

消費者から見た銀行窓販：サーベイ調査による窓販ユーザーの特性分析*

近藤隆則^a，白須洋子^b，三隅隆司^c

要約

国債や投資信託や生命保険が銀行の窓口で販売されるようになって久しい。本論文は、アンケート調査によって得たデータから、銀行窓販で各種金融商品を購入した個人の特性を銀行以外での購入者と比較して統計的な分析を行った。本論文によって明らかになった銀行窓販ユーザーの特性は、第1に、銀行以外での購入者と異なり、彼らは金融リテラシーや自信過剰といった心理変数に対して商品選択が無差別になり、各種商品を疑似的な預金と見做す傾向がある。第2に、しかしそれは必ずしも銀行の影響力によるものとは言えず、個人の主体的選択に基づくものである。第3に、リーマン・ショック期には他商品から国債へ資金が逃避する Flight to quality が起きていたことが観察され、特に定期預金の購入者にその傾向が強く見られた。

キーワード：金融商品の銀行窓販 疑似預金仮説 質への逃避 (Flight to quality)

JEL Classification Numbers : D12, G21

1. はじめに

現在銀行の窓口では、定期預金だけではなく、個人向け国債や投資信託や生命保険など、様々な金融商品が販売されている。資産運用者たる個人にとっての各種金融商品の銀行窓販のメリットとしては、商品へのアクセス多様化の利便性が挙げられ、デメリットとしては、銀行による圧力販売の可能性が挙げられている。また、投信や生保における銀行窓販においては、購入者が商品を預金と同一視したり預金類似性を求めたりする傾向があることが指摘されている。投信については、株式インデックス投信といった標準的な投信商品よりも定期分配型の海外公社債ファンドに販売が偏り、「毎月分配型投信の販売を巡っては、

* 本論文は、アフラック 寄付金による産学共同研究プロジェクトの成果を利用している。アフラック 日本社の外池社長様はじめ、実務の立場から研究会で貴重なご意見をいただいたアフラックのメンバーの皆様 に深く感謝申し上げます。

a 一橋大学大学院商学研究科博士後期課程
e-mail: cd102011@g.hit-u.ac.jp

b 青山学院大学経済学部
e-mail: shirasu@cc.aoyama.ac.jp

c 一橋大学大学院商学研究科
e-mail: takashi.misumi@r.hit-u.ac.jp

“元本が守られたまま分配金が出ている”と誤解するケースが多かった¹ との報道のように、分配金が預金の定期的な利息と同一視される傾向が見られる。生保については、一時払い終身保険のような預金類似の貯蓄性商品が主流となっており、「国民生活センターには“銀行だから預金のつもりで入ったのに、元本割れした”という苦情が後を絶たない」との報道もある²。

このように、消費者にとっての銀行窓販の意味や窓販ユーザーの金融商品選択行動の特徴については、様々な見解が示されているものの、必ずしも全体像が実証的に明らかにされていない。本論文は、アンケート調査で収集したデータをもとに、個人の属人的特性のみならず心理的特性も取り込んで窓販ユーザーの特性を統計的な分析を通じて明らかにした。また本論文ではリーマン・ショック期の購入者とそれ以降の購入者とで商品選択傾向に違いが見られるかどうかについても分析を試みた。

2. 先行研究と本論文の論点

個人の金融商品選択は、年齢や教育といった個人属性、所得額や金融資産額といった経済要因が主要な決定要因とされてきた（例えば Campbell(2006)）が、リスク回避度や自信過剰といった心理的要因にも影響されることが近年の研究で明らかにされている。

Campbell et al.(2011)は、標準的経済学と行動経済学とで個人の金融商品選択に関するとらえ方がどう異なるのかを整理したうえで、住宅ローン、短期つなぎローン（payday lending）、退職貯蓄のそれぞれについて、個人の最適選択がなされているかどうかケーススタディを行っている。

日本の家計の金融商品選択に心理的要因を加味して分析した研究としては、木成・筒井(2009)と北村・中嶋(2010)がいずれも、アンケート調査によって家計のリスク資産配分比率がどのような要因に影響されているかを検証している。どちらも説明変数の中にリスク許容度や自信過剰度といった心理変数を含め、それらの有意性が確認されている。

沓澤(2007)は、アンケート調査を行って、住宅ローンの金利固定型と変動型の選択がどのような要因で決定されるかを検証した。これも操作変数によって推定されたリスク回避度が住宅ローンタイプの選択に有意に影響していることを明らかにしている。

本論文では、リーマン・ショック期の日本の個人投資家行動も分析したが、米国では Flight to quality について 1990 年代から意識され研究されてきている。Caballero and Kurlat (2008) は、そうした先行研究を踏まえて、リーマン・ショック時には株式価格の

¹ 『日本経済新聞』2011年7月21日

² 『日経ヴェリタス』2012年10月21日、55頁

大幅な下落と債券価格の大幅な上昇や LIBOR-TB スプレッドの拡大といった Flight to quality の様々なパターンが大規模かつ長期間に亘って観察されたとしている。

以上の先行研究を踏まえた本論文の論点は以下の通りである。「議論 1（窓販ユーザーの商品選択傾向）」については、二つの対立的な仮説を提示する。もし銀行窓販が個人にとって「購入チャネルの多様化」の利便性を持つだけであれば、心理的特性による商品選択パターンは銀行での購入者であろうと銀行以外での購入者であろうと変わりはないと考えられる（議論 1-1『ワンストップ・ショッピング仮説』）。しかし、投信や生保を銀行窓販で購入する個人については、各種商品を預金と同一視する傾向があることがしばしば指摘されている。こうした「銀行では預金類似商品を買おうとするため、商品選択が無差別になる傾向」を議論 1-2『疑似預金仮説』とする。「議論 1」については、非銀行選択者と銀行選択者のそれぞれについて、国債を基準として他の金融商品（定期預金、生保、投信）が購入される傾向についてのマルチ・ロジット分析を行う。

「議論 2（リーマン・ショックの影響）」は、「議論 1」のマルチ・ロジット回帰の説明変数に、2007 年 12 月から 2009 年 12 月までに 4 商品いずれかを非銀行・銀行いずれかで購入した人を「1」とするダミー変数を投入することによって、リーマン・ショック期の購入者とそれ以降の購入者の商品選択パターンの違いを明らかにする。

3. データ

本論文では、銀行口座を保有する全国の成人に対してインターネットを通じたアンケート調査を 2012 年 12 月に実施し、5 年以内の直近に定期預金、国債、生保、投信のいずれかを購入した 8,818 人を抽出して分析対象とした。調査対象者の特性を分析するための説明変数は表 1 のとおりである。

表 1 説明変数

変数の種類	変数名
心理変数	リスク回避度, 金融リテラシー, 自信過剰
銀行とのつきあい変数	メイン行の種類, メイン行との取引種類, メイン行との接触頻度
経済変数	世帯所得額, 世帯金融資産額
属人変数	性別, 年齢層, 居住地, 職業, 配偶者, 学歴

このうち心理変数については、大竹・筒井(2012)などを参照して、以下のように作成した。「リスク回避度」は、アンケートで「50%の確率で 2 万円がその場で当たるくじを最高いくらまで出して買うか」との質問をし、回答金額の級央値を離散型変数として用いた。

「金融リテラシー」は、複利の意味が正しく理解されているかなど 3 つの質問を行い、合計得点を計算した。「自信過剰」は、金融リテラシーの 3 問について、自己申告正解数より実際の正解数が少ない人を「自信過剰」、それ以外の人を「非自信過剰」とした。

本論文では、銀行の影響力を検証するために「銀行とのつきあいの程度」を表象する 2 つの変数を用いた。第 1 に「メイン行との取引種類」は、世帯のメイン銀行との取引を 5 つの取引種類に再編した変数で、取引種類が多いほど銀行との関係は親密であると考えられる。第 2 に「メイン行との接触頻度」は、世帯のメイン銀行との接触の頻度を接触の種類ごとに尋ね、「メイン行のネット情報を頻繁に収集する人」と「メイン行と直接の面談を頻繁にする人」を抽出した。

4. 検証結果

議論 1、議論 2 に関するマルチ・ロジット回帰の結果は表 2 の通りである。

「金融リテラシー」の係数を見ると、非銀行選択者では、国債を基準として生保では負値、投信では正値をとっている。これはリテラシーが高くなるに従って『生保<国債<投信』という商品選好順序が非銀行選択者には存在することを意味している（ただし生保の係数は有意ではない）。一方銀行選択者では、係数はいずれも有意でなくリテラシーの差に応じた商品選好パターンは表れていない。この結果は、銀行窓販ユーザーには預金に近い金融商品を購入しようとする心理的傾向があり、商品選択が無差別になるとの議論 1 - 2（疑似預金仮説）を支持する。「自信過剰」の係数も、非銀行選択者については係数が生保で負、投信で正となっており、自信過剰である確率が高くなるにしたがって『生保<国債<投信』という選好順序が見られる（ただし統計的有意性は弱い）。一方銀行選択者では係数はいずれも有意ではなく、自信過剰かどうかによる商品選好順序は観察されない。この結果も議論 1 - 2（疑似預金仮説）を支持する。

「メイン行との取引種類」を見ると、銀行選択者かつ生保購入者以外は有意に商品選択に影響を与えていない。銀行を選択した生保購入者については、メイン行と預金以外何も取引の無い人と比べて、決済系取引を行い、決済以外にも取引種類が多面化するに従って国債と比べて生保を選択する傾向が強くなっている。銀行を選択した生保購入者のみにこの傾向が見られるのは、生保では定期的に保険料を支払う商品が多いため、銀行窓販で生保を購入する場合には保険料の自動引き落としといった決済系の取引や付随した取引が増えてゆくことを反映していると解釈され、必ずしも銀行の影響による購入とは言えない。

「接触頻度」についても、「頻繁なネット情報収集」は商品選択に有意な影響を与えておらず、「頻繁な直接接触」は非銀行選択者の商品選好に影響を与えているものの、銀行選択

表2 「議論1」「議論2」の検証結果

	非銀行		銀行		
	生保	投信	定期預金	生保	投信
金融リテラシー	-0.070 (-0.90)	0.277*** (3.54)	0.044 (0.55)	-0.133 (-1.34)	0.064 (0.66)
自信過剰	-0.176 (-1.40)	0.209* (1.70)	0.082 (0.63)	-0.125 (-0.77)	-0.088 (-0.56)
取引種類(決済系のみ)	0.002 (0.01)	-0.196 (-0.73)	0.284 (1.30)	0.540* (1.85)	-0.091 (-0.34)
取引種類(決済系+IT)	-0.092 (-0.34)	-0.059 (-0.22)	0.362 (1.60)	0.716** (2.38)	0.525* (1.91)
取引種類(決済系+ローン)	0.500 (1.44)	-0.064 (-0.18)	0.388 (1.27)	0.789** (2.04)	0.232 (0.63)
取引種類(全て)	0.388 (1.14)	0.023 (0.07)	0.055 (0.18)	0.802** (2.06)	0.396 (1.09)
接触頻度(頻繁なネットでの 情報収集)	-0.229 (-1.34)	-0.016 (-0.10)	-0.033 (-0.15)	-0.295 (-1.01)	0.251 (0.98)
接触頻度(頻繁な面談)	-0.470*** (-2.82)	-0.486*** (-2.91)	-0.209 (-1.43)	-0.197 (-1.07)	-0.086 (-0.49)
リーマン・ショック期の購入	-0.378*** (-3.44)	-0.324*** (-3.01)	-0.466*** (-4.09)	-0.343** (-2.42)	-0.283** (-2.08)
(各説明変数でコントロール)					
Constant	2.166* (1.70)	0.662 (0.54)	1.010 (0.78)	-0.560 (-0.35)	-0.595 (-0.38)
log_likelihood	-3419.020		-4518.657		
LR_chi2	643.874		265.878		
pseudo-R-squared	0.086		0.029		
Obs	3785		5033		

(注) 係数の下段はz値, * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01, 被説明変数の基準: 国債

者の商品選択に対して有意な影響を与えていない。以上の「取引種類」「接触頻度」の検証結果からは、疑似預金仮説的な傾向は、銀行とのつきあいの程度を反映しているとは言え

ず、むしろ個人の主体的な商品選択行動の結果と考えるのが妥当である。

議論2については、表2のリーマン・ダミーの係数はいずれも有意に負の値をとっており、リーマン・ショック期の購入者は、それ以降の購入者と比べて、非銀行・銀行を問わず国債を強く選好したことがわかる。リーマン・ショック期には、日本の個人投資家にもFlight to qualityが起こっていた。特徴的なのは、生保購入者や投信購入者よりも定期預金購入者の係数の絶対値が大きいことで、リーマン・ショック期には生保や投信よりも定期預金から国債へのシフトが顕著だったようである。

5. 結論

本論文の結論は以下の通りである。第1に、「ワンストップ・ショッピング仮説」よりも「擬似預金仮説」に近い傾向が観察された（ただし統計的頑健性は強くない）。第2に、疑似預金仮説が成り立つとしても、それは個人が主体的に選択した結果であって、銀行とのつきあいの程度によるものとは言えない。本論文の実証が正しければ、銀行の影響や圧力販売で個人の金融商品選択に広範な歪みが生じているとは言えない。第3に、リーマン・ショック時には、窓販ユーザーであるか否かを問わず、定期預金、生保、投信から国債への資金逃避が見られた。特に銀行で定期預金を購入した人にその傾向が著しかった。

引用文献

- Caballero, R. and P. Kurlat (2008). "Flight to quality and bailouts: policy remarks and a literature review", *MIT Department of Economics Working Paper*, 08-21
- Campbell, J. Y. (2006), "Household finance", *Journal of Finance*, Vol.65(4), pp.1553-1604
- Campbell, J. Y. , Jackson, H. E. , Madrian, B. C. , Tufano, P. (2011), "Consumer financial protection", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25(1), pp. 91-114
- 木成勇介・筒井義郎(2009)「日本における危険資産保有比率の決定要因」,『金融経済研究』第29巻, 46頁-65頁
- 北村智紀・中嶋邦夫(2010)「30-40歳代家計における株式投資の決定要因」,『行動経済学』第3巻, 50頁-69頁
- 沓澤隆司(2007)「住宅ローン選択と住宅需要の推定:危険回避度と金利の影響」,『日本不動産学会誌』第21巻, 94頁-103頁
- 大竹文雄・筒井義郎(2012)「経済実験による危険回避度の特徴の解明」,『行動経済学』第5巻, 26頁-44頁