

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・白須洋子・三隅隆司

要旨

本研究は、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分析した。明らかになった銀行窓販ユーザーの特性としては、第1に、彼らはリスクのある各種金融商品をも疑似的な預金とみなす傾向が見られた。またそれは銀行の影響力によるというよりは個人の主体的な選択の結果であった。第2に、リーマン・ショック期には個人投資家にも国債への資金逃避が起きていた可能性が示唆された。

1 はじめに

金融自由化の進展に伴い、個人の金融商品選択は商品自体の選択肢の増加とともに、購入媒体も多様化し選択肢が増えている。特に生命保険については、従来型の販売チャネルに加え銀行での窓口販売やネット・比較型店舗等と非常に多様化している。本研究は、金融商品購入チャネルの相違が家計の資産選択行動に与える影響について、とりわけ保険商品の銀行窓販という切り口から、行動経済学的方法の成果を踏まえた心理的変数を用いて初めて分析を行ったものである。

既存研究によると、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が、近年の研究では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明らかにされている。例えば木成・筒井(2009)と北村・中嶋(2010)とは、日本の家計の金融商品選択(リスク資産配分比率)に影響を与える要因をアンケート調査を用いて検証し、リスク許容度や自信過剰度といった心理的要因が有意な影響を与えることを確認している。また、Campbell *et al.* (2011)は心理的要因によって住宅ローンや退職貯蓄などについて個人の最適選択がなされているかを分析し、杏澤(2007)は住宅ローンの金利固定型と変動型の選択がリスク回避度に影響されていることを明らかにしている。しかし、銀行窓販に焦点を当てた家計の金融商品選択分析は先行研究も扱っていない。

* 本稿の作成にあたっては、米山高生氏(一橋大学)、小西大氏(一橋大学)、安田行宏氏(東京経済大学)、奥山英司氏(中央大学)、筒井義郎氏(大阪大学)、晝間文彦氏(早稲田大学)、牛島辰男氏(青山学院大学)はじめ、一橋大学アフラック産学共同研究会、2013年の日本保険・年金リスク学会大会および行動経済学会大会、2014年の日本金融学会春季大会および青山ファイナンス研究会の参加者の方々から貴重なコメントをいただいた。また、本誌匿名レフェリー2氏および編集委員長の櫻川昌哉氏から多方面にわたりご意見をいただいた。さらに、アフラックの研究助成を受けた。これらの方々および組織に対し記して感謝の意を表す。

本研究では、主に個人生命保険商品の銀行窓販による購入行動を中心に、大きく4つの点から議論を行った。①銀行・非銀行の選択傾向——心理的要因は銀行・非銀行の選択に影響を与えるかどうか、②ワンストップ・ショッピング仮説 vs. 疑似預金仮説——個人は、銀行窓販で金融商品を購入する際に、各商品を一度に比較検討できるワンストップ・ショッピングの利便性のみを経済合理的に享受している（銀行という販売チャネルによる心理的影響は一切受けない）のか、それとも銀行の主要商品である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るのかどうか、③キャッシュ・タイミング仮説——疑似預金仮説が支持されるとすれば、銀行を選択する個人はライフ・イベントのキャッシュ・タイミングを考慮して金融商品を選択するのではないかと、④リーマン・ショックの影響——金融危機時に個人の流動性選好の行動に特徴は見られなかったか、これらについてアンケート調査によって得たデータによる実証分析を行った。その結果、心理的要因は銀行・非銀行の選択に影響を与えていること、ワンストップ・ショッピング仮説よりも疑似預金仮説が支持されること、しかしそれは銀行の営業の影響とはいえ個人の主体的な商品選択行動の結果と考えられること、キャッシュ・タイミング仮説は高齢層を除いて支持されないこと、リーマン・ショック時には国債への資金逃避が起きている可能性があること、が実証的に示唆された。なお、本研究は標本が7,183人と大規模であり、かつ、60歳以上の回答者も含めて万遍なく年齢層をカバーしていることも従来の研究にはない大きな特徴である。

以下の構成は次のとおりである。第2節では銀行窓販の経緯と問題点を概説する。第3節では先行研究を踏まえて本研究の論点を提示する。第4節では用いたデータと論点の検証方法について述べ、第5節でその結果を報告する。第6節は全体のまとめである。

2 銀行窓販の経緯とメリット・デメリット

本節では、本格的な議論に先立ち、銀行窓販の現状（経緯とメリット・デメリット）について簡単にまとめる。

現在銀行の窓口で販売されている金融商品は多様であり、銀行本来の商品である定期預金に加えて、個人向け国債、投資信託、生命保険といった金融商品が取り扱われている。銀行窓口で販売されている商品の特性は、リスクの高さ、複雑性といった商品性と販売窓口の種類によって次のように整理できる（表1参照）。

第1に国債は、国による元本保証があり、途中で売却しなければ確定利回りの無リスク資産であり、商品性も単純でわかりやすい。販売窓口は、銀行が6割強、証券会社が4割弱とシェアを分け合っている。

第2に生命保険は、投資性、貯蓄性のものは国債と比べれば価格変動リスクがあり、商品性も複雑である。ただし「変額」年金も大半は元本最低保証がついておりリスクが限定される商品が多い。生保は、販売窓口の多様性において国債や投信とは大きく異なっている。販売チャネルとしては保険会社の営業職員が最大シェアを占めているほか、保険代理店、ネット、通販、比較来店型ショップ等と販売チャネルは多様であり、銀行の占めるシェアは数%にすぎない。

第3に投信は、基本的に元本保証はなく、国債、生保と比べてハイリスク・ハイリターンという特徴を持ち、概して商品性も複雑である。販売窓口は銀行と証券会社がほぼ半分ずつシェアを分け合っている。

なお、銀行本来の資産運用商品である定期預金をこれら窓販3商品と比較すると、国債より概して期間が短く元本の値動きはない確定利付き商品である。銀行破綻リスクも預金保険制度で相当程度カバーされており、リスクが小さく単純な商品と位置付けうる。

表1 銀行窓販3商品の商品性と販売窓口の比較

	商品性	販売窓口	同左シェア		データ・ソース
国債	単純	銀行 証券会社	12,993億円 7,252億円	64.1% 35.8%	2012年2月～2013年1月の実績（財務省HP、除くゆうちょ銀行）
生保	複雑	銀行 保険会社の営業職員 保険代理店 インターネット・通信販売 比較型保険ショップ その他・不明	(加入者数 シェア)	4.2% 68.2% 6.9% 8.8% ? 11.9%	2007～2012年加入分（平成24年度「生命保険に関する全国実態調査」（生命保険文化センター））
投信	複雑	銀行 証券会社 投資信託会社の直販	470,976億円 454,698億円 33,148億円	49.1% 47.4% 3.5%	2012年実績（投資信託協会HP）

こうした個人向け金融商品の銀行窓販が解禁されてきた制度的経緯を簡単に振り返っておく。まず国債は、投信や保険よりも早く1983年に窓販解禁となったが、窓販商品として個人に普及したのは2003年3月の個人向け国債の発行からである。投資信託や生命保険は、1996年に始まった「日本版ビッグバン（金融制度の抜本改革）」のテーマの1つとして「銀行・証券・保険の相互参入」が掲げられて以来、銀行窓販の解禁が金融審議会等の場で検討され、順次実施されてきた。まず、投信の銀行窓販は1998年12月に解禁となった。生保の銀行窓販は、2001年4月の第1次解禁を皮切りに順次解禁が進められ、2007年12月には医療保険等を含めて全面解禁された。国債、投信、生保の全面的な窓販解禁が行われてからすでに6年以上が経過し、銀行は3商品の販売ルートの1つとして定着している。

各種金融商品の銀行窓販が資産運用者たる個人にとってどのようなメリット・デメリットを持つかについては、金融庁の審議会やメディア報道などを通じてしばしば話題にされている。まず、金融審議会での生命保険の銀行窓販についての議論を見ると、個人にとっての生保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と販売チャネル間の競争を通じた効率性の向上が挙げられ、デメリットとしては圧力販売や個人情報濫用の可能性が挙げられている。¹⁾ これらは生保と限らず、投信にも共通すると思われる。

また、投信や生保の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も指摘されている。窓販で売られる投信については、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っていることが従前から指摘されてきた²⁾が、「毎月分配型投信の販売を巡っては、“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³⁾ともいわれる。このように、分配型公社債投信の購入者が分配金を預金の定期的な利息支払いと同一視する傾向はしばしば指摘されている。

窓販で売られている生命保険については、村上（2011）が、売れ筋商品が変額年金から定額年金や一時払終身保険にシフトしたのは「銀行にとって売りやすさ、説明のしやすさというメリットが大きかった」と述べているように、一時払終身保険が窓販の主流となったのは預金類似商品を求め

1) 金融庁ホームページ中の「金融審議会金融分科会第2部会（第16回）」（2004年3月31日）における配布資料「保険の基本問題に関するワーキング・グループからの報告」による。

2) 例えば丸ほか（2005）。

3) 『日本経済新聞』2011年7月21日。

る個人の意向を反映しているとも考えられる。現に、一時払終身保険について、「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」との指摘もある。⁴⁾

3 先行研究と本研究の論点

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。本研究と同様に心理変数を用いて個人の金融商品選択の特性を分析した先行研究としては以下のようなものがある。

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。

塩路ほか (2013) は、金融広報中央委員会のアンケート調査を利用して、家計のリスク資産保有の決定要因を長期の時系列で分析し、年齢、所得、金融資産額等の属性変数や経済変数に加え「専門家から情報を得ているか」等の資産運用に関する知識の程度を変数として用いている。

本研究では、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わたって観察されたとしている。

日本では、白須・米澤 (2008) が1997~2002年前半までの日本の社債流通利回りの対国債スプレッドの決定要因を分析し、Flight to liquidity と Flight to quality をそれぞれ表象する変数を用いて両者が対国債スプレッドに影響していることを実証した。ただし対象は機関投資家である。

先行研究を踏まえ、本研究では以下のような論点について分析を行う。第1に、同じ金融商品を購入する場合でも、窓販ユーザーとそれ以外の人とでは特性にどのような違いがあるかを解明する。これを次のように「議論1」とする。

議論1（銀行・非銀行の特性の違い）

同じ金融商品を購入する場合に、銀行で購入する人と銀行以外で購入する人とは心理的特性などに違いがあるのではないか

本研究では、第2に、個人の心理的特性に焦点を当て、銀行・非銀行の選択傾向について掘り下げて分析し、以下のように論点を提示する。

先行研究が示してきたように、「リスク回避度」「金融リテラシー」「自信過剰度」等の心理的要

4) 『日経ヴェリタス』2012年10月21日、55頁。

因は個人の金融商品選択に影響を与えると考えられる。もし銀行窓販が「販売チャネルの多様化」により個人にとって選択肢が広がる効果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それ以外での購入者であろうと変わりはないであろう。例えば「リスク回避度の高い人は投信より国債を愛好する」パターンが見られるとすれば、銀行での購入者も銀行以外での購入者もそのパターンに違いはないはずである。金融商品を購入する個人は、各商品を一度に比較検討できるワンストップ・ショッピングといった利便性を評価すれば銀行で金融商品を購入するし、そうでなければ他のチャネルを選択する。これを「ワンストップ・ショッピング仮説」とし、次のように論点を提示する。

議論 2-1 (ワンストップ・ショッピング仮説)

商品選択に関わる心理的特性は、銀行で購入する人と銀行以外で購入する人とで同じ傾向を示すのではないか

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。銀行で金融商品を購入する個人には、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るとも考えられる。もしこうした傾向があるとするならば、銀行での購入者には、「リスク回避度が高い人ほど投信より国債を愛好する」といった非銀行選択者に見られた傾向が見られず、心理的要因による商品選択に差が見られないであろう。こうした「銀行では預金類似商品を買おうとするため、心理的要因による商品選択に差がない傾向」を「疑似預金仮説」とし、次のように議論 2-1 と対立的な論点として提示する。

議論 2-2 (疑似預金仮説)

心理的特性に応じた商品選択を行う銀行以外での購入者と異なり、銀行での購入者は心理的特性による商品選択の差がないのではないか

では議論 2-2 (疑似預金仮説) が妥当だとした場合、銀行で金融商品を購入する個人は何に依拠して金融商品を選択するのだろうか。本研究では、考慮すべきは流動性に対する需要であると考えた。すなわち、銀行選択者は非銀行選択者よりも商品選択において流動性を重視する保守的な選好を持っており、次に到来するライフ・イベントに合わせた満期等の選択をしているのではないかと考えるのである。つまり、銀行選択者はキャッシュ・タイミングを考慮して金融商品を選択する傾向がより強いのではないかと考え、これを次のように「キャッシュ・タイミング仮説」とする。

議論 3 (キャッシュ・タイミング仮説)

銀行での金融商品購入者は、非銀行での購入者と比較して、満期または資金利用時期を次のライフ・イベントの到来に合致させる傾向があるのではないか

先行研究が示すように、リーマン・ショック期には、信用力が高く流動性の厚い国債へ投資家の資金がシフトする Flight to quality が世界的に観察された。日本の個人投資家においても、富裕層を中心に同様の傾向が見られると考えるのは自然であり、次のようにリーマン・ショックの影響を議論 4 とする。

議論 4 (リーマン・ショックの影響)

リーマン・ショック期の金融商品購入者は、それ以降の購入者と比較して、国債に対する選好が強かったのではないか

4 データと論点の検証方法

4.1 データ

本研究では、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

実施し、性別、年齢、職業等の個人の属性に関する質問や世帯所得額、世帯金融資産額、メインバンクの種類等の金融状況に関する質問のほか、リスク回避度、金融リテラシー、自信過剰といった論点の検証に必要な心理的要因を抽出する質問も試みた。⁵⁾ 一般的に、インターネットを通じたアンケート調査では60歳以上の高齢者の回答者を集めにくいですが、本研究では高齢者標本を豊富に持つ調査会社に委託して各年齢層を偏りなくカバーした。その結果、標本の構成は、20歳代17.5%、30歳代20.5%、40歳代20.9%、50歳代20.3%、60歳以上20.7%となった。⁶⁾

アンケート調査は2012年12月に実施し、12,296人から回答を得た。本研究では、5年以内の直近に購入した金融商品とその購入窓口（銀行か非銀行か）によって、回答者12,296人を次の8つのグループに分けた。

グループ①「定期預金」を銀行で購入した人

グループ②「日本国債」を銀行窓口販売で購入した人

グループ③「民間生命保険」を銀行窓口販売で購入した人

グループ④「投資信託」を銀行窓口販売で購入した人

グループ⑤「日本国債」を銀行以外で購入した人

グループ⑥「民間生命保険」を銀行以外で購入した人

グループ⑦「投資信託」を銀行以外で購入した人

グループ⑧銀行・非銀行いずれにおいても定期預金、日本国債、民間生命保険、投資信託いずれも購入しなかった人、または、グループ①～⑦間で購入時期が重複する人

このうち、グループ⑧の人および金融商品選択の分析対象としては不相当と考えられる「学生」を職業とする人をいずれも除外し、7,183人を対象として分析を行った。したがって分析対象者に選択商品の重複はない。

分析対象者7,183人の「購入商品別」・「非銀行・銀行別」の構成は表2のとおりである。「購入商品別」には定期預金購入者が全体の約42%を占め、生保と投信がともに約25%であり、国債購入者は約7%と少ない。これは近年の個人向け国債の発行額減少を反映しているものと思われる。「非銀行・銀行別」には、非銀行選択者が約42%、銀行選択者が約58%となっている。⁷⁾

分析対象者の特性を分析するための説明変数は表3のとおりである。このうち心理変数については、大竹・筒井（2012）や大阪大学が実施している「くらしの好みと満足度についてのアンケート」（2009）なども参照して、以下のように作成した。

まず「リスク回避度」は、アンケート調査で「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、選択した回答金額の級央値を離散型変数として用いた（金額が小さいほどリスク回避度が高い）。

-
- 5) アンケート調査票は、一橋大学大学院商学研究科ファイナンス研究センターのホームページ <http://hcfr.cm.hit-u.ac.jp/working-paper.html> に掲載のワーキング・ペーパー（以下「ワーキング・ペーパー」）に【付録7】として開示している。なおアンケート調査は、調査会社に登録しているモニターの中からインターネットを操作できる人に回答を依頼している。その意味で本研究の標本は、全国の成人から無作為に回答者を抽出した標本ではない。
- 6) 高齢者を銀行窓販の分析対象に含めることの重要性は、一橋大学アフラック産学共同研究会の参加者から示唆を受けた。また、我々が入手した大手生命保険会社の外部研究会用資料において「銀行窓販は生保会社にとってこれまで接点の薄かったシニア層を開拓できる」メリットが強調されていることから、高齢者を分析対象にすることの重要性は明らかである。
- 7) 生保と投信には様々な種類があり、生保の中でもどのような商品を購入したかが銀行と非銀行とで異なっている可能性もある。しかし生保、投信の商品の内訳について正確な回答を得ることは難しいため、分析対象としなかった。

表2 調査対象者の構成(単位:人, %)

	定期預金	国債	生保	投信	合計
非銀行	0	292	1,357	1,392	3,041
(横計)	0	9.6	44.62	45.77	100
(縦計)	0	54.78	76.54	75	42.34
銀行	3,021	241	416	464	4,142
(横計)	72.94	5.82	10.04	11.2	100
(縦計)	100	45.22	23.46	25	57.66
合計	3,021	533	1,773	1,856	7,183
(横計)	42.06	7.42	24.68	25.84	100
(縦計)	100	100	100	100	100

表3 説明変数

変数の分類	変数名	変数の種類	変数の詳細
心理変数	リスク回避度	離散型変数	くじ購入金額の級央値——9つの値をとる離散型変数
	金融リテラシー	離散型変数	3問の正解数合計値——0~2.667の6つの値をとる離散型変数
	自信過剰度	カテゴリ変数	0 = 非自信過剰 [基準], 1 = 自信過剰
銀行とのつきあい変数	メイン行との取引種類	カテゴリ変数	0 = 何もしない [基準], 1 = 決済系取引のみ, 2 = 決済系 + ネット・テレバン取引, 3 = 決済系 + ローン系取引, 4 = すべて
	メイン行との接触頻度	カテゴリ変数	0 = その他 [基準], 1 = ネットでの情報収集頻度が高い人, 2 = 来訪・訪問による相談頻度が高い人
金融変数	世帯所得額	離散型変数	各金額の級央値をとった10個の離散型変数
	世帯金融資産額	離散型変数	各金額の級央値をとった10個の離散型変数
	メイン行の種類	カテゴリ変数	0 = 大手行 [基準], 1 = 地域金融機関, 2 = ネット系銀行, 3 = その他
属性変数	性別	カテゴリ変数	0 = 男性 [基準], 1 = 女性
	年齢層	カテゴリ変数	20 = 20歳代 [基準], 30 = 30歳代, 40 = 40歳代, 50 = 50歳代, 60 = 60歳以上
	居住地	カテゴリ変数	0 = その他 [基準], 1 = 都市圏 (東京, 神奈川, 愛知, 京都, 大阪, 福岡)
	職業	カテゴリ変数	0 = 公務員・会社員系 [基準], 1 = 自営業・自由業, 2 = 主婦, 3 = パート・バイト, 4 = 無職・その他
	配偶者	カテゴリ変数	0 = 独身 [基準], 1 = 既婚・配偶者就労有り, 2 = 既婚・配偶者就労なし
	学歴	カテゴリ変数	0 = その他 [基準], 1 = 大卒以上文系, 2 = 大卒以上理系

「金融リテラシー」は、①複利の意味が正しく理解されているか、②利子率とインフレ率の関係が正しく理解されているか、③株式と投資信託の違いが理解されているか、をテストする3問の質問を行い、回答選択肢の数に応じてウェイト付けしたうえで、合計得点を計算して変数とした。合計得点は0点~ $2\frac{2}{3}$ 点の6つの値をとる(合計得点の高い人ほどリテラシーが高い)。

「自信過剰」を変数として抽出するために2つの質問を用意した。1つは、有名人物の生誕日や最も深い海の深度など様々なジャンルの一般知識を問う10問について「90%確実に正しいと思う値の範囲(最大値と最小値)」を記入させ、正解が回答した範囲に入っている数が9問より少ない(90%確実が破られている)人を「自信過剰」、それ以外の人を「非自信過剰」とした。しかし恐らく質問の意図が正しく伝わらなかったために、99%のものが「自信過剰」となってしまったため、

これを用いることはできなかった。

そこで「自信過剰」を抽出するもう1つの方法として、上記金融リテラシーの3つの質問に対して「あなたの正解数はいくつだと思いますか」と尋ね、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2つのカテゴリーに分けて変数として用いた。ただし、「自己採点>実際の得点」となる人を「自信過剰」に分類したため、3問全問正解者1,930人は全員「非自信過剰」に分類された。行動経済学の実験では、通常、質問数が10問等と多く全問正解者が少ないので目立たないが、本研究では質問数が3問しかなかったため満点の人の数が多く、それが全員「非自信過剰者」になる。こうしたアンケート設計上の問題により、非自信過剰者が過大になるようなデータの偏りが生じている可能性がある。これを是正するために、本研究では「標本中の自信過剰者はどういう特性を持っているか」を推定し、プロペンシティ・スコア・マッチングの手法を用いて満点の人の中から自信過剰者の特性を持っている219人を選び出し、「非自信過剰(0)」から「自信過剰(1)」に変数値を変更する処理を行った。⁸⁾

銀行は定期預金や国債よりも手数料率の高い生保や投信を売りたいという動機を持っている。そのため、銀行が勧めやすい預金類似型の生保や投信を積極的に勧奨していることが、窓販ユーザーの預金類似商品選好の原因になっている可能性もある。本研究では、銀行が手数料収入を得るための生保や投信の勧奨が商品選択や銀行・非銀行の選択において重要な役割を果たしている可能性を考え、「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、世帯のメイン銀行で行っている取引（①給与振込、②年金等の受取り、③公共料金等の自動引落とし、④ネットバンキング、⑤テレフォンバンキング、⑥貸金庫、⑦住宅ローン、⑧フリーローンの8種類から行っているものを重複可ですべて選択）を「決済系（①～③）」、「IT系（④、⑤）」、「ローン系（⑦、⑧）」の3種類にまとめ、「該当なし」、「決済系のみ」、「決済系+IT系」、「決済系+ローン系」、「すべて該当」の5つのカテゴリーに再編した変数である。給与振込等の「決済系のみ」の人よりIT系やローン系の取引も併せて行っている人の方が銀行との関係は親密であり、銀行からの影響を受けやすいと考えられる。

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（ATMの利用頻度、メイン行の金融商品等のネット情報へのアクセス頻度、訪問や営業担当者の来訪によるface to faceの商品説明や相談の頻度等）に尋ね、メイン行のネット情報へのアクセス頻度が週1回以上の人を「頻繁なメイン行ネット情報収集」者、訪問や営業担当者の来訪によるface to faceの商品説明や相談の頻度が週1回または月1回以上の人を「頻繁なメイン行との相談」者、これら以外の人を「その他」とカテゴライズした。ネット上であれ直接の面談であれ、銀行との接触頻度の高い人の方が銀行からの影響を受けやすいと考えられる。

また、議論3（キャッシュ・タイミング仮説）を検証するための被説明変数は、購入商品の満期または資金利用予定日と次の何らかのライフ・イベントが一致する人を「1」、そうでない人を「0」とするダミー変数である。ただしすでに満期到来済と回答した人やライフ・イベントの該当がないと回答した人を除いた。

上記以外の金融変数や属性変数で作成方法について注釈すべきは以下のとおりである。「メインバンクの種類」は「大手行」、「地域金融機関」、「ネット系銀行」、「その他」の4つに、「居住地」は47都道府県のうち東京、神奈川、愛知、京都、大阪、福岡の6都府県を「都市圏」とし「その他地域」との2つに、「職業」は「公務員・会社員系」、「自営業・自由業」、「主婦（主夫）」、「パー

8) 具体的な手順は、ワーキング・ペーパーに【付録1】として開示している。

表4 くじ購入額の分布① (上段太字: 平均値, 下段: 標準偏差)

	定期預金	国債	生保	投信	Total
非銀行		2939.73	2820.34	3629.20	3202.06
		3518.91	3387.14	3555.94	3499.11
銀行	2759.40	2798.76	2729.21	3108.73	2797.79
	3387.98	3273.83	3434.49	3580.78	3408.88
Total	2759.40	2875.99	2798.96	3499.08	2968.94
	3387.98	3407.84	3397.55	3568.33	3452.91

表5 くじ購入額の分布②

くじの購入額	人数	比率 (%)	累積比率 (%)
~200	968	13.48	13.48
~500	851	11.85	25.32
~1,000	1,627	22.65	47.97
~2,000	1,139	15.86	63.83
~4,000	669	9.31	73.14
~7,000	638	8.88	82.03
~10,000	1,104	15.37	97.40
~12,000	24	0.33	97.73
~15,000	163	2.27	100.00
合計	7,183	100.00	

ト・アルバイト」, 「無職・その他」の5つに, 「ライフスタイル (配偶者)」は「独身」, 「既婚かつ配偶者就労有り」, 「既婚かつ配偶者就労なし」の3つに, 「学歴」は「大卒以上文系」, 「大卒以上理系」, 「その他」の3つにそれぞれカテゴライズした。なお回帰にあたって, 「世帯所得額」と「世帯金融資産額」は対数値をとっている。

4.2 記述統計量

本研究の論点を分析する上で重要な「心理変数」と「銀行とのつきあいの程度の代理変数」について, 記述統計量は以下のとおりである。⁹⁾

「リスク回避度」については, 国債・生保・投信のどの商品においても, 非銀行選択者より銀行選択者の方がリスク回避度が高い (表4)。しかし, くじの期待値1万円を「リスク中立」とすると, 8割以上の方が「リスク回避的」であり, 非銀行選択者と銀行選択者の差は無視できる程度になってしまう (表5)。

「金融リテラシー」については, どの商品においても, 非銀行選択者より銀行選択者の方がリテラシーが低い。また商品別には定期預金, 生保, 国債, 投信の順にリテラシーが高くなる (表6)。

「自信過剰」については, 投信では非銀行選択者より銀行選択者の方が自信過剰者の比率が低い, 生保では逆に銀行選択者の方が自信過剰者の比率が高い (図1)。

「メインバンクとの取引種類」については, 取引多面化率 (「決済系 + IT系」 + 「決済系 + ロ

9) 全変数の記述統計量と相関行列は, ワーキング・ペーパーに【付録2】～【付録4】として開示している。

表6 金融リテラシー・テストの合計得点の分布
（上段太字：平均値，下段：標準偏差）

	定期預金	国債	生保	投信	Total
非銀行	1.65	1.59	1.93	1.75	1.75
	0.83	0.86	0.75	0.82	0.82
銀行	1.53	1.50	1.39	1.64	1.53
	0.84	0.83	0.86	0.81	0.84
Total	1.53	1.58	1.55	1.85	1.62
	0.84	0.83	0.86	0.77	0.84

図1 自信過剰・非自信過剰の分布

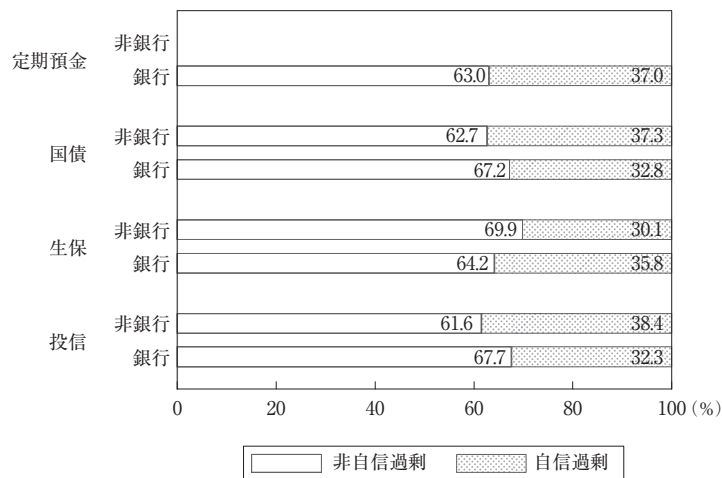


表7 取引多面化率の分布

	国債	生保	投信
非銀行	1.30	1.08	1.65
銀行	0.75	0.96	1.34

注) 取引多面化率 = 「[決済系 + IT系] + [決済系 + ローン系] + 「すべて該当」 / 「[該当なし] + 「決済系のみ」

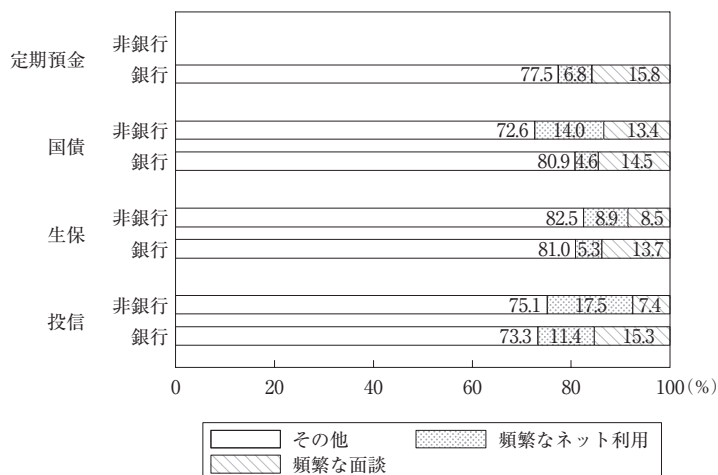
「ローン系」 + 「すべて該当」 / 「[該当なし] + 「決済系のみ」) を商品ごと、非銀行・銀行ごとに計算すると表7のとおりであり、取引多面化率は銀行選択者の方が低い。したがって「銀行との取引種類が多い人は銀行を選択する傾向がある」とはいえない。

「メインバンクとの接触頻度」については、頻繁にメイン行のネット情報を収集する人は非銀行選択者でシェアが高く、頻繁にメイン行と直接面談する人は銀行選択者でシェアが高い（図2）。こうした関係は、メイン行ネット情報の収集が必ずしも銀行での金融商品購入に結び付かないが、直接面談の頻度は銀行での金融商品購入に関連している可能性を示している。

4.3 論点の検証方法

4つの論点についての検証方法は以下のとおりである。まず「議論1」については、国債、生保、

図2 銀行との接触頻度の高い人・そうでない人の分布



投信の各購入者について、銀行と非銀行のどちらを選ぶのかを非銀行を基準にロジット分析を行い、いかなる特性を持つ人が銀行を選択する傾向があるかを明らかにする。

次に「議論2-1」、「議論2-2」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多項ロジット分析を行う。もし議論2-1（ワンストップ・ショッピング仮説）が妥当すれば、非銀行選択者、銀行選択者ともに、「リスク回避度」、「金融リテラシー」、「自信過剰」といった心理的特性に応じた商品購入パターンが現れることが期待される。もし議論2-2（疑似預金仮説）が妥当すれば、非銀行選択者は心理的特性に応じて購入商品を選択するのに対し、銀行選択者は心理的特性が商品選択に与える限界効果は小さいか限界効果が統計的に有意に現れない。これが、商品特性を無視する「疑似預金仮説」の効果である。

次に「議論3」については、金融商品の満期と次の何らかのライフ・イベントの時期がマッチングしているかどうかを、「マッチング無」を基準にして、「銀行・非銀行」で回帰するロジット分析を行う。「議論3」が妥当すれば、銀行選択者の方がマッチング有となる傾向が強いことが期待される。

最後に「議論4」については、「リーマン・ショック期」を2007年12月から2009年12月までとし、「議論2-1」、「議論2-2」の検証として行う金融商品選択の多項ロジット回帰に、リーマン・ショック期に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」、それ以外の人を「0」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観察して国債への資金逃避が見られるかどうかを明らかにする。なお、リーマン・ショック期をいつからいつまでとするかについては諸説あるが、本研究が2007年12月～2009年12月とした理由は以下のとおりである。第1に、Flight to qualityの先行研究であるCaballero and Kurlat (2008)が分析対象期間を2007年後半からとしていること。第2に、実質GDP成長率が2008年暦年と2009年暦年にはマイナスとなり、日経平均株価も2008年初年から2009年春まで下落を続けたこと。第3に、アンケート調査の回答選択肢が1年単位となっており、1年単位でしか分析できないこと、である。

5 検証結果¹⁰⁾

5.1 議論1の検証結果

議論1に関するロジット分析の結果は表8のとおりである。¹¹⁾表8から、非銀行選択者と銀行選択者との特性にどのような違いがあるかを見ていきたい。

まず「金融リテラシー」については、3商品いずれの購入者も係数は有意に負であり、リテラシーが高い人ほど銀行を選択しない傾向が見られる。3商品の中では、投信の係数の絶対値が最も大きく、「高リテラシー者の非銀行選択」という傾向は、商品のリスクが高く複雑な投信において際立っている。限界効果で economic significance を見ると、金融リテラシー（テストの合計得点）が1点¹²⁾増えると、生保購入者では銀行を選択する確率が3.7%ポイント下がるのに対し、投信購入者では7.5%ポイント下がる。

次に「自信過剰」については、国債と投信が有意に負の係数値をとる。国債購入者と投信購入者は自信過剰な人ほど銀行を選択しない傾向にある。生保は、他の2商品と異なり、係数値に統計的有意性がなく、生保購入者は自信過剰かどうかによる非銀行・銀行選択傾向が明らかではない。

以上のように、概して金融リテラシーが高く自信過剰な人ほど銀行を選択しない傾向が観察される。また、これらの心理変数について、投信の非銀行選択傾向が顕著に見られたのに対し、国債や生保では投信ほどは明確な傾向が現れなかったことについては、3商品の商品特性と販売窓口の性格の違いによって以下のように解釈しうる（表1参照）。第1に、国債の商品性は単純であることから、銀行で購入しても銀行以外の窓口（具体的には証券会社）で購入しても差はなく、投信のようにリスク・プロファイルが多様で購入者が販売窓口の特性も考慮して商品選択を考える必要がある商品と比べて購入者の心理変数による差異は生じにくいと考えられる。第2に、生保については、「非銀行」での購入チャネルが、保険会社の営業職員、保険代理店、インターネットや通信販売、比較型保険ショップ等と多様である。国債や投信を購入する人にとっては「銀行か証券会社か」という二者択一しかない一方、生保購入者は多様な販売チャネルの中から選択できる。生保購入者にとって「銀行」は多様なチャネルの1つにすぎず、選択肢が多いことによって銀行を選択するかどうかは投信ほどははっきりした傾向を示さない結果になっていると考えられる。

次に、表8から銀行とのつきあいに関する2つの変数を見ていきたい。まず「メイン行との取引種類」を見ると、国債購入者についてのみメイン行と多様な取引を行っている人の方が預金以外何もない人と比べて銀行を選択しない傾向が見られるが、他の2商品についてはメイン行との取引種類による有意な傾向は見られなかった。総じて、メイン行との取引種類が増えても金融商品購入窓口として銀行を選択する傾向が強くなるとはいえない。この結果は、先の記述統計量において、取引多面化率が銀行選択者の方が低いことと整合的である。

「メイン行との接触頻度」については、生保購入者と投信購入者においてメイン行と直接接触する頻度の高い人が頻度の低い人と比べて有意に銀行を選択する傾向が見られる。国債において見ら

10) サンプル・バイアスを回避するために「複数商品選択者」を1つのカテゴリーとして含めて推計を行った場合および延べ人数として含めた標本で推計した場合にも、ほぼ同様の結果が得られた。両者の結果の詳細は、ワーキング・ペーパーに【付録6】として開示している。本研究が複数商品選択者を含めない場合を主たる検証結果と位置づけた理由は、第1に、多項ロジットモデルは複数の選択肢から各個人が1つの選択肢を選ぶモデルであること、第2に、本研究の関心が心理変数等によって「異なる性質を持った4商品のどれを選択する確率が高いか」にあること、である。

11) すべてのコントロール変数も含めた推定結果は、ワーキング・ペーパーに【付録5-1】として開示している。

12) 100点満点換算で約37점에相当する。

表8 「議論1 (銀行・非銀行の特性の違い)」の検証結果

	国債	生保	投信
リスク回避度	0.000 0.000 (0.45)	0.000 0.000 (0.995)	0.000 0.000 (0.21)
金融リテラシー	-0.303** -0.067** (-2.16)	-0.216*** -0.037*** (-2.70)	-0.450*** -0.075*** (-5.39)
自信過剰	-0.400* -0.087* (-1.75)	0.054 0.009 (0.39)	-0.639*** -0.102*** (-4.83)
取引種類(決済系のみ)	-1.275*** -0.273*** (-3.14)	-0.057 -0.010 (-0.21)	-0.448 -0.077 (-1.63)
取引種類(決済系+IT)	-1.456*** -0.313*** (-3.49)	0.011 0.002 (0.04)	-0.327 -0.058 (-1.23)
取引種類(決済系+ローン)	-1.234** -0.263** (-2.15)	-0.234 -0.038 (-0.71)	-0.239 -0.043 (-0.71)
取引種類(すべて)	-1.154* -0.245* (-1.91)	0.090 0.016 (0.26)	0.140 0.027 (0.42)
接触頻度(頻繁なネットでの 情報収集)	-0.655* -0.141* (-1.76)	-0.468* -0.070** (-2.05)	0.007 0.001 (0.04)
接触頻度(頻繁な面談)	-0.197 -0.044 (-0.67)	0.510*** 0.096*** (2.63)	0.742*** 0.1378*** (3.82)
(金融変数, 属性変数でコントロール)			
Constant	3.063 0.045 (1.46)	0.490 0.024 (0.33)	1.207 0.025 (0.90)
log_likelihood	-335.344	-915.484	-936.812
LR_chi2	63.320	100.932	213.764
pseudo-R-squared	0.086	0.052	0.102
Obs	533	1773	1856

注1) 各変数の上段は係数, 中段は限界効果, 下段は限界効果のz値。*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

注2) 被説明変数の基準, 「非銀行」.

れず生保や投信においてのみ銀行を選択する傾向が見られる理由としては、直接接触する頻度が高まることによって銀行からの強い勧奨を受けて銀行が高い手数料を得られる2商品に消費者が誘導されていることを反映しているとも解釈できるが、消費者が情報を得る機会を増やして生保や投信の購入において自ら主体的に銀行を選択した結果であるとも考えられる。銀行の影響については次の議論2-1、議論2-2の検証において改めて取り上げる。

5.2 議論2-1、議論2-2の検証結果

議論2-1、議論2-2に関する多項ロジット回帰の結果は表9のとおりである。¹³⁾ 各心理変数の係数の傾向について順に見ていきたい。

まず「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したがって『生保<国債<投信』という商品選好順序が存在することを意味しており、非銀行選択者にはリテラシーの差に応じた商品選好パターンが存在している可能性が示唆される。ただし生保の係数は統計的に有意ではなく、生保の選好傾向は必ずしも明らかとはいえない。一方、銀行選択者ではいずれの商品においても係数の統計的有意性に乏しく、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。以上の結果は、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、商品選択が心理変数によらなくなるとの議論2-2（疑似預金仮説）を支持する。ここで議論1との整合性を見てみると、議論1の検証（表8）では、金融リテラシーの限界効果は国債購入者の-0.067に対して投信購入者が-0.075となっており、国債購入者よりも投信購入者の方が銀行を選ばない傾向が強い。このことは、上記の表9の議論2の検証結果（非銀行選択者の商品選好順序が国債<投信となっていること）と整合的である。

次に表9の「自信過剰」の係数を見ると、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』という選好順序の存在の可能性が示唆される。ただし生保の係数は統計的に有意ではなく、生保の選好傾向は必ずしも明らかとはいえない。一方、銀行選択者ではやはり係数の統計的有意性に乏しく、自信過剰かどうかによる商品選好順序は観察されない。一方、議論1の検証（表8）において自信過剰者は国債購入者よりも投信購入者の方が銀行を選択しない傾向がより強く見られた。このことは表9の議論2の検証結果（非銀行選択者は国債と比べて投信を選好する傾向があること）と整合的である。

以上のように、銀行窓販においては生保や投信が預金類似商品とみなされているとの疑似預金仮説が支持される。このことは、第2節で紹介したような、生保においては定額保険や一時払終身保険のようなリスクを抑制した疑似預金商品が主流となり、投信においては預金利息の定期的受取りと同様な定期分配型商品が主流となっている現実と整合的である。

表9において心理変数以外の変数で注目すべきは、銀行の影響を見るための「メイン行との取引種類」と「メイン行との接触頻度」である。「取引種類」の影響を見ると、“銀行選択者かつ生保購入者”以外に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ののみ、取引種類が多面化するにつれて生保を選択する傾向が強くなっている。表9で具体的に限界効果を見ると、銀行との取引種類が「預金以外何もない人」と比較して、生保を選択する確率が「預金以外に決済系のみの人」では2.9%ポイント、「決済系+IT系」では3.2%ポイント、「決済系+ローン系」では3.3%ポイント、「それらすべて取引している人」では6.9%ポイント高くなっており、

13) すべてのコントロール変数も含めた推定結果は、ワーキング・ペーパーに【付録5-2】として開示している。

表9 「議論2」「議論4」の検証結果

	非銀行		銀行		
	生保	投信	定期預金	生保	投信
リスク回避度	0.000	0.000*	-0.000	0.000	0.000
	-0.000	0.000**	-0.000	0.000	0.000
	(-1.25)	(2.15)	(-0.92)	(0.34)	(1.00)
金融リテラシー	-0.040	0.435***	0.153	-0.014	0.213*
	-0.079***	0.097***	0.013	-0.014**	0.009
	(-6.66)	(7.94)	(1.38)	(-2.23)	(1.25)
自信過剰	-0.246	0.377**	0.267*	0.158	0.077
	-0.111***	0.119***	0.033**	-0.006	-0.015
	(-5.68)	(5.91)	(2.13)	(-0.56)	(-1.37)
取引種類(決済系のみ)	-0.579	-0.725*	0.314	0.637*	0.059
	0.006	-0.053	0.015	0.029*	-0.023
	(0.13)	(-1.23)	(0.54)	(1.77)	(-1.14)
取引種類(決済系+IT)	-0.690*	-0.498	0.337	0.751**	0.521
	-0.055	0.014*	-0.025	0.032*	0.018
	(-1.3)	(0.33)	(-0.87)	(1.89)	(0.83)
取引種類(決済系+ローン)	-0.016	-0.522	0.533	0.911**	0.431
	0.089*	-0.105**	0.008	0.033	-0.010
	(1.75)	(-2.04)	(0.23)	(1.46)	(-0.37)
取引種類(すべて)	-0.046	-0.341	0.225	1.054**	0.726
	0.052	-0.063	-0.093**	0.069**	0.049
	(0.98)	(-1.19)	(-2.21)	(2.4)	(1.54)
接触頻度(頻繁なネットでの 情報収集)	-0.268	-0.110	0.388	0.029	0.758**
	-0.036	0.021	0.002	-0.031*	0.048**
	(-1.3)	(0.76)	(0.07)	(-1.87)	(2.20)
接触頻度(頻繁な面談)	-0.624***	-0.653***	0.116	-0.024	0.131
	-0.025	-0.039	0.013	-0.012	0.004
	(-0.86)	(-1.29)	(0.69)	(-0.9)	(0.27)
リーマン・ショック期の購入	-0.526***	-0.459***	-0.697***	-0.490***	-0.451***
	-0.033*	-0.011	-0.065***	0.011	0.017*
	(-1.88)	(-0.61)	(-4.48)	(1.14)	(1.67)
(金融変数, 属性変数でコントロール)					
Constant	2.712*	0.212	-0.457	-1.349	-2.599
	0.045*	0.046	-0.073	-0.010	-0.011
	(1.68)	(0.14)	(-0.30)	(-0.73)	(-1.42)
log_likelihood	-2519.823		-3495.049		
LR_chi2	694.273		231.158		
pseudo-R-squared	0.121		0.032		
Obs	3041		4142		

注1) 各変数の上段は係数, 中段は限界効果, 下段は限界効果のz値。*p<0.1,**p<0.05,***p<0.01.

注2) 被説明変数の基準, 「国債」.

取引が多面化するにしたがって生保選択確率が高くなっている。銀行選択した生保購入者のみにこの傾向が見られるのは、国債や投信と異なり、生保では定期的に保険料を支払う必要がある商品が多いため、銀行窓販で生保を購入する場合には生保の保険料の自動引落としといった決済系の取引や付随した取引が増えていくことを反映していると解釈することができる。「決済系+ローン系」の人は決済だけの人と比べて係数値が大きいのは住宅ローンに付随した団体信用保険加入者が保険購入者に交じっている可能性があるとも推測できる。このように、メイン行との取引種類が多いと国債よりも生保が選好される傾向が見られる理由は、多面的な取引をするつきあいの「濃さ」ゆえ銀行に生保を強く勧められたためというよりは、生保購入者が購入後の利便性を考えて決済性の取引を行い付随的に他取引も増えたためと考える方が妥当である。もし取引の多面性ゆえ銀行に勧奨されたことが原因であれば、投信についても同様の係数の傾向が見られなければならないが、投信にはそうした傾向は見られない。

「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いない。また、「頻繁な直接接点」は非銀行選択者の商品選好に影響を与えているものの、銀行選択者の商品選択に対して有意な影響を与えていない。銀行との頻繁な接点が銀行窓販ユーザーの商品選択に影響を及ぼしているとはいえない。

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いえず、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。

5.3 議論3の検証結果

議論3に関する検証結果は表10のとおりである。¹⁴⁾ 表10のモデル1は、銀行・非銀行の選択が商品満期と次回ライフ・イベントとのマッチング有無に対してどう影響するかを見たもので、金融変数、属性変数で制御している。モデル2はモデル1に銀行・非銀行と年齢層の交互作用項を入れたものである。両モデルともに銀行・非銀行の選択の係数は有意に負であり、銀行選択者の方が非銀行選択者に比べて満期と次のライフ・イベントの時期がマッチングしない傾向が見られる。以上から議論3は支持されない。銀行選択者は非銀行選択者よりも流動性に対する意識が高いとはいえない。

ただし年齢層との交互作用項では、60歳以上の層で係数が有意に正となり、この年齢層では銀行選択者の方が満期とライフ・イベントが合致する傾向が見られる。

なお、本研究の実証結果は、金融リテラシーが高ければライフ・イベントを意識した合理的選択をすることを必ずしも実証的に明らかにしているわけではない。¹⁵⁾

5.4 議論4の検証結果

表9によれば、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、他商品よりも国債を選好したと解釈される。本研究では家計の金融資産のストックの変化を捉えていないため断定的なことはいえないが、リーマン・ショック期には、日本の個人投資家にも国債への資金逃避が起こっていた可能性がある。

14) すべてのコントロール変数も含めた推定結果は、ワーキング・ペーパーに【付録5-3】として開示している。

15) 例えば白杵(2007)によれば、「401(k)プランにおける投資教育の効果について研究者の見解は分かれている」と指摘されており、投資教育を実施してリテラシーが高まってもそれが実際の個人の資産運用行動の合理化に結びついているわけではない。

表10 「議論3 (キャッシュ・タイミング仮説)」の検証結果

	モデル1	モデル2
銀行・非銀行(銀行)	-0.765*** -0.184*** (-13.74)	-0.821*** -0.183*** (-13.76)
銀行*30歳代		-0.223 -0.050 (-1.32)
銀行*40歳代		-0.080 -0.013 (-0.48)
銀行*50歳代		0.057 0.013 (0.34)
銀行*60歳以上		0.982*** 0.237*** (4.76)
(金融変数, 属性変数でコントロール)		
Constant	-0.510 -0.044 (-0.78)	-0.470 -0.044 (-0.71)
log_likelihood	-3836.030	-3816.293
LR_chi2	293.997	333.470
pseudo-R-squared	0.037	0.042
Obs	5798	5798

注1) 各変数の上段は係数, 中段は限界効果, 下段は限界効果のz値. *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

注2) 被説明変数の基準, 「マッチングなし」.

特徴的なのは商品による差で, 生保購入者や投信購入者と比較して定期預金購入者の限界効果の負値が最も大きいことである。表9で限界効果を見ると, 逃避度の最も低い「銀行での投信購入者」は, リーマン・ショック後の購入者と比べて投信を選択する可能性が1.7%ポイント高いのに対し, 逃避度の最も高い「定期預金購入者」は, リーマン・ショック後の購入者と比べて定期預金を選択する可能性が6.5%ポイント低い。¹⁶⁾ リーマン・ショックは「銀行危機」と捉えられたため, 生保や投信よりも定期預金から国債へのシフトの方がより顕著だった可能性が示唆されている。

なお日銀の資金循環統計(暦年・フロー)を見ると, 家計の定期預金は2007~2009年に大幅に純増し, 逆に国債については2008年に純増ゼロ, 2009年以降から大幅に純減に転じている。資金循環統計からは, サブプライム問題の発覚以降, 個人資金はむしろ国債から預金に流れたとも解釈され

16) このことは国債を基準にした係数の大きさで比較しても明らかである。なお, リーマン・ショック期ダミーの係数符号が定期預金, 生保, 投信いずれも負であるため, 係数の絶対値が小さい(国債との距離が近い)商品の場合には限界効果が正になることがある。

うる。しかし、本研究の多項ロジット推定は個人の商品「購入」行動についての推定を行ったものである一方、日銀の資金循環統計は「購入」から「償還ないし解約」を差し引いた「純増減」のデータを掲載したものである。国債と定期預金について「購入」金額のデータをリーマン・ショック期とそれ以降とで比較すると以下のようにになっている。

まず個人向け国債の発行高を財務省ホームページで見ると、2008～2009年（暦年、以下同じ）の年平均が19,813億円、2010～2012年の年平均が17,227億円となり、リーマン・ショック期の方がそれ以降より個人の年平均購入額は大きくなっている。次に、定期預金の購入額について、日銀の「定期預金の残高および新規受入高」統計から、その多くが個人による購入と考えられる新規受入高／預入金額1千万円未満で比較すると、2008～2009年の年平均が141.6兆円、2010～2012年の年平均が145.2兆円となり、リーマン・ショック期の方がそれ以降より年平均購入額が小さくなっている。以上のデータは、本論文の多項ロジット推定の結果（リーマン・ショック期にはそれ以降と比較して定期預金より国債が購入される確率が高かった）と整合的である。

しかしながら、個人投資家が当時定期預金を「リスク資産」であると認識していたかどうか未確認であること、個人投資家の国債購入行動は国債利回りにも依存している可能性があること、本研究はリーマン・ショック前のデータを欠いていること等を考慮すると、本研究の推定結果だけからリーマン・ショック期に個人投資家の国債への資金逃避があったと結論付けることはできない。さらに他のデータ等を慎重に検証すべきであると考えられる。

6 結 論

本研究によって、銀行窓販ユーザーの特性がいくつか明らかになった。

第1に、心理特性の差による商品選択パターンは非銀行選択者・銀行選択者に共通であり、窓販ユーザーは単に商品へのアクセス多様化の利便性を享受しているだけとの「ワンストップ・ショッピング仮説」よりも、銀行選択者には預金類似商品を購入しようとする特有の傾向があり、心理特性の差による商品選択の違いが見られないとの「疑似預金仮説」を示唆する結果が観察された。ただし、この検証結果は統計的に必ずしも頑健ではない。

第2に、本研究ではこれに加えて、たとえ疑似預金仮説が成り立つとしても、それは銀行選択者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いえないことも明らかにした。

第3に、銀行選択者の商品選択はライフ・イベントとのマッチングを考慮して行われるとの「キャッシュ・タイミング仮説」は、高齢層を除いて妥当しなかった。

以上3つの実証結果より、窓販ユーザーは自身のライフ・イベントを意識して金融商品を選択しているとはいえず、銀行で疑似預金を求める傾向が見られた。しかし窓販ユーザーが疑似預金を求めるのは銀行の営業の影響とはいえず、個人の主体的な商品選択行動の結果と考えられる。総じて、各種金融商品の銀行窓販によって個人の金融商品選択に広範な歪みが生じているとはいえないことが明らかになった。

また本研究では、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起きている可能性が示唆された。リーマン・ショックは銀行危機と捉えられたためか、特に銀行で定期預金を購入した人にはその可能性が高かった。しかし個人投資家の行動についてはなお様々なデータの裏付けを要することから、本研究の推定結果だけからリーマン・ショック期に個人投資家の国債への資金逃避があったと結論付けることはできず、本研究はその可能性を示したにすぎない。

本研究の今後の課題等は以下のとおりである。

第1に、本研究では各金融商品の保有状況（ストック）ではなく購入状況（フロー）に着目したが、個人の金融商品の選好はフローよりもストックにより強く現れているかもしれない。本研究においてもアンケート設計段階で各商品の保有残高を質問項目に加えることを検討したが、商品別保有残高をアンケートで尋ねた場合には回答率が低くなり信頼性にも乏しくなるおそれがあったため断念し、保有金融資産の総額のみデータを採集した経緯がある。何らかの方法で個人・家計の種類別金融資産の残高を正確に把握できれば、それを用いて銀行窓販の分析を行ってみたい。

第2に、本研究では疑似預金仮説のような傾向は個人が主体的に選択した結果であることを明らかにしたが、では「なぜ窓販ユーザーにこうした傾向が見られるのか」については十分に説明されていない。例えば、銀行の商品説明の仕方と銀行以外の販売者の商品説明の仕方の違いによって窓販ユーザーに錯誤（フレーミング）が生じている可能性などが考えられる。窓販ユーザーの特性がどのように形成されるのかを探求することは今後の課題である。

第3に、第2と関連して、疑似預金選好があつて心理特性の差による商品選択の違いが見られない窓販ユーザーは「何を基準に商品選択をしているか」が未解明のまま残されており、これを解明することも今後の課題である。

（一橋大学，青山学院大学，一橋大学）

投稿受付2014年2月9日，最終稿受理2014年12月8日

【参考文献】

- 白杵政治（2007）「米国の401（k）プランに見る個人投資家の行動と日本への示唆——行動ファイナンスの観点から」『季刊個人金融』2007年夏号。
- 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，26-44頁。
- 大塚忠義（2012）「銀行の窓口販売による変額年金市場の拡大と縮小に係る考察」『保険学雑誌』Vol.618，169-188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，50-69頁。
- 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，46-65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，94-103頁。
- 塩路悦朗・平方尚久・藤木裕（2013）「家計の危険資産保有の決定要因について」日本銀行金融研究所：ディスカッションペーパーシリーズ，No.2013-J-1。
- 白須洋子・米澤康博（2008）「社債流通市場における社債スプレッド変動要因の実証分析」『現代ファイナンス』No.24。
- 丸淳子・松澤孝紀・松本勇樹（2005）「投資信託の銀行窓販からみた個人投資家行動」『証券アナリストジャーナル』2005年2月号。
- 村上隆晃（2011）「生保銀行窓販の展開と課題」『生命保険経営』第79巻，第5号，3-30頁。
- 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. and P. Tufano (2011) "Consumer financial protection," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.25(1), pp.91-114.

《SUMMARY》

WHAT KIND OF PEOPLE PURCHASE FINANCIAL
PRODUCTS AT BANK ? : SURVEY ANALYSIS
ON CHARACTERISTICS OF BANK USERS

By TAKANORI KONDO, YOKO SHIRASU, and TAKASHI MISUMI

Using the data obtained through a questionnaire survey, we analyzed characteristics of people who purchase various financial products at bank. What we found are as follows. First, there was tendency that they conceived various products as pseudo-deposit. But we didn't find evidence that this tendency was brought by the influence of bank where they bought products. Second, during the Lehman shock period, people shifted their money from other products to government bond, especially those who had held time deposit shifted their money drastically to government bond.

(Hitotsubashi University, Aoyama Gakuin University and Hitotsubashi University)