庭的背景风险得到有效缓解,则对未来消费与支出的不确定性预期下降,从而释放更多对风险资产的需求。基于此,本文提出研究假说:

假设 2a: 产业集聚通过增强家庭收入稳定性,从而促进家庭金融风险投资的参与和投资比例。

第二,提升人力资本水平。人力资本是家庭金融决策的重要内生因素。教育水平与技术能力不仅影响劳动收入,也决定个体的风险认知与金融决策能力。较高的人力资本水平有助于家庭理解金融产品、评估风险与回报,从而更可能参与风险性金融投资。产业集聚通过知识溢出与技术扩散,显著促进人力资本积累。集聚地区企业间的紧密联系与劳动者流动推动信息交流与经验共享,使劳动者更快提升技能(毛军,2006)。同时,集聚往往伴随着职业教育与培训体系的完善,促进劳动者持续学习与能力提升。这种人力资本的积累不仅改善了劳动者就业质量与收入水平,也增强了家庭的金融素养与风险识别能力。由此,产业集聚通过提升人力资本水平,强化家庭风险认知与投资能力,从而促进其参与风险性金融投资。基于此,本文提出研究假说:

假设 2b: 产业集聚通过提升人力资本,从而促进家庭金融风险投资的参与度和投资比例。

第三,改善信贷可得性。信贷可得性是影响家庭金融投资决策的重要因素。家庭参与风险金融市场不仅取决于财富水平和风险偏好,也受限于外部融资渠道(Anagol and Kim,2012)。当家庭面临融资约束时,即便具备投资意愿和回报预期,也可能因资金不足而无法进入风险市场。信贷可得性的提升可有效缓解融资约束、降低投资门槛(尹志超和张号栋,2018)。产业集聚往往伴随区域金融体系的同步发展。一方面,集聚推动经济扩张和金融机构集中,提升资金供给总量与配置效率(盛丹和王永进,2013);另一方面,金融机构在集聚地区可通过信息共享降低信息不对称与逆向选择风险,为家庭提供更丰富的信贷产品与融资渠道。信贷可得性的改善增强了家庭的资金流动性,使其能够利用外部资金配置风险性资产。基于此,本文提出研究假说:

假设 2c: 产业集聚通过改善信贷可得性,从而促进家庭金融风险投资的参与和投资比例。

2 研究设计

2.1 模型设定

为了检验产业集聚对家庭金融决策的影响,参考 Addoum et al. (2024),本文设定基准回归模型如下:

$$y_{ijmt} = \beta \times \text{Localagg}_{jmt} + \gamma' X_{ijmt} + \varphi_m + \phi_t + \varepsilon_{ijmt} \quad (1)$$

其中,下标 i, j, m 和 t 分别表示家庭、从事行业、家庭所在市和年份; y_{ijmt} 为家庭是否有金融风险投资,家庭金融风险投资比重; Localagg_{jmt} 表示家庭所在地产业集聚水平; X_{ijmt} 为影响家庭金融风险投资的控制变量; φ_m 表示控制地级市层级的固定效应, ϕ_t 表示年份固定效应; ε_{ijmt} 为随机扰动项。回归系数 β 衡量了当地集聚经济对家庭金融风险资产投资的影响,标准误在家庭层面聚类。

2.2 数据来源

本文数据源自西南财经大学中国家庭金融调查与研究,使用 2013—2019 年在全国范围内实施的四轮调查。此数据集覆盖了全国 29 个省(自治区、直辖市),其人口结构特征、性别比例、城乡人口占比等多个方面,均与国家统计局权威数据一致,具有较强的代表性。本文对四期样本进行以下处理:(1)匹配户主与家庭层面的数据;(2)剔除缺失和无效的样本;(3)为了减轻极端异常值对数据分析的干扰,对家庭财富、收入类连续型变量进行上下各 1% 的缩尾处理,最终获得 56221 个观测值。

2.3 变量选取与描述性统计

2.3.1 变量选取

(1) 被解释变量:家庭金融风险投资。对于“家庭是否投资金融风险资产”,采用家庭拥有股票、债券、基金和金融衍生品中的任何一种则变量赋值为 1,否则赋值为 0。对于“家庭金融风险资产投资比重”,本文采用家庭所持有的金融风险资产与总金融资产的比值来衡量。

(2) 核心解释变量:产业集聚。本文采用区位熵方法来衡量集聚水平,详细定义如下:

$$\text{Localagg}_{jmt} = \frac{s_{jmt}}{s_{jMt}} = \frac{L_{jmt}/L_{mt}}{L_{jMt}/L_{Mt}} \quad (2)$$

其中, s_{jmt} 表示在年份 t ,地级市 m 中,行业 j 的劳动力供给量占该地区所有行业劳动力供给的比重; s_{jMt} 表示年份 t ,全国 M ,行业 j 的劳动力供给量占全国所有行业的劳动力供给的比重。具体测算,劳动力供给以家庭年度工作小时数(即年工作月数 $\times$ 每月工作小时数)汇总得到。若某一行业在该地区的区位熵显著大于 1,则表明该行业在该地级市具有较强的专业化和相对优势。行业划分参照《2017 年国民经济行业分类》。

(3) 控制变量:本文在研究中加入个体与家庭两个维度的控制变量。个体层面涵盖了户主的特性,包括年龄及其二次项、性别、婚姻状况、政治面貌、健康状况、教育程度以及工作状态;家庭层面包括家庭人口规模、是否从事工商业、房产拥有状态、少儿抚养比、老年

抚养比、收入水平以及家庭净财富等。详细变量定义列于表 1。

表 1 描述性统计

变量名称	变量设定	均值	标准差	最小值	最大值
金融风险投资	家庭是否有金融风险投资(否=0;是=1)	0.189	0.392	0	1
金融风险投资占比	家庭金融风险资产/金融资产/%	0.059	0.167	0	1
产业集聚	区位熵来衡量,具体定义见公式(2)	1.521	1.134	0	8.364
户主年龄	户主年龄/岁	48.17	11.27	16	80
年龄的平方/100	户主年龄的平方/100	24.48	11.01	2.560	64
户主性别	户主是否为男性(否=0;是=1)	0.796	0.403	0	1
户主婚姻状况	户主是否已婚(否=0;是=1)	0.881	0.323	0	1
户主政治面貌	户主是否是党员(否=0;是=1)	0.175	0.380	0	1
户主健康状况	户主自评是否健康(否=0;是=1)	0.828	0.378	0	1
户主教育程度	户主是否上过大学(否=0;是=1)	0.265	0.441	0	1
户主工作状况	户主是否有工作(否=0;是=1)	0.889	0.314	0	1
家庭人口规模	家庭人口总数/人	3.424	1.433	1	20
家庭从事工商业	家庭是否从事工商业(否=0;是=1)	0.103	0.303	0	1
家庭房屋	家庭是否有住房(否=0;是=1)	0.897	0.303	0	1
家庭少儿抚养比	14岁以下人数/家庭人口总数/%	0.112	0.158	0	0.750
家庭老年抚养比	65岁以上人数/家庭人口总数/%	0.086	0.204	0	1
家庭收入	家庭过去一年总收入的对数	11.41	1.958	0	14.07
家庭净资产	家庭总资产减去家庭总负债/万元	98.82	155.5	-3.970	914.1

(4) 机制变量:收入稳定性方面,以家庭收入对数衡量收入水平,以家庭是否有医疗、养老和失业保险衡量风险保障,并通过收入增长的标准差反映收入波动程度;人力资本方面,以家庭成员是否从事专业技术职业衡量技术能力,以其对金融利率与通胀问题的回答衡量计算能力,并以家庭通讯支出和人情礼金支出衡量社交互动能力;信贷可得性方面,以家庭贷款申请被拒或因预期难以获批而放弃申请反映信贷约束,进一步地以家庭是否持有信用卡作为替代指标。

2.3.2 描述性统计

表 1 为本文主要变量的描述性统计。总体来看,约有 18.9%的家庭参与了金融风险投资,金融风险投资占金融资产的比例均值为 5.9%,说明家庭风险投资参与率仍然偏低。产业集聚变量的均值为 1.521,最大值达到 8.364,表明样本地区在产业集聚程度上存在较大差异。其余控制变量的描述性统计特征与相关研究相似。

3 实证结果分析

3.1 基准回归

表 2 展示了产业集聚对家庭金融风险投资及其占比的基准回归结果。第(1)~(2)列,被解释变量为家庭是否有金融风险投资,在未控制个体与家庭特征时,产业集聚系数为 0.010,在加入控制变量后系数为 0.007,均在 1%水平上显著为正,表明产业集聚程度

越高,家庭参与金融风险投资的可能性越大。第(3)~(4)列,被解释变量为家庭金融风险投资比例,在未控制变量时,产业集聚的回归系数为 0.003,在加入控制变量后,系数为 0.002,均在 1%水平上显著为正,说明产业集聚增加了家庭风险投资在金融资产中的配置比例。综上,基准回归结果验证了产业集聚能够显著促进家庭金融风险投资参与及其投资深度。该结论蕴含重要的现实意义与政策价值,地方产业集聚是促进家庭金融风险投资的有效途径。因此,应该重视发展地方特色产业,培育产业劳动者专业技能,实现家庭财产性收入提升。该结论验证了研究假说 H1。

表 2 基准回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	金融风险投资		金融风险投资占比	
产业集聚	0.010 *** (0.001)	0.007 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)
常数项	0.174 *** (0.003)	-0.061 ** (0.026)	0.054 *** (0.001)	-0.113 *** (0.013)
个体特征	否	是	否	是
家庭特征	否	是	否	是
地区固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值数	56221	56221	55384	55384
R ²	0.100	0.189	0.073	0.129

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

3.2 内生性处理

产业集聚对家庭金融决策的影响可能会遗漏某些不可观测的变量,也可能存在家庭自选择问题,具体指是否有家庭风险投资的家庭会自动选择到具有高集聚效应的地区产业中,这会高估本文的回归结果。因此,本文主要通过以下两种方式进行内生性处理。

首先,采用工具变量法估计。工具变量必须满足:和家庭的金融投资决策无直接关系(外生性),和Localagg_{jmt}高度相关(相关性)。本文采用 2000 年作为基期,用基期地级市各行业就业份额×当地行业劳动供给增长构造 shift-share IV。具体如下:

$$IV_{jmt} = \sum_j s_{j0} \times g_{jmt} \tag{3}$$

其中, g_{jmt} 是 CHFS 数据中各行业 j 年份 t 在地区 m 的劳动供给的增长。 s_{j0} 采用和 CHFS 样本时间不重叠的年份,即 2000 年各地级市各行业 j 就业人数占全国各行业的就业比重衡量。表 3 报告了使用工具变量法估计结果。第(1)列为第一阶段回归,结果显示工具变量与产业集聚正相关,回归系数在 1%的水平上显著,且 Kleibergen-Paap rk LM 统计量和 Wald-F 统计量表明工具变量不存在不可识别和弱工具变量问题。第(2)~(3)列为第二阶段回归,结果显示产业集聚对“家庭金融风险投资”和“金融风险投资占比”均存在显著的正向作用,系数与基准回归结果保持一致。

表3 工具变量回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)
	一阶段	二阶段	二阶段
	产业集聚	金融风险投资	金融风险投资占比
工具变量	0.092*** (0.002)		
产业集聚		0.043*** (0.007)	0.016*** (0.003)
控制变量	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
观测值数	45797	45797	45136
R ²		0.114	0.065
识别不足检验		1098.34***	
弱工具变量检验		1430.12	

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著；括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

其次,排除样本自选择因素。当地经济前景可能驱使家庭自我选择进入当地的集聚经济,从而影响家庭金融风险投资。表4报告了在排除家庭迁移样本后(即2年、4年及6年内没有迁移的家庭)的回归结果,以检验自选择因素可能带来的偏误。第(1)~(3)结果显示,产业集聚对家庭金融风险投资的影响依然显著为正。第(4)~(6)列在考察金融风险投资占比时,产业集聚的系数仍显著为正,进一步验证了基准结论的稳健性。

表4 排除家庭迁移的样本

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	金融风险投资			金融风险投资占比		
产业集聚	0.005*** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.006*** (0.002)	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.002** (0.001)
常数项	-0.009 (0.031)	-0.024 (0.037)	0.029 (0.059)	-0.087*** (0.014)	-0.054*** (0.017)	-0.013 (0.026)
控制变量	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值数	43283	31153	12532	42591	30628	12297
R ²	0.194	0.188	0.195	0.139	0.139	0.139

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著；括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

3.3 稳健性检验

3.3.1 更换变量

首先,将解释变量更换为地级市变量构建的集聚程度,劳动供给则使用地级市各行业就业人数构建区位熵(杨仁发,2013),表5的第(1)~(2)列所示,产业集聚对“家庭金融风

险投资”和“金融风险投资占比”均存在显著的正向作用,与基准回归结果一致。其次,本地集聚指标具有重要的行业级别劳动力市场特征,这些特征因地理位置而异,因此本文进一步控制了本地行业集中度和创新,第(3)~(4)栏表明,在加入地区行业集聚度和地区创新程度变量后,当地集聚经济对家庭金融风险资产投资的影响仍然显著为正。

表 5 稳健性检验:替换解释变量

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	金融风险投资	金融风险投资占比	金融风险投资	金融风险投资占比
产业集聚	0.015 ** (0.006)	0.005 * (0.003)	0.013 *** (0.005)	0.006 ** (0.002)
地区行业集中度 HHI			0.045 ** (0.023)	0.042 *** (0.012)
地区创新程度 R&D			0.018 *** (0.006)	0.005 * (0.003)
常数项	0.005 (0.056)	-0.125 *** (0.014)	-0.412 *** (0.104)	-0.208 *** (0.042)
控制变量	是	是	是	是
家庭固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值数	41092	52653	15871	15709
R ²	0.641	0.129	0.189	0.126

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

3.3.2 更换固定效应与调整聚类

为了保障基准结果是在考虑家庭和当地劳动力市场的异质性时仍具有稳定性,研究加入更严格的固定效应。第(1)~(2)列在模型中加入地区与时间交互固定效应,控制随时间和地区变动的混杂因素;第(3)~(4)列在控制时间和地区双固定效应下,进一步加入职业固定效应,第(5)~(6)列进一步调整聚类方式,由家庭聚类改为社区聚类。表6结果显示,无论采用何种模型设定,产业集聚对家庭金融风险投资的影响均在1%水平上显著为正,表明结论具有较强的稳健性。

表 6 稳健性检验:更换固定效应与调整聚类分析

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	金融风险投资	金融风险投资占比	金融风险投资	金融风险投资占比	金融风险投资	金融风险投资占比
产业集聚	0.007 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)	0.008 *** (0.002)	0.003 *** (0.001)	0.007 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)
常数项	-0.055 ** (0.026)	-0.108 *** (0.012)	-0.417 ** (0.195)	-0.152 * (0.083)	-0.061 * (0.034)	-0.113 *** (0.016)
个体特征	是	是	是	是	是	是
家庭特征	是	是	是	是	是	是
地区×时间固定效应	是	是	否	否	否	否

续表						
变量名称	(1) 金融风险 投资	(2) 金融风险 投资占比	(3) 金融风险 投资	(4) 金融风险 投资占比	(5) 金融风险 投资	(6) 金融风险 投资占比
地区固定效应	否	否	是	是	是	是
时间固定效应	否	否	是	是	是	是
职业固定效应	否	否	是	是	否	否
观测值数	56221	55384	30390	30094	56221	55384
R^2	0.199	0.136	0.194	0.122	0.189	0.129

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著；括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

3.3.3 约束数据集

表7通过三种约束方式进行了稳健性检验。第一,考虑到更多家庭风险投资的家庭会自动选择到具有高产业集聚的地区,剔除了有人口流动的农转非样本。第(1)~(2)列,产业集聚的系数和显著性保持稳健。第二,相较于未从事金融行业的样本家庭,从事金融行业的样本家庭对家庭金融风险投资的接受能力更强,可能会产生估计偏误问题。因此,剔除户主从事金融行业的样本家庭。第(3)~(4)列,产业集聚的影响系数均显著为正。第三,鉴于直辖市相较于一般地级市享有更为丰富的政策倾斜,加之其在经济社会发展、产业基础构建上的显著优势,因此同样剔除直辖市的数据。第(5)~(6)列,产业集聚系数均显著正向。综上,无论是剔除农转非样本、剔除从事金融行业样本,还是剔除直辖市样本,产业集聚对风险投资的正向影响均保持显著,表明结论稳健可靠。

表 7 稳健性检验:约束数据集结果

变量名称	剔除农转非样本		剔除从事金融业		剔除直辖市	
	(1) 金融风险 投资	(2) 金融风险 投资占比	(3) 金融风险 投资	(4) 金融风险 投资占比	(5) 金融风险 投资	(6) 金融风险 投资占比
产业集聚	0.007 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)	0.006 *** (0.001)	0.001 ** (0.001)	0.006 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)
常数项	-0.055 * (0.031)	-0.122 *** (0.014)	-0.057 * (0.030)	-0.114 *** (0.013)	-0.047 (0.031)	-0.105 *** (0.011)
控制变量	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值数	49279	48499	54695	53865	47940	47164
R^2	0.197	0.140	0.182	0.123	0.180	0.122

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著；括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

4 进一步分析

4.1 影响机制分析

由上文实证分析,证明本地产业集聚能够促进家庭金融风险投资参与,并提高参与深

度。本文首先排除了风险偏好并非主要解释因素^①,为了探究产业集聚是通过增强家庭收入稳定性、提高人力资本和信贷可得性的途径,从而有效提升家庭金融决策,本文借鉴江艇(2022)中介效应检验的思路,侧重分析核心解释变量对机制变量的影响。

4.1.1 家庭收入稳定性机制

收入稳定性对家庭金融投资有重要影响,收入不稳定的家庭更倾向于采取保守的投资策略,避免高风险投资,并增加储蓄和应急资金的积累。为了验证该机制,首先,以家庭收入对数作为因变量,第(1)列结果显示,产业集聚显著提高了家庭收入水平,表明产业集聚能够通过提升劳动报酬增强家庭经济基础。其次,第(2)~(4)列进一步考察了社会保障机制,结果发现,产业集聚显著提高了家庭参与医疗保险、养老保险以及失业保险的概率。最后,参考 Addoum et al. (2024)的做法,即以收入增长的标准差衡量收入波动性并作为因变量,第(5)列结果显示产业集聚显著降低了家庭收入波动,表明产业集聚在稳定家庭收入预期、减轻不确定性方面发挥了积极作用。综上,表 8 的实证结果验证了产业集聚一方面通过提高家庭收入,另一方面能够提高劳动者社会保障,并降低了收入波动,增强了家庭收入稳定性,从而推动家庭参与金融风险投资,假设 H2a 得到验证。

表 8 作用机制检验:收入稳定性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	收入	社会保障			收入波动
		医疗保险	养老保险	失业保险	
产业集聚	0.032*** (0.007)	0.003*** (0.001)	0.006*** (0.002)	0.003*** (0.001)	-0.638*** (0.171)
常数项	11.421*** (0.118)	0.615*** (0.021)	0.095*** (0.027)	0.615*** (0.021)	0.836 (3.276)
控制变量	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
观测值数	56209	56221	56221	56221	43308
R ²	0.123	0.045	0.114	0.045	0.026

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

4.1.2 人力资本机制

人力资本是家庭进行金融投资的重要前提与内在驱动力,较高的人力资本水平能够提升家庭在信息获取、风险识别和资产配置上的能力,从而改善金融风险投资决策。为了验证该机制,首先,根据 Acemoglu and Autor(2011),如果家庭户主是职业专业技术人员,说明其具备专业技能。第(1)列显示,产业集聚对提升个人专业技能具有显著的正向作用,说明产业集聚能够促进劳动者技能积累。其次,认知能力和社会技能都是人力资本的

① 由于篇幅限制未陈列,如需要可向作者索取。

重要组成部分,关于认知能力,参考孟亦佳(2014)做法,因为 CHFS 数据只有关于金融利率和通胀的计算,因此仅考察了个人的计算能力。第(2)列结果显示产业集聚显著提高了个人的计算能力。关于社会交往技能,以网费话费通讯支出和人情礼金往来支出衡量线上、线下互动,第(3)~(4)列结果显示,产业集聚显著促进了线上、线下社交互动频率,提高了家庭社交能力。综上,表 9 的结果表明,产业集聚能够通过提升家庭的人力资本水平,包括专业技能、计算能力以及社交能力,从而促进其参与风险金融投资,假设 H2b 得到验证。

表 9 作用机制检验:人力资本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	专业技能	计算能力	社交能力	
			线上互动	线下互动
产业集聚	0.005 ** (0.002)	0.012 ** (0.005)	0.024 * (0.014)	0.002 * (0.001)
常数项	0.193 (0.222)	0.447 *** (0.092)	3.728 *** (0.240)	0.110 *** (0.020)
控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值数	39517	39718	56221	56211
R ²	0.050	0.071	0.077	0.091

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

4.1.3 信贷可得性机制

信贷可得性对家庭金融决策具有重要作用,能够为家庭提供额外的财务资源,缓解短期资金不足的困境,从而更灵活地调整金融决策。为了验证该机制,本文依据 CHFS 中关于家庭贷款申请及获批情况,构造了信贷可得性指标。若家庭因贷款申请被拒或因预期难以获批而放弃申请,则视为存在信贷约束,信贷可得性较低,即有信贷需求但信贷供给不足。第(1)列的结果显示,产业集聚显著降低了家庭遭遇信贷被拒的概率,表明产业集聚有助于缓解家庭的信贷约束。第(2)列考察信贷可得性不足,以“估计贷款申请不会被批准”衡量,同样显示产业集聚显著降低了家庭信贷不足的可能性,说明产业集聚能够改善家庭信贷环境。另外,家庭是否持有信用卡在一定程度上也反映信贷可得性,第(3)列则以家庭是否拥有信用卡作为因变量,结果表明产业集聚显著提高了家庭持有信用卡的概率,进一步印证了产业集聚能够提升家庭金融市场的可得性,反映出产业集聚改善了区域金融服务的供给。综上,表 10 的结果揭示了产业集聚通过改善信贷可得性渠道缓解了家庭的金融约束,从而为其参与风险金融投资提供了融资支持,假设 H2c 得到验证。

表 10 作用机制检验:信贷可得性

变量	(1)	(2)	(3)
	信贷被拒	信贷可得不足	信用卡
产业集聚	-0.008 *** (0.003)	-0.008 ** (0.003)	0.004 *** (0.002)
常数项	0.435 *** (0.050)	0.872 *** (0.057)	0.340 *** (0.028)
控制变量	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
观测值数	56221	56221	56221
R ²	0.431	0.476	0.169

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

4.2 异质性影响分析

4.2.1 不同劳动风险家庭异质性

表 11 探讨了产业集聚在具有不同特征家庭的异质性,分别考察有劳动合同与无合同群体。第(1)~(2)列结果显示,在有劳动合同的家庭中,产业集聚对风险金融投资具有显著正向影响,而在无合同群体中,产业集聚的影响不显著。这表明劳动合同能够在一定程度上降低就业不确定性,从而增强家庭利用产业集聚效应进行风险投资的能力。第(3)~(4)列结果显示,在有劳动合同的家庭中,产业集聚显著提高了风险投资占比,而在无合同群体中影响依然不显著。总体而言,产业集聚促进家庭风险金融投资的作用主要体现在劳动风险较低的群体。劳动合同的存在能够缓解个体的收入不确定性,从而强化产业集聚对家庭风险投资行为的促进作用。

表 11 异质性分析:有无劳动合同

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	有劳动合同 金融风险投资	无合同 金融风险投资	有劳动合同 金融风险投资占比	无合同 金融风险投资占比
产业集聚	0.009 *** (0.002)	0.002 (0.002)	0.003 ** (0.001)	0.001 (0.001)
常数项	-0.253 *** (0.054)	0.204 *** (0.030)	-0.164 *** (0.024)	0.006 (0.013)
控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值数	28557	27663	28375	27008
R ²	0.184	0.121	0.140	0.098

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

4.2.2 不同行业的异质性

表12报告了产业集聚在制造业与服务业群体中的异质性。第(1)~(2)结果显示,产业集聚对制造业家庭的风险投资具有正向影响,对服务业家庭的风险投资的促进作用则更为显著。这表明产业集聚能够显著提升家庭的风险投资参与概率,且其效应在服务业群体中更为稳健。第(3)~(4)结果显示,产业集聚对制造业家庭的风险投资占比的影响不显著,而对服务业家庭则表现出显著正向关系。这说明产业集聚对服务业家庭的投资结构优化作用更加明显。总体来看,产业集聚促进家庭金融风险投资的效应存在行业差异,其作用在服务业家庭中更为突出。这种差异主要源于家庭收入结构、信息获取能力的不同,制造业家庭受益于集聚所带来的就业稳定性与收入增长,其进入风险投资市场的概率上升,但由于风险承受能力和金融知识获取存在一定约束,对风险资产比例的提升效应较为有限。

表12 异质性分析:制造业与服务业

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	制造业 金融风险投资	服务业 金融风险投资	制造业 金融风险投资占比	服务业 金融风险投资占比
产业集聚	0.033** (0.016)	0.007*** (0.003)	0.010 (0.007)	0.002* (0.001)
常数项	-0.192** (0.075)	0.014 (0.036)	-0.137*** (0.031)	-0.074*** (0.016)
控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值数	8124	31098	8015	30728
R ²	0.184	0.200	0.115	0.151

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

4.2.3 家庭所在不同地区异质性

表13展示了产业集聚在城乡样本上的异质性。按农村、城市分组,第(1)列,结果表明城市家庭所在地区的产业集聚度越高,其参与金融风险投资的可能性越大。第(3)列表明产业集聚也显著提升了城市家庭金融风险投资的占比。相比之下,农村样本的回归结果并不显著。总体而言,产业集聚的积极效应主要集中在城市家庭,进一步凸显了城乡差异。主要原因在于,城市家庭更能利用产业集聚带来的信息、资源和机会,并且其收入结构与产业发展关联度更强,因此能够更好地把握产业集聚带来的投资机会;而农村家庭由于金融市场环境较差,未能显著受益于产业集聚。

表13 异质性分析:城市与乡村

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	城市 金融风险投资	农村 金融风险投资	城市 金融风险投资占比	农村 金融风险投资占比
产业集聚	0.009*** (0.002)	0.000 (0.001)	0.003*** (0.001)	0.001 (0.000)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	城市	农村	城市	农村
	金融风险投资	金融风险投资	金融风险投资占比	金融风险投资占比
常数项	-0.134 *** (0.032)	0.119 *** (0.034)	-0.142 *** (0.014)	0.037 *** (0.012)
控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值数	42639	13582	42167	13217
R ²	0.166	0.061	0.115	0.036

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著；括号内为聚类到家庭层面的稳健性标准误。

5 结论和政策建议

产业集聚是我国区域经济高质量发展的核心载体，由产业集聚引发的地区劳动力条件的异质性会对家庭金融投资产生何种影响？本文利用 CHFS 2013—2019 年数据对产业集聚与家庭金融投资决策之间关系进行了实证研究，研究发现：第一，产业集聚显著促进了家庭参与金融风险投资，并提高了其在家庭金融资产中的配置比重，该结论在多种稳健性检验下依然成立。第二，机制分析表明，产业集聚通过以下三条渠道影响家庭风险投资决策：(1)产业集聚显著提高家庭收入水平，改善社会保障覆盖率，并降低收入波动，增强了家庭收入稳定性；(2)产业集聚显著提升个体的专业技能、计算能力及社交能力，从人力资本渠道增强了家庭获取和处理金融信息的能力，促进其参与风险投资；(3)产业集聚显著降低家庭面临的信贷约束，提高其信用卡持有率，缓解了融资约束，为家庭配置风险资产提供了资金支持。第三，异质性检验显示，产业集聚的积极作用主要集中在有劳动合同、从事服务业以及城市家庭，而对无劳动合同、从事制造业和农村家庭的作用相对有限。

根据以上研究结论，对应的政策建议包括：首先，推动产业与金融配套设施协同发展。在促进区域产业集聚的同时，应当加强地方金融机构建设，健全金融市场体系，推动“产业—金融—家庭”的良性互动，提升家庭配置金融资产的能力。其次，加强社会保障体系建设，完善产业集聚对家庭金融风险投资的激励效应。政府应当加大社会保险，医疗、养老及失业保障的覆盖力度，形成覆盖城乡、均衡发展的社会保障网络。最后，促进产业优化与人力资本积累。结合本地资源优势，发展地方特色产业，在集聚过程中兼顾制造业与服务业的协调发展，通过教育培训与技能提升，增强家庭金融投资能力。

参考文献

范剑勇，冯猛，李方文. 2014. 产业集聚与企业全要素生产率[J]. 世界经济, 37(5): 51-73.

Fan J Y, Feng M, Li F W. 2014. Industrial agglomeration and firm total factor productivity[J]. *The Journal of World Economy*, 37(5): 51-73. (in Chinese)

韩峰，李玉双. 2019. 产业集聚、公共服务供给与城市规模扩张[J]. 经济研究, 54(11): 149-164.

- Han F, Li Y S. 2019. Industrial agglomeration, public service supply and urban expansion[J]. *Economic Research Journal*, 54(11): 149-164. (in Chinese)
- 胡振, 臧日宏. 2016. 收入风险、金融教育与家庭金融市场参与[J]. 统计研究, 33(12): 67-73.
- Hu Z, Zang R H. 2016. Income risk, financial education and household financial market participation[J]. *Statistical Research*, 33(12): 67-73. (in Chinese)
- 江艇. 2022. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, (5): 100-120.
- Jiang T. 2022. Mediating effects and moderating effects in causal inference[J]. *China Industrial Economics*, (5): 100-120. (in Chinese)
- 陆毅, 李冬娅, 方琦璐, 等. 2010. 产业集聚与企业规模——来自中国的证据[J]. 管理世界, (8): 84-89, 101.
- Lu Y, Li D Y, Fang Q L, et al. 2010. The industrial agglomeration and the firm's size: Evidence from China[J]. *Management World*, (8): 84-89, 101. (in Chinese)
- 毛军. 2006. 产业集聚与人力资本积累——以珠三角、长三角为例[J]. 北京师范大学学报(社会科学版)(6): 103-110.
- Mao J. 2006. Industrial agglomeration and human capital investment—With Yangtze Delta and Pearl Delta as examples[J]. *Journal of Beijing Normal University (Social Sciences)*, (6): 103-110. (in Chinese)
- 茅锐. 2015. 产业集聚和企业的融资约束[J]. 管理世界, (2): 58-71.
- Mao R. 2015. Industrial agglomeration and firms' financing constraints[J]. *Management World*, (2): 58-71. (in Chinese)
- 孟亦佳. 2014. 认知能力与家庭资产选择[J]. 经济研究, 49(S1): 132-142.
- Meng Y J. 2014. Cognitive abilities and household portfolio choice[J]. *Economic Research Journal*, 49(S1): 132-142. (in Chinese)
- 邵朝对, 苏丹妮. 2019. 产业集聚与企业出口国内附加值: GVC升级的本地化路径[J]. 管理世界, 35(8): 9-29.
- Shao C D, Su D N. 2019. Industrial agglomeration and the domestic value added in export: The localization path of GVC upgrading[J]. *Management World*, 35(8): 9-29. (in Chinese)
- 盛丹, 王永进. 2013. 产业集聚、信贷资源配置效率与企业的融资成本——来自世界银行调查数据和中国工业企业数据的证据[J]. 管理世界, (6): 85-98.
- Sheng D, Wang Y J. 2013. Industrial agglomeration, credit resource allocation efficiency, and firms' financing costs: Evidence from world bank and Chinese industrial firm data[J]. *Management World*, (6): 85-98. (in Chinese)
- 苏丹妮, 盛斌, 邵朝对. 2018. 产业集聚与企业出口产品质量升级[J]. 中国工业经济, (11): 117-135.
- Su D N, Sheng B, Shao C D. 2018. Industrial agglomeration and firms' export product quality upgrading[J]. *China Industrial Economics*, (11): 117-135. (in Chinese)
- 孙浦阳, 韩帅, 许启钦. 2013. 产业集聚对劳动生产率的动态影响[J]. 世界经济, 36(3): 33-53.
- Sun P Y, Han S, Xu Q Q. 2013. The dynamic impact of industrial agglomeration on labor productivity[J]. *The Journal of World Economy*, 36(3): 33-53. (in Chinese)
- 吴卫星, 吕学梁. 2013. 中国城镇家庭资产配置及国际比较——基于微观数据的分析[J]. 国际金融研究, (10): 45-57.
- Wu W X, Lü X L. 2013. Chinese urban households' asset allocation and international comparison—Based on micro survey data[J]. *Studies of International Finance*, (10): 45-57. (in Chinese)
- 杨仁发. 2013. 产业集聚与地区工资差距——基于我国269个城市的实证研究[J]. 管理世界, (8): 41-52.
- Yang R F. 2013. Industrial agglomeration and regional wage gap: Evidence from 269 Chinese cities[J]. *Management World*, (8): 41-52. (in Chinese)
- 尹志超, 张号栋. 2018. 金融可及性、互联网金融和家庭信贷约束——基于CHFS数据的实证研究[J]. 金融研究, (11): 188-206.
- Yin Z C, Zhang H D. 2018. Financial availability, internet finance, and households' credit constraints: Evidence

- from CHFS data[J]. *Journal of Financial Research*, (11): 188-206. (in Chinese)
- Acemoglu D, Autor D. 2011. Skills, tasks and technologies: Implications for employment and earnings[M]//Card D, Ashenfelter O. *Handbook of Labor Economics*: Vol. 4. Amsterdam: Elsevier, 1043-1171.
- Addoum J M, Delikouras S, Ke D, et al. 2024. Industry clusters and the geography of portfolio choice[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 59(3): 1031-1063.
- Anagol S, Kim H H. 2012. The impact of shrouded fees: Evidence from a natural experiment in the Indian mutual funds market[J]. *American Economic Review*, 102(1): 576-593.
- Chetty R, Hendren N, Kline P, et al. 2014. Where is the land of opportunity? The geography of intergenerational mobility in the United States[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(4): 1553-1623.
- Gomes F, Haliassos M, Ramadorai T. 2021. Household finance[J]. *Journal of Economic Literature*, 59(3): 919-1000.
- Guiso L, Sodini P. 2013. Household finance: An emerging field[M]//Constantinides G M, Harris M, Stulz R M. *Handbook of the Economics of Finance*: Vol. 2. Amsterdam: Elsevier, 1397-1532.
- Ivković Z, Weisbenner S. 2005. Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments[J]. *The Journal of Finance*, 60(1): 267-306.
- Krugman P. 1991. Increasing returns and economic geography[J]. *Journal of Political Economy*, 99(3): 483-499.
- Marshall A. 2013. *Principles of economics*[M]. London: Palgrave Macmillan.

Industrial Agglomeration and Household Financial Risk Investment

Linlin Xie¹ Weixing Wu²

- (1. University of International Business and Economics;
2. Capital University of Economics and Business)

Abstract The regional pattern of industrial agglomeration exerts a critical influence on the economic well-being of local households, thereby shaping their financial decision-making behavior. Drawing on data from the China Household Finance Survey (CHFS) spanning 2013—2019, this paper examines the impact of industrial agglomeration on household financial investment decisions by integrating household location, employment industry, and investment behavior. The results indicate that households employed in locally agglomerated industries are more likely to invest in risky assets. Heterogeneity analysis further reveals that this effect is more pronounced among households facing lower labor risks, those employed in the service sector, and those residing in urban areas. Mechanism analysis suggests that industrial agglomeration operates through enhancing income stability, improving human capital, and increasing credit availability. This study extends the literature on the influence of local industrial structure on household financial decisions and provides empirical evidence and policy implications for optimizing industrial layout and fostering regional financial market development.

JEL Classification D10, G11