

ファンドラップで新NISAやiDeCo/iDeCo? 英国ではラップISA&SIPP、ラップ・プラットフォーム! ~英資産運用最大手も変革する消費者(リテール顧客)義務規制~

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 (kenji-matsuo@am.mufg.jp) 窪田 真美 (mamii-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●NISA もラップ口座も(ラップ/SMA 専用投信も)拡大中!

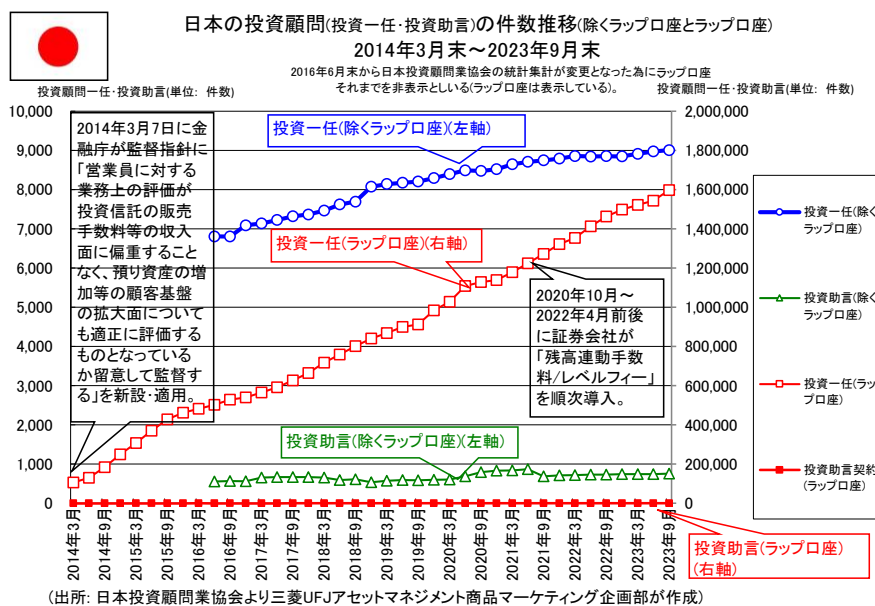
NISA が拡大する中、ラップ口座(ファンドラップやロボアドを含む投資一任契約)とラップ/SMA 専用投信も拡大している。2023年12月6日に日本投資顧問業協会が発表した投資運用会員の契約資産等によると、<https://www.jiar.or.jp/youkei/index.html#kyakusai>、**2023年9月末のラップ口座は約160万件(一任99.98%)、16兆6,281億円(一任98.17%)と共に過去最高を更新した。同月末のラップ口座/SMA専用投信(公募投信)も11兆9,172億円と過去最高を更新(Morningstar Direct)。**

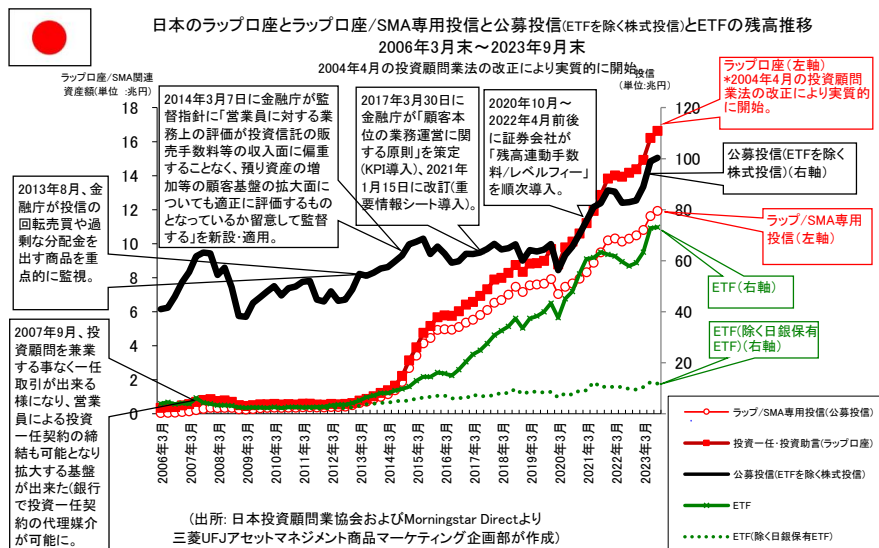
2023年12月末のラップ/SMA専用投信(公募投信)は12兆7,268億円なので、2023年12月末のラップ口座は17兆8,000億円前後となってまた過去最高を更新しそうだ(ラップ口座とラップ口座/SMA専用投信の乖離は後述※1参照)。

ラップ口座の拡大は2014年3月7日に金融庁が監督指針に「**営業員に対する業務上の評価が投資信託の販売手数料等の収入面に偏重することなく、預り資産の増加等の顧客基盤の拡大面についても適正に評価するものとなっているか留意して監督する**」を新設・適用、2020年10月~2022年4月前後に証券会社が「**残高連動手数料/レベルフィー**」を導入した事などが背景にある。https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_159915_1.pdf、

2018年10月29日付日本版ISAの道 その243「米国でアドバイザー・フィーが値下げへ! 残高手数料がリタイナー・フィーか? 顧客の話を聞きリレーション向上!!~ニューパラダイム・マネジャーの道~」https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181029.pdf、

2018年12月3日付日本版ISAの道 その248「米国でフィナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では...~日本の税理士比較~」https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181203.pdf。





●NISA とラップ口座の連携

NISA、ラップ口座とラップ/SMA 専用投信が拡大する中、NISA とラップ口座の連携が進んでいる。

1. ラップ型ファンド(ラップ口座の運用戦略を取り入れた投信)をNISAで保有する

ラップ口座(ファンドラップやロボアドを含む投資一任契約)はリバランス(資産配分の調整)で投資の最適化をするが、NISAで行うと年間投資枠(つみたて投資枠 120 万円、成長投資枠 240 万円)を消費してしまうので、**NISA でラップ型ファンドを保有、年間投資枠消費を避ける**(後述※1 参照)。

バランス型ファンドに似るが(バランス型ファンドの一種であるが)、ラップ型ファンドは、「成長型」や「積極型」(株式の比率が高い)から、「安定型」や「保守型」(株式の比率が低い)まで、5 つ前後のコースがある事が多く、そこから選択する(コース変更はファンドのスイッチングとなり年間投資枠を消費する)。また、一般のバランス型ファンドと違い、ファンドに投資一任契約を組み込んだり、契約時にアフターフォローの頻度を決めたりする事もある。

ラップ口座でない為、「ラップ口座管理手数料」や「投資一任手数料」などラップ(サービス)手数料はかからないが、ラップ型ファンド(投信)の手数料はかかる(つみたて投資枠の販売手数料はゼロで信託報酬は一定水準以下 ~ <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/products/>)。また、資産承継特約を付加したり、税引き後リターン向上をしたりする事(後述 3.参照)は難しい。

2. ラップ口座をコア、NISA の投信等保有をサテライト

ラップ口座(ファンドラップやロボアドを含む投資一任契約)をコア/課税口座(特定口座または一般口座)としてリバランス(資産配分の調整)を行う。「ラップ口座管理手数料」や「投資一任手数料」などラップ(サービス)手数料がかかる。一方、**NISA の投信等保有をサテライト/非課税口座(NISA)として NISA の年間投資枠消費を無くす事をめざす。** サテライトはラップ口座でない為、「ラップ口座管理手数料」や「投資一任手数料」などラップ(サービス)手数料はかからないが、投信等の手数料はかかる(つみたて投資枠の販売手数料はゼロで信託報酬は一定水準以下)。

なお、コアサテライト戦略/core-satellite strategy は日本で 2000 年初め頃に年金基金で定着、その後、機関投資家の一般的なポートフォリオの持ち方となったが、**NISA 本家・英国では個人投資家向けアドバイザーが使っている**(2019 年 12 月 9 日付日本版 NISA の道 その 290「2020 年度与税制改正大綱は NISA に注目! 新たな 2 階建て NISA は積立投資とコア・サテライト戦略の組み合わせ?」- https://www.asamf.jp/text/ohisaw_191209a.pdf、当コラム筆者が寄稿

する月刊「投資信託事情」2015 年 6 月号「Strategic Vistas」多様化する欧米のコア・サテライト戦略」~ <https://www.bibohom.co.jp/research/str/str/>)

3. ラップ口座の一部(一機能、一サービス)として NISA を使う

ラップ口座で投信等の買付けをする場合は課税口座(特定口座または一般口座)を使うのが一般的だが、非課税口座(NISA)も使う。ラップ口座の一部(一機能、一サービス)として NISA を使い、課税口座と非課税口座を合わせたラップ口座で投信等の売買およびリバランス(資産配分の調整)を行う。非課税口座(NISA)ではラップ口座に沿ったラップ型ファンド(上記 1.参照)を使う。NISA の残高も含め「ラップ口座管理手数料」や「投資一任手数料」などラップ(サービス)手数料がかかる。「今でもファンドラップの中につみため NISA を組み入れて、それに対してファンドラップフィーを取っても問題ないと言われている。相談業務として残高に対してフィーを取っている」(2023 年 11 月 13 日付ファンド情報増刊号「変革!

新 NISA で地域金融機関が取るべき戦略とは」<https://www.les.jp/pension/products/fund/back/Number.htm?year=2023&htmlContentId=521374> と言うもので、課税口座と非課税口座を合わせた、より広範囲な顧客ポートフォリオでのアセットアロケーション等の最適化が出来る。

具体的には、NISA の年間投資枠(つみため投資枠 120 万円、成長投資枠 240 万円)に余裕がある時は NISA で買い(保有し)、年間投資枠を超える時は課税口座で買う。年間投資枠に余裕があれば(翌年出来れば)、課税口座から非課税口座に移す事もする事もする。値下がりがした投信を 12 月に一旦売却して買い直し、翌年値下がりが分だけ生涯非課税限度額(買付金額ベースで 1,800 万円、成長投資枠 1,200 万円)の空きを広げる事をする事もある。

ラップ口座本家・米国でラップ口座の大きなメリットとされる税引き後リターンの向上である(2022 年 8 月 29 日付日本版 ISA の道 その 363

「ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継? SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)? 議決権も暗号資産(仮想通貨)も可!」https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220829_2.pdf、2022 年 1 月 31 日付日本版 ISA の道

その 350「アドバイスの付加価値～マルチリンチ 12-4-2 ルール(スーパーヴァー・モデル)、アメリカのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・シュワブ・バンガード・モーニングスター・エンベストネット・ラッセルの付加価値～」

https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf。NISA 本家・英国でもラップ口座の一部(一機能、一サービス)として ISA を使う(後述)。

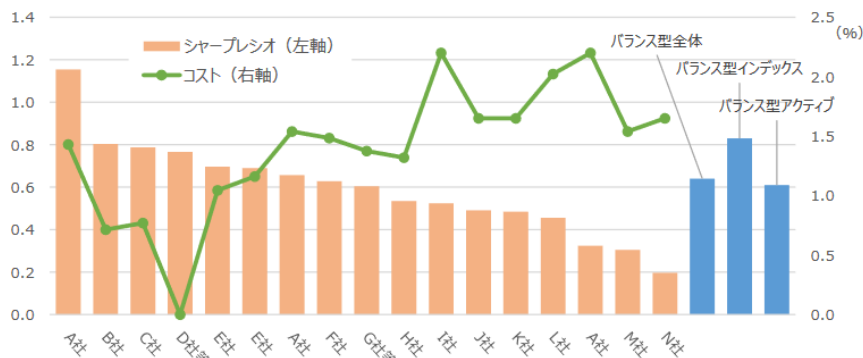
ところで、日本ではラップ口座については次の様な意見がある。「ファンドラップの手数料は割高です。投資信託の信託報酬の負担に加えて、ファンドラップの『口座管理手数料』や『投資一任手数料』といった手数料が年間 1～3%程度かかります。金融機関によっては、得られたリターンから 5～10%の『成功報酬』を徴収するところもあります。金融機関からすれば『手間がかかるのだから当然』と思うかもしれませんが、ファンドラップの運用担当が選ぶ商品は、個人投資家も投資できる商品です。それであれば、手数料の安い商品に自分で投資したほうが、手数料が安く済みます。プロに一任したから絶対にもうかるというわけでもありません。」(強調下線は当コラム筆者、2023 年 12 月 18 日付 JBpress)

エイビープレス「新 NISA で買ってはいけない投資信託、手数料だけで 30 年後に 400 万円超の差も」<https://jpress-jmedia.jp/articles/-/7817> である。

金融庁も「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」でファンドラップのコスト控除後のシャープレシオを比較(図表 3-9)、「コスト控除後の 5 年間のシャープレシオを見ると、バランス型ファンドに劣るファンドラップが依然として多い。コストが高いファンドラップほど、パフォーマンスが劣る傾向がある。」(2022 年 5 月 27 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」p.40～

<https://www.fsa.go.jp/news/r3/kenosota/20220527/20220527.html>)と言っている。

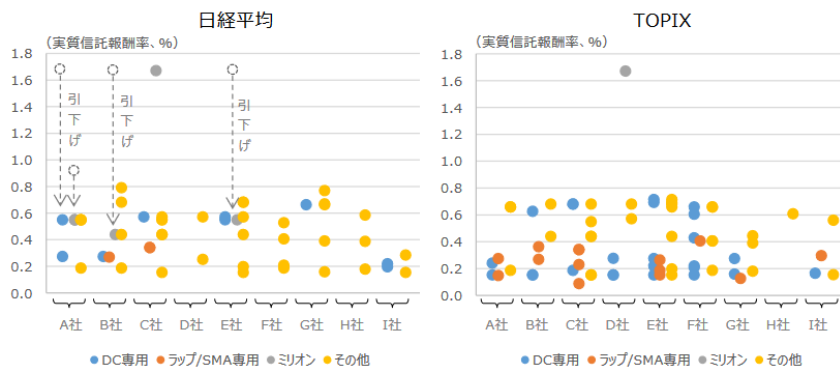
(図表 3-9) ファンドラップのコスト控除後のシャープレシオ³²



(出所: 2022 年 5 月 27 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」p.40)

なお、ラップ口座では個人投資家が投資するのが困難な商品もしくは個人投資家が投資出来る商品よりも手数料の安い商品が提供されている事も多い。金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート」に、TOPIX に連動するインデックスファンド(公募投信)の実質信託報酬率を比較した図表 3-4 があり、それを見てもラップ/SMA 専用ファンドの実質信託報酬率が総じて安い事が示されている(2022年5月27日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2022」p.37～<https://www.fsa.go.jp/news/16/sonohi/20220527/20220527.html>)。これは公募投信だけの調査であり、もしラップ/SMA 専用の私募投信も調査すれば、実質信託報酬率はずっと安い可能性が高い。

(図表 3-4) インデックスファンドにおける資産運用会社ごとの信託報酬の水準²⁸



(出所: 2022年5月27日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2022」p.37)

ラップ口座は手数料水準も重要だが、金融庁の使うコスト控除後シャープレシオ、そして、ラップ口座本家・米国で大きなメリットとされている税引き後リターン(タックス・マネジメント/Tax management)の評価も求められよう(2022年1月31日付日本版ISAの道その

350「アドバイスの付加価値～メルリンチ12-4-2ルール(スーパーヴァー・モデル)、アドバイザーのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・シュワブ・バンガード・モーニングスター・エンベストネット・ラッセルの付加価値～」
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf

米国のファイナンシャル・アドバイスの推計価値(単位:%)

段階	内容	バンガード調べ (Vanguard) 2022年	モーニングスター 調べ(Morningstar) 2013年	エンベストネット 調べ(Envestnet) 2019年	ラッセル・インベストメント調べ (Russell Investments) 2017年 2021年	
		人生の理解	顧客に関する情報収集 (Client assessment)			> 0.50
金融戦略	アセット・アロケーション (Asset allocation)	> 0.00*	0.45	0.52		
	投資行動コーチング (Behavioral coaching)	0.00 - > 2.00			2.00	↑ 2.02
	タックス・マネジメント (Tax management)	0.00** - 0.60		1.00	0.80	↑ 1.20
	ゴール最適化 (Goal-relative optimization)		0.12			
	商品選択/プロダクト・アロケーション (Product allocation)		0.33	0.61 - 0.67	0.33	↑ 0.62
	貯蓄及び取崩しガイダンス (Savings and withdrawal guidance)	0.00 - 1.20	0.70			
目標の堅持	リバランス (Rebalancing)	0.14		0.30	0.20	↓ 0.17
付加価値合計(推計)		最大3% または3%超	1.60	3%程度	4.08	4.83

(出所: 各社HP及び2016年Merrill Lynch「The Value of Personal Financial Advice」より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)
 各社で研究の方法や対象、着眼点など異なる為、詳しくはオリジナルレポートを参照のこと。バンガードは2022年8月12日付Vanguard「Putting a value on your value Quantifying Advisor's Alpha」、モーニングスターは、2013年8月28日付Morningstar「Alpha, Beta, and Now...Gamma」で付加価値は年平均1.59%(推計)と出しているが、その後2017年10月25日付Morningstar Research「The Value of a Gamma-Efficient Portfolio」で賢明(prudent)なアドバイスは投資リターンを約2%押し上げると同等の価値を加える事が可能としている。エンベストネットは2019年4月23日付Envestnet「Capital Sigma, The Advisor Advantage」、ラッセル・インベストメントは「Value of an Advisor Study」2017年と2021年。
 * 価値はあるものの、個々の投資家によって異なりすぎて、定量的な推計が困難。
 **バンガードによると、課税口座と税優遇口座との間で資産のアロケーションを行う「アセットロケーション」によるポートフォリオ構築は、リスクを増さず1年目に0.6%の追加リターンとなる一方、投資家が課税口座または税優遇口座のいずれかで全資産を保有している場合、アセットロケーションの価値はゼロとなる。

●ファンドラップで新 NISA や iDeCo/イデコ？

英国ではラップ ISA&SIPP、ラップ・プラットフォーム！

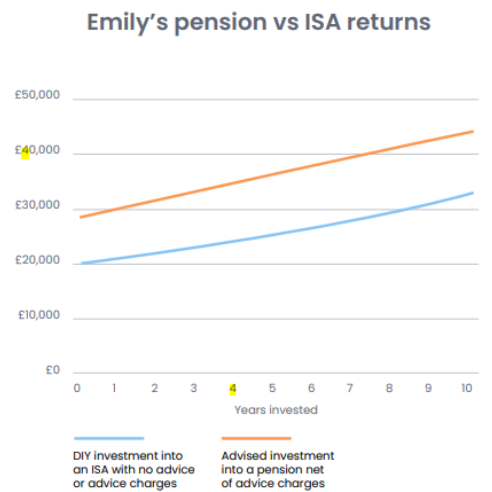
～英資産運用最大手も変革する消費者(リテール顧客)義務規制～

NISA の本家・英国でも税引き後(アドバイス手数料控除後)リターンを評価、英国のラップ口座におけるアドバイスの付加価値としている。 英国最大の資産運用会社セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP は次の様に言う(後述※3 参照、SJP については 2023 年 7 月 10 日付日本版 ISA の道 その 383「新 NISA で投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる?～NISA 抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型 ISA」を持つ英国の資産運用業(証券会社、銀行、保険会社、ウェルスマネジメント、運用会社)～」～ https://www.am.mfg.jp/text/eshirase_230710_3.pdf)



「SJP のアドバイスの価値は約 2%。2020 年 6 月まで 10 年間、アドバイスを受けた SJP の年金投資のリターンは年平均 7.7%に対して、D2C プラットフォーム最大手(ネット証券英国最大手)であるハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown/HL の SIPP 投資の顧客は同期間に年平均 5.5%だった。」(SIPP は後述、2023 年 9 月 30 日付 SJP「The value of financial advice」～ https://www.sjp.co.uk/sites/sjp-corp/files/SJP-Corp/documents/SIP1189_DS_B2_Value_of_Advice_Brochure_RGB_online.pdf)、

「**アドバイザーは投資の手助けをするだけでなく、タックス・プランニングを通じて顧客のポートフォリオに多くの金銭価値を加える/Advisers aren't just there to help with investments - they can also add a lot of monetary value to your portfolio through tax planning. 最も有用な方法の一つが最も適切な「タックス・ラッパー」(例えば年金や ISA) / 'tax wrapper' (e.g. a pension or an ISA) である。…(略)…。** エミリー/Emily(55 歳、所得税率 40%) は余裕資金 2 万英ポンドを、自分が退職している予定の 10 年後に向け、DIY(アドバイスおよびアドバイス手数料なし)で ISA に投資しようとした。念の為にファイナンシャル・アドバイザーにチェックしてもらったところ、アドバイザーから『**アドバイス手数料(初期アドバイス手数料/Initial Advice Charge 4.5%と継続アドバイス手数料/Ongoing Advice Charge 年 0.5%)のあるアドバイス付き年金投資**にする事で、所得控除により投資額が 2 万英ポンドから 3.3 万英ポンドに増えて、資産売却時の課税も資産の 75%については 20%の低税率(10 年で所得が下がり税率が 40%から 20%になる見込み)』と言われ、エミリーは DIY で ISA に投資する事が最善の選択でない事を知った。」(強調下線は当コラム筆者、後述※2 参照、2023 年 12 月 4 日付 St. James's Place「The Value of Financial Advice」～ <https://www.sjp.co.uk/sites/sjp-corp/files/SJP/choosing-the-right-financial-advisor/Value-of-Advice-Brochure-RGB-online.pdf>)、英国の手数料については 2022 年 10 月 11 日付日本版 ISA の道 その 366「米国と英国の「顧客本位の業務運営」～米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI と英国の IFA と RFA を理解する事が日本の資産所得倍増プラン・顧客本位のアドバイストリ非常に重要な事～」～ https://www.am.mfg.jp/text/eshirase_221011_2.pdf)



英国バンガード/Vanguard は次の様に言う。「投資ポートフォリオの税効率を確保する事は、ファイナンシャル・アドバイザーにとって中核的な能力である。…(略)…。英国には ISA や SIPP など節税出来る投資手段が多数ある。…(略)…。債券の利息は通常課税対象となる為、債券は優先して節税出来る投資手段にする。…(略)…。課税口座と非課税口座で株式と債券を**税引き後リターンが最大になる様な比率で保有すると/Tax allowances and asset location, 最大年 32bp/0.32%のリターンが追加**される可能性がある。資産を取り崩す時も出来る限り税効率を良くする事で大幅な付加価値となりえる。」(強調下線は当コラム筆者、2020 年 6 月「Putting a value on your value: Quantifying Vanguard Adviser's Alpha in the UK」～ <https://www.vanguard.co.uk/content/dam/ret/eurpe/documents/en/quantifying-vanguard-advisers-alpha.pdf>)

NISA 本家・英国では、ISA/Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座や SIPP/Self-invested Personal Pensions/自己投資型個人年金(後述※2 参照)などの税制優遇商品を「タックス・ラッパー/Tax Wrappers」と言い、タックス・ラッパーを含む口座を「ラップ・プラットフォーム/Wrap Platform」と言う事が多い(ISA と SIPP についての検討は 2023 年 12 月 11 日付日本版 ISA の道 その 392「新 NISA は本家英国のビジネス(投信評価等)を参考に～英国 ISA では高いレーティングのアクティブファンドが人気、ISA 改革で複数販売会社と端株とインバーティブ・ファイナンス ISA の非上場株ファンド LTAF 投資が可に～」～ https://www.am.mfg.jp/report/investigate/column_231211.pdf の p.11)

個人はラップ・プラットフォームに口座を開設、個人が投資の指図をする事も出来るし、投資一任/Discretionary Investment Managers とする事も出来る。投資一任の場合に**アドバイザーがラップ・プラットフォームの中にあるタックス・ラッパーの ISA や SIPP などを含めトータルに見て投資から管理まで行い、顧客はアドバイザーにアドバイス手数料を払う**(2014 年 9 月 16 日付日本版 ISA の道 その 71「NISA vs ラップ/SMA(ファンド) NISA 本家・英国の「Wrap ISA」とは? 英国では ISA をラップ/SMA 的な手法で ISA を考えている!」～ <https://www.am.mfg.jp/text/140916.pdf>)

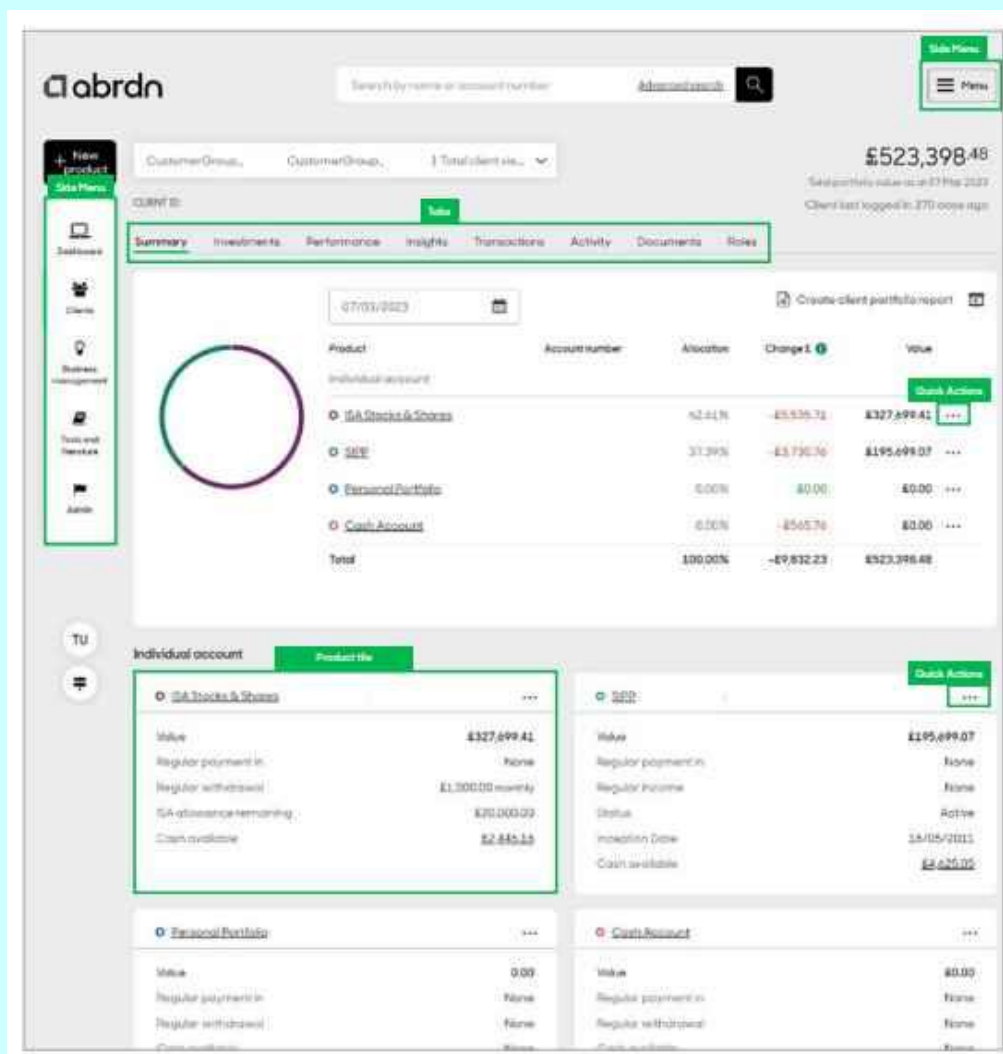
ラップ・プラットフォーム大手のアバディーン/Abrdnの「abrdn Wrap」の例を見る。プラットフォームと製品の
手数料(アドバイス手数料とは別途徴収)は最初の25万英ポンド/約4700万円まで基本年0.35%で、「ラップ SIPP/
Wrap SIPP」の管理付きは+0.05%、内外債券の管理付きは+0.15%である(2022年 Abrdn「Comparing Platform Charges – Wrap」～

<http://www.abrdn.com/library/comparing-platform-charges-wrap.pdf>、Abrdn「Wrap information」～ <http://www.abrdn.com/en-gb/wrapinfo>、アバディーンについては2023年7月10日付日本版ISAの道 その383「新NISAで投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる!?」～NISA

抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型ISA」を持つ英国の資産運用業～ http://www.am.fis.jp/text/seiwa/201710_3.pdf /o



1. **現金口座**「ラップ・キャッシュ・アカウント/wrap Cash Account」
2. **課税口座**「ラップ・パーソナル・ポートフォリオ/wrap Personal Portfolio」
(当コラム筆者より)ISA や SIPP 等タックス・ラッパーの上限を超える投信や株式、タックス・ラッパーの対象外である投信や株式/Unwrapped Funds Or Unwrapped Other に投資する。
3. **ISA/Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座**「ラップ ISA/wrap ISA」
(当コラム筆者より)ISA はタックス・ラッパー/Tax Wrappers の一つで、その株式型が日本の NISA のモデルである。
4. **SIPP/Self-invested Personal Pensions/自己投資型個人年金**「ラップ SIPP/wrap SIPP」
(当コラム筆者より)SIPP はタックス・ラッパー/Tax Wrappers の一つで、日本の iDeCo に近い(後述※2 参照)。SIPP 以外の年金を含め「ラップ・ペンション・ポートフォリオ/Wrap Pensions Poertfolio」と言う事もある。
5. **内外債券**/Onshore Bond and International Bond



(出所: 2023年 Abrdn「Navigating the Wrap platform」～ <https://www.abrdn.com/library/navigating-the-platform-guide.pdf>)

前頁のアバディーン/Abrdn の「abrdn Wrap」の例に「プラットフォームとプロダクトの手数料(アドバイス手数料とは別途徴収)は最初の 25 万英ポンド/約 4700 万円まで基本年 0.35%であり、『ラップ SIPP/Wrap SIPP』の管理付きは +0.05%、内外債券の管理付きは+0.15%である」とあった。手数料水準も含め英国ではどう評価されているのか。

英国最大の金融プロダクト・データベースを持つ独立系金融プロダクト評価会社のデファクト/Defaqto(消費者の 88% が同社のデファクト・レーティングが付与されたプロダクト/Defaqto-rated product を購入する傾向がある)は、ISA(株式型が NISA のモデル)と同様、ラップ・プラットフォームの評価もしている(デファクトについては 2023 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 393「NISA 本家英国では ISA や VCT、保険や年金にも格付け! 英米のファンドレーティング

とファンドフロー(資金流出)およびリターンとの関係、英米評価会社に学ぶ改革姿勢」~ https://www.am.mfj.jp/report/investigate/column_211225.pdf)。アバディーン /Abrdn の ADVISER PLATFORM「abrdn Wrap」はデファクトの Star Ratings で「年金&投資/Pensions & Investments」において最高評価の★★★★★(5 つ星)である(INVESTMENT ISA (SELF-SELECT)「Wrap S&S ISA」も PERSONAL PENSION「Wrap SIPP」も INTERNATIONAL BOND「abrdn International Portfolio Bond For Wrap」

も最高評価の五つ星、2024 年 2 月 12 日現在の Defaqto「Star Ratings」~ <https://www.defaqto.com/star-ratings/pensions-investments/search/>、デファクトの Platform Service Ratings でアバディーンは 2023 年は「Gold」だったが 2024 年は「Gold」でなくなった~ <https://www.defaqto.com/solutions/service-ratings/>。ちなみに、アドバイザー・プラットフォーム/adviser platform(IFA/独立アドバイザー向け証券会社)大手でもある AJ ベル/AJ Bell の ADVISER PLATFORM「Funds & Shares Service」は★★★★(4 つ星)、ハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown/HL の INVESTMENT ISA (SELF-SELECT)「HL Stocks & Shares ISA」は★★★★(4 つ星)である(AJ ベルとハーグリーブス・ランズダウンについては 2023 年 7 月

10 日付日本版 ISA の道 その 383「新 NISA で投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる?~NISA 抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型 ISA」を持つ英国の資産運用業」~ https://www.am.mfj.jp/text/oshirase_230710_3.pdf)。

なお、デファクトは MPS/Managed Portfolio Solutions/マネージド・ポートフォリオ・ソリューション(Managed Portfolio Services/マネージド・ポートフォリオ・サービス)プロバイダーも評価(2024 年 1 月 Defaqto「Defaqto reveals top 10 recommended MPS investments in 2023」~ <https://www.defaqto.com/resources/defaqto-reveals-top-10-recommended-mps-investments-2023/>)、「英国のアドバイザーの 30%以上が使用」(2023 年 10 月 16 日付~ <https://portfolio-adviser.com/defaqto-names-fineline-dwac-30-as-most-recommended-mps-by-advisers/>)と言われる。これは日本で言うところのラップ/SMA 専用投信の評価である(米国で言う所の SMA/Separately Managed Account/セパレートリー・マネージド・アカウントもしくはモデル・ポート

フォリオ/Model Portfolio の評価でもある、2019 年 5 月 20 日付日本版 ISA の道 その 265「米国ウェルスマネジメント最新動向」アドバイザーの未来、フィーの未来~史上初のネガティブ・フィー・ファンド! フィデリティがインハウスで貸株! モデル・ポートフォリオにモーニングスターが参入!バンガード・フィデリティ・ブラックロックが参加!!! コスト低下や FD 強化の流れがさらに進む中、アドバイザーはどうすればよい?」~ https://www.am.mfj.jp/text/oshirase_190520.pdf)。

この MPS について「英国ではアドバイザーの MPS の利用が増加、MPS がアドバイザーのデフォルトになりつつある。MPS へのシフトは顧客に低コストをもたらすだけでなく、ますます複雑になる資産管理とポートフォリオの責任をアウトソーシング出来、アドバイザーは中核となるファイナンシャル・プランニングや顧客関係の構築・維持に多くの時間を費やす事が出来る。ここ数年でコミュニケーションがより重要になってきており、顧客は現在も続く不安定な市場、高インフレ、高金利、不確実な経済状況を乗り越える為に、アドバイスを求める傾向が強まっている。…(略)…。2023 年 7 月の消費者義務規制の導入に伴い、MPS にも価値評価の規制要件/regulatory requirements of Value Assessment が適用され、透明性や説明責任の向上が求められている。82%のアドバイザーは、パフォーマンスが MPS の最も重要な機能であり、手数料は 2 番目であると言う。」(強調下線は当コラム筆者、2023 年 11 月 Investment Week「MPS Watchlist - November 2023」~ <https://view.investmentweek.co.uk/mps-watchlist-november-2023/p/>)と言われる。

英国では金融の商品やサービスが顧客に公正な価値(手数料に見合った価値)を提供する事を義務付ける「消費者(リテール顧客)義務規制」が 2023 年 7 月 31 日から適用、英資産運用最大手 SJP も手数料の変革を余儀なくされている(後述※3 参照)。アドバイス手数料のわかりやすさ、アドバイス手数料に見合った価値がちゃんと顧客に提供出来ているかどうか極めて重要となっている。

日本で今、NISA とラップ口座が拡大し(NISA の抜本的拡充で税引き後リターン向上/タックス・マネジメントが日本でも注目~後述※1 参照)、認定アドバイザー(顧客の立場に立ったアドバイザー、NISA 拡充に並ぶ資産所得倍増プランの柱の 1 つ)が誕生する中、これまで英国(や米国)で起きてきた事、今まさに英国(や米国)で起きている事を日本の資産運用業関係者はしっかり理解、適切な行動をしていく事が強く求められている。



※1: 日本のラップ口座とラップ/SMA 専用投信、ラップ型ファンドとロボアド…



日本のラップ/SMA 専用投信(公募投信)のラップ口座に占める比率は 2015 年 3 月末に

87.56%まで上昇したが、その後は低下、2023 年 9 月末に 71.67%まで低下している。 これには、私募投信、外国籍投信等が増加した可能性もあるが、海外 ETF の増加もある。

2024 年 1 月 11 日に預り資産 1 兆円を突破したロボットアドバイザー/ロボアド最大手のウェルスナビがロボアド「WealthNavi」を開始したのが 2016 年 7 月で米ブラックロックの「i シェアーズ・コア S&P500 ETF」(IVV)や米バンガードの「バンガード・トータル・ストック・マーケット ETF(VTI)」等米国上場 ETF に投資 (<https://www.wealthnavi.com/?fsi-KunCje28>)。また、2016 年 2 月にロボアドを開始したロボアド 3 位の「お金のデザイン『THEO(THEO+docomo)』」も同様 (<https://theo.sbc.secur/>)。一方、ロボアド 2 位の楽天証券「らくらく投資」(<https://www.rakuten-sec.co.jp/rak2-ten/>) は海外 ETF に直接投資せず、楽天投信投資顧問「楽天・資産づくりファンド(のんびりコース)/(じっくりコース)/(なかなかコース)/(しっかりコース)/(がっちりコース)」に投資し、これらラップ型ファンドが米バンガードの「バンガード・S&P500ETF」など米国上場 ETF 等に投資する(ラップ型ファンドが海外 ETF に投資する為、NISA の年間投資枠は消費されない、p.2「1. ラップ型ファンド(ラップ口座の運用戦略を取り入れた投信)を NISA で保有する」を参照)。

ロボアドの「WealthNavi」も「THEO」も自動税金最適化機能(損益通算)付きで、それが人気の理由にもなっている。「WealthNavi」の「DeTAX/デタックス」という日本初の自動税金最適化機能(損益通算)サービスは 2016 年 7 月にリリースされ (<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/00000005000011584.html>)、「**分配金等から生じる税負担が一定額を超えると、自動的に含み損を実現させる事により繰り延べをする**」。「THEO」の「THEO Tax Optimizer/テオ タックス オプティマイザー」と言う自動税金最適化機能(損益通算)サービスは 2019 年 6 月からで同様の機能を持つ (<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/00000108000015295.html>)。

損益通算である銘柄を一旦売却(含み損益を実現)、同時にその銘柄を、同じ数量、同じ価格で買い戻し、節税効果を行う事は米国では損失と認められず、SEC/証券取引委員会などは民事制裁金の支払いを命じている(「売却損を出した

銘柄と実質的に同じ銘柄を 30 日以内に買い戻す事を『ウォッシュ・セール/wash sale』と呼び、IRS/Internal Revenue Service/内国歳入庁ルールでそれは損失と認められない。』~SEC/証券取引委員会「Wash Sales」~ (<https://www.sec.gov/investor/wash.htm>)。ただこれは米国の話で日本では問題無い。ただ、米国では何の資格も無く開業登録を申請する事で税務申告・税務代理が可能であるものの(オバマ民主党前政権下で問題視された事もある、2018 年 12 月 3 日付日本版 ISA の道 その 248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では…~日米の税理士比較~」(https://www.am.mufg.jp/text/obisrae_181203.pdf))、日本では税理士法によって、有償無償を問わず**税務申告・税務代理が税理士の独占業務**である。だが、これについて国税 OB 税理士チームの情報によれば「**片目をつぶって放置している**」と言う(2018 年 12 月 3 日付日本版 ISA の道 その 248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では…~日米の税理士比較~」(https://www.am.mufg.jp/text/obisrae_181203.pdf))。

なお、米国ではミューチュアルファンド(除く ETF)のファンドマネージャーが大量解約などに対応すべく評価益のある証券を売却した時に投信保有者が課税されてしまう事がある(キャピタル・ディストリビューションと言う)。米国では証券のインカムゲインを 90%以上分配する必要もあり、インカムゲインの発生する債券等に投資した時にやはり投信保有者が課税されてしまう事もある。しかし日本では**キャピタル・ディストリビューションも無ければインカムゲイン 90%以上分配の必要も無いので投信のタックス・マネジメントの必要性は小さくなる**。2003 年からは証券会社が顧客に代わって損益通算する確定申告不要の「特定口座」もあって、さらに**タックス・マネジメントの必要性は小さくなっている**(2019 年 2 月 4 日付日本版 ISA の道 その 254「今こそ行動コーチング! 米国ではタックス・マネジメントより価値の高いアドバイザー!~バンガード vs フィデリティ vs シュワブ~」(https://www.am.mufg.jp/text/obisrae_190204.pdf) ※1: 日米の

違い~タックス・マネジメント、投信・保険手数料、フィデューシャリー・デューティー~)。こうした背景から日本では、ラップ口座本家・米国の様にラップ口座の拡大につながらなかった。ただ、NISA の抜本的拡充で税引き後リターン向上/タックス・マネジメントが日本でも注目されていると言えよう。

米国のロボアドは今大きな課題がある。それは 2023 年 11 月 13 日付日本版 ISA の道 その 390「米国ファイナンシャル・アドバイザー フィデューシャリー・ルールと最善の利益規制/Reg BI が人気の年金「FIA」とロボアド&金融アプリを直撃!」(https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column_231113.pdf)にある。米国のラップ口座は 2022 年 8 月 29 日付日本版 ISA の道 その 363「ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継? SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)? 議決権も暗号資産(仮想通貨)も可! ~米国ではモルガン・スタンレー、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、シュワブなど続々参入~」(https://www.am.mufg.jp/text/obisrae_230829_2.pdf)を参照の事。



英国の SIPP は米国の IRA/Individual Retirement Accounts/個人退職勘定や日本の個人型確定拠出年金/iDeCo/イデコと同じ個人型の私的年金で 1990 年導入(米国の IRA は 1974 年導入、日本の iDeCo は 2001 年導入)。 拠出時非課税(E)、運用時非課税(E)、給付時課税(T)の「EET」型である(2022 年 6 月 13 日付日本版 ISA の道 その 358「資産所得倍増プランに iDeCo の改革や子世代が資産形成をしやすい環境整備」! 米国など年金資産倍増国を参考に～日米英加豪の私的年金制度および非課税貯蓄・投資制度、米国の 529 プラン、個人奨学金口座、教育資金の一括贈与に係る贈与税の非課税措置、ジュニア NISA～)(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200113.pdf)。 拠出可能は 75 歳未満(米国の IRA は 70.5 歳だったが 2020 年から廃止し制限なし、日本の iDeCo は 65 歳未満)、引出可能は 55 歳から(米国の IRA は 59.5 歳から、日本の iDeCo は 60 歳から)。

2023～2024 課税年度(2023 年 4 月 6 日～2024 年 4 月 5 日)の **SIPP 年間投資枠は所得 26 万英ポンドまでの人が 6 万英ポンド/約 1,100 万円まで拠出出来る**(年間所得の少ない人/無い人も 2,800 英ポンド支払いで 3,600 英ポンドまで拠出出来る、<https://www.gov.uk/tax-on-your-private-pension/annual-allowance>)。 生涯非課税枠/ lifetime pension allowance が 1,073,100 英ポンド。

例えば、所得が 50,270 英ポンド/約 950 万円以下で所得税率が 20%の人が SIPP に 8,000 英ポンドを支払うと、政府から 2,000 英ポンド(8,000 英ポンドの 25%、1 万英ポンドの 20%)が SIPP に拠出され SIPP の拠出額は 1 万英ポンドとなる。 所得 50,270 英ポンド超で所得税率 40%の人が SIPP に 8,000 英ポンドを支払うと、政府から 2,000 英ポンド(8,000 英ポンドの 25%、1 万英ポンドの 20%)が SIPP に拠出され SIPP の拠出額は 1 万英ポンドとなり、確定申告で 2,000 英ポンドが入り、SIPP には 6,000 英ポンドしか支払っていない事になる。 なお、所得 26 万英ポンド超の人は SIPP 年間投資枠が最低 1 万英ポンド(所得が 36 万英ポンド超の人)まで段階的に減少していく。

私的年金(確定拠出年金制度)と資産形成支援制度の日米英比較

▶ 日本では、米国・英国の私的年金制度を参考にした企業型 DC・iDeCo と、英国の ISA を参考にした NISA 制度が整備されている。

	米国		英国		日本		税制		
	企業型	個人型	企業型	個人型	企業型	個人型	拠出時	運用時	給付時
私的年金	401k	IRA	DC NEST	SIPP	DC	iDeCo	E 非課税 (注1)	E 非課税	T 課税 (注2)
年金・住宅		Roth IRA (注3)		ライフタイム ISA (注4)		財形貯蓄	T	E	E
資産形成支援				ISA イノベティブファイナンスISA		一般NISA つみたてNISA NISA(2024～)	課税 (課税後の所得からの拠出)	非課税	非課税
資産移転 次世代への		529プラン		ジュニア ISA		ジュニア NISA			

(注)1. 所得控除を含む。 2. 日本では退職所得・公的年金等控除が適用される。
3. Roth IRA の元本部分はいつでも非課税で引き出せる。ただし、利益部分は積立から5年以上経過し、かつ、59.5歳以上、死亡、障害、初めての持家取得のいずれかに当てはまる場合のみ非課税で引き出せる。それ以外の場合には利益部分は課税となり、さらに10%のペナルティ課税が行われる。
4. ライフタイムISAは、60歳までの引出制限があるが、初めての持家取得の際には引出可能。

(出所: 2023 年 6 月 12 日付社会保障審議会 企業年金・個人年金部会 資料【参考資料】私的年金(確定拠出年金制度)と資産形成支援制度について～ <https://www.mhlw.go.jp/content/10400006/001105568.pdf>)

英国の NEST/National Employment Saving Trust/全英雇用貯蓄信託(半強制的確定拠出型私的年金)やステークホルダー年金/Stakeholder pension(確定拠出型私的年金)については 2019 年 9 月 30 日付日本版 ISA の道 その 282 「『年金・投信、家計金融資産の国際比較(米英豪中心)』 オーストラリアはスーパーアニュエーションで『貯蓄から投資へ』を進め、家計金融資産を増やし、老後資金の不足問題を解決へ!～ターゲット・デート・ファンド vs バランス型ファンド～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190930.pdf) を参照の事。

※3: 英国の消費者(リテール顧客)義務/Consumer Duty 規制…



2023年7月31日に英金融監督当局のFCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構が「**消費者(リテール顧客)義務: 価格と価値に関する成果/Consumer Duty: retail customer outcome on price and value**」規制の適用を開始した(2023年7月31日付FCA Handbook[PRIN 2A.4 Consumer Duty: retail customer outcome on price and value]~

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PRIN/2A/4.htm?date=2023-07-31>)。

ウェルスマネジメントやラップ・プラットフォーム、MPS/Managed Portfolio Solutions/マネージド・ポートフォリオ・ソリューション(Managed Portfolio Services/マネージド・ポートフォリオ・サービス)のプロバイダーなどリテール顧客/retail customer(専門家/professional client や適格カウンターパーティー/eligible counterparty ではない個人や中小企業)に商品とサービスを提供する金融機関すべてに課される。

ファイナンシャル・アドバイザーなど金融機関に対し、商品やサービスが顧客に公正な価値(手数料に見合った価値)を提供する事を義務付ける。 例えば、アドバイザーが顧客と何年も話す事無くアドバイス手数料を受け取っている場合などが問題視され、当局から処分、アドバイス手数料の返還などの対応を迫られる。

英国の運用会社が毎年出している(日本の運用会社も近いもの出つつある)「バリュー・アセスメント・レポート Value Assessment report(AoVレポート/Assessment of Value report)も、この「消費者(リテール顧客)義務/Consumer Duty」規制に沿うものとなる(Vanguard UK Professional[Consumer Duty]~ <https://www.vanguard.co.uk/professional/about-vanguard/consumer-duty>、2021年3月22日付日本版ISAの道その330「欧州資産運用業界最新動向」日本の金融庁「重要情報シート」が参考にする欧州のPRIIPs KIDは欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年2022年から?~欧州のMiFIDIIプロダクトガバナンス規制、英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoVレポート(ハーグリーブス・ランズタウン)、クリーン・シェアやACSの現況~」~ http://www.ammf.org.jp/text/ohira/21022_2.pdf)。また、MiFIDIIプロダクトガバナンス規制/MiFID II product governance requirements(2023年3月27日付ESMA/European Securities and Markets Authority[Final report Guidelines on MiFID II product governance requirements]~ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-19-1448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf)と近い所が多い(プロダクトガバナンスの正しい理解は2023年2月13日付日本版ISAの道その374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題! 英国の(日本のNISAが手本とする)株式型ISA限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!」~ https://www.ammf.org.jp/text/ohira/23013_2.pdf)。

消費者義務規制で英資産運用最大手セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJPも手数料の変革を余儀なくされている。SJPは31年の歴史で最大の手数料変更を2025年半ばまでに行う(2023年10月17日付St. James's Place[SJP Simplifies Client Charging Models]~ https://www.sjp.co.uk/sites/sjp-corp/files/SJP-report-presentation-2023/SJP_Simplifies_Client_Charging_Models.pdf、SJPは2023年7月10日付日本版ISAの道その383「新NISAで投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる?~NISA抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型ISA」を持つ英国の資産運用業(証券会社、銀行、保険会社、ウェルスマネジメント、運用会社)~」~ https://www.ammf.org.jp/text/ohira/230710_3.pdf)。「**英国の新しい消費者義務を確実に遵守する為に、手数料体系を見直すよう、FCA/金融行為規制機構から圧力を受けていると関係者は言う。**」(2023年10月13日付Financial Times「UK wealth manager St. James's Place pushed by regulators to overhaul fees」~ <https://www.ft.com/content/129b5119-57bc-44d7-b249-1c396c2d1989>)。

SJPの手数料体系大変革

- インベストメント・ボンドと年金の**早期引出手数料/Early Withdrawal Charge/EWC/exit fee(初年度6%、6年目までに1%に廃止)**してユニット・トラスト/Unit trusts やISAと同じ手数料体系にする(ユニット・トラスト等は2023年7月10日付日本版ISAの道その383「新NISAで投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる?~NISA抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型ISA」を持つ英国の資産運用業(証券会社、銀行、保険会社、ウェルスマネジメント、運用会社)~」~ https://www.ammf.org.jp/text/ohira/230710_3.pdf)。既存商品は適用期間6年が終わるまで継続。
- 手数料をアドバイとプロダクトとファンドの3つに分ける。
- アドバイの価値をより適切に反映して手数料のバランスを調整、全商品の**初期プロダクト手数料を廃止**して継続プロダクト手数料を引き下げ投資額に応じ段階料率を適用。ファンド手数料は2024年以内にファンドが提供する価値を反映して一貫性のあるアプローチ導入。

SJPの新しい手数料モデル例

	インベストメント・ボンドと年金 Investment Bond & Pension	ユニット・トラストとISA Unit Trust & ISA
初期アドバイス手数料 ¹	4.50%(最大)	4.50%(最大)
初期手数料 合計 ¹	4.50%(最大)	4.50%(最大)
継続アドバイス手数料 ¹	0.80%(最大)	0.80%(最大)
継続プロダクト手数料 ²	0.35%(最大)	0.27%(最大)
継続ファンド手数料 ³	0.52%	0.52%
継続手数料 合計 ^{1,2,3}	1.67%(最大)	1.59%(最大)

1.投資規模とアドバイの複雑さに応じて異なる。 2.投資額の大きさに応じて段階的に料率設定される。 3.ファンドによって異なり、上記は一例。

(出所: St. James's Place HPより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

以上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム】日本版 ISA の道
バックナンバー: 「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部
松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料はNISA(少額投資非課税制度)など内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱 UFJ アセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会: 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会