

## 多様な金融事業者が投資支援サービスを提供する英国 ISA 市場 —ISA 専用投資一任サービスを始めたバンガード—

中村 美江奈

### ■ 要 約 ■

1. 米国の大手資産運用会社バンガードは、2022年12月に英国において個人貯蓄口座（ISA）専用の投資一任サービス「バンガード・マネージド ISA」の提供を開始した。株式や投資信託等の売却益・分配金等が非課税となる株式型 ISA を巡っては、多彩な金融商品への投資が可能であることから、従来から金融事業者が様々な投資家向けサービスを展開してきた。例えば大手金融機関や投資プラットフォームの多くは、一般証券口座と共通のサービスとして、リスク許容度や投資目的に応じて、複数のファンドやポートフォリオを提示し、顧客自身に選択してもらう簡易的な投資一任サービスを提供している。
2. そうした競合他社に追随する形で提供が開始されたバンガード・マネージド ISA は、投資家のリスク許容度や投資性を踏まえて、低コストファンドで構成される 5 種類のポートフォリオのいずれかと投資家をマッチングし、投資家の代わりに運用管理を行う投資一任サービスである。ISA 専用ポートフォリオを組成することで他社とは異なる特色を打ち出し、ISA 市場におけるシェア拡大に挑んでいると推察される。
3. 英国の株式型 ISA は導入から 20 年以上が経過し、個人の資産形成において中核となる制度へと成長した。同市場は、金融事業者のサービス競争と個人の選択を通じて発展してきたと言える。バンガードの事例のように、ある程度成熟した現段階においても新たな挑戦が見られる。このようなダイナミズムがいかにか生まれてくるかは、恒久化に向けて制度改正が進む日本の少額投資非課税制度（NISA）市場の今後を考える上で参考になるといえよう。

## I 投資一任サービスで ISA マネーを狙うバンガード

英国において米国大手資産運用会社バンガードが、2022年12月から個人貯蓄口座（ISA）専用の投資一任サービス「バンガード・マネージド ISA」の提供を開始した。

ISA は、個人の資産形成を促すべく導入された英国特有の優遇税制付きの貯蓄口座である。制度導入から 20 年以上が経過し、その資産残高は家計金融資産の約 1 割に相当する約 7,000 億ポンドに達し、英国国民の資産形成の中核を担う制度となっている。この ISA の資産残高の 6 割を占めるのが、株式や投資信託を投資対象として、売却益や配当金、分配金等が非課税となる株式型 ISA である。英国の大手金融機関やオンライン投資プラットフォームの多くは積極的に株式型 ISA の利用を促し、顧客の獲得に注力してきた。

株式型 ISA において投資できる金融商品は、海外株式を含む上場株から投資信託、上場投資信託（ETF）、さらに英国固有の上場ファンドであるインベストメント・トラストまで多種多様である。このため、従来から大手金融機関や投資プラットフォームが、投資家による投資商品の選定を支援するサービスを展開してきた。リスク許容度が異なる数種類のファンドや「レディ・メイド」ポートフォリオ<sup>1</sup>による簡易的な投資一任サービスを提供するケースが一般的であり、一般の証券投資口座と共通したサービスが多い。

こうした競合他社に追随する形でバンガードが提供を開始したのが、ISA に特化した、自社の低コストファンドから構成されるポートフォリオに限定した投資一任サービス「バンガード・マネージド ISA」である。本稿では「バンガード・マネージド ISA」を中心に、成長を続ける株式型 ISA 市場において、ISA プロバイダーが展開する投資支援サービスを概観する。

## II バンガード・マネージド ISA の概要

### 1. バンガードの英国事業の概要

バンガードがリテール投資家向けのビジネスを英国で幅広く事業を展開するようになったのは、比較的最近のことである。2009 年にオフィスを開設し、当初は証券会社や投資プラットフォームへの運用商品提供に留まっていたが、2017 年には自社ファンドを個人投資家に直販するオンライン投資プラットフォームの提供を開始した。そして、米国と同様に低コストサービスによって顧客の取り込みに成功してきた同社の英国における運用資産残高は 2021 年末時点で 2,850 億ポンドに上る<sup>2</sup>。リテールビジネスに限れば現在の顧客数は約 48.5 万人、預かり資産残高は 152 億ポンド（1 ポンド 160 円換算で約 2.4 兆円）を擁する<sup>3</sup>。個人投資家向けの主なサービス・ラインナップには、ISA や一般の証券口座、

<sup>1</sup> 投資家のリスク許容度等を踏まえて予め用意した複数のポートフォリオからいずれかを提供するというもの。

<sup>2</sup> IA, “INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2021-2022,” September 2022.

<sup>3</sup> “Vanguard attracts under-30s to UK retail platform,” *Financial Times*, March 17, 2023.

個人年金等が並ぶ。

オンライン投資プラットフォーム上で提供する運用商品は、計 80 本以上の自社ファンドから成る。アクティブ・ファンド、パッシブ・ファンド、ETF や ESG ファンド等の個別ファンドや、ライフストラテジー・ファンド<sup>4</sup>やターゲット・リタイアメント・ファンド<sup>5</sup>等のバランス型ファンドから成る。オンライン投資プラットフォームの口座管理手数料は年間 0.15%<sup>6</sup>、ファンドの年間継続手数料は平均 0.20%と低コストに抑えられている。

目下、バンガードのオンライン投資プラットフォーム上の顧客数は増加傾向にある。2022 年は 9 月までの累積の新規顧客数は 9.9 万人となり、競合する英国大手の投資プラットフォームであるハーグリーブズ・ランズダウンの 6.1 万人や、AJ ベルの 2.8 万人を上回っている。バンガードの顧客の特徴は、80%が 45 歳以下と若く、特に ISA や自己投資個人年金 (SIPP)<sup>7</sup>等の人気が高い点にある。他方で、顧客 1 人当たりの預かり資産の平均残高は、他社に比べ少額とされる<sup>8</sup>。

バンガードは、個人投資家向けに退職貯蓄を目的としたオンライン投資アドバイス「パーソナル・ファイナンシャル・プランニング」も提供している。同サービスでは、最大 13 銘柄のファンドを組み合わせたポートフォリオを、個々の投資家にカスタマイズして提案する。最低投資額は 5 万ポンドに設定され、年間手数料は、口座管理手数料、ファイナンシャル・プランニング手数料、ファンドの管理コストあわせて 0.79%と低コストに抑え、手数料の負担感が理由で投資アドバイスを受けられない投資家の取り込みを目指していた。しかし、期待通りの成果が得られなかったことから、2023 年 5 月末にサービスを停止すると報じられた<sup>9</sup>。こうした決断の一方で提供開始されたのが、バンガード・マネージド ISA である<sup>10</sup>。

## 2. ISA 専用のバンガード・マネージド ISA

バンガード・マネージド ISA は、投資家のリスク許与度や投資性を踏まえて、低コストファンドで構成される 5 種類のポートフォリオのいずれかと投資家をマッチングさせ、投資家の代わりに運用管理を行う投資一任サービスである。主なターゲット顧客は、投資意欲はあるものの、時間や投資知識の乏しい投資家で、投資期間は少なくとも 5 年以上の

<sup>4</sup> 株式と債券で構成されるバランス型ファンドの呼称。株式の割合が異なる（例えば 20%、40%、60%、80%、100%）複数種類が提供され、リスク許容度に応じて選択が可能な形が一般的。

<sup>5</sup> ターゲットとなる年に向けて株式比率が自動的に引き下げられるバランス型ファンドの呼称。ターゲット・デット・ファンド、ターゲット・イヤー・ファンドとも呼ばれる。

<sup>6</sup> 口座残高 25 万ポンド超の場合は上限 375 ポンド。

<sup>7</sup> 個人向け年金の一種で、幅広い商品への投資が認められている点が特徴的。

<sup>8</sup> “Vanguard’s Europe boss eyes pension switches to boost UK platform,” *Financial News*, November 10, 2022.

<sup>9</sup> “Exclusive: Vanguard closes financial planning arm,” *Citywire*, March 2, 2023.

<sup>10</sup> なお、バンガードは、ファイナンシャル・アドバイザー (FA) に対する支援サービスも提供している。「バンガード・アドバンテージ・アドバイザー・サポート」では、同社のグローバル・リサーチ・チームによる情報提供の他、英国金融行為監督機構 (FCA) が定める FA の継続的な専門性開発 (CPD) 認定の研修ウェビナーや FA の顧客向けのコンテンツ提供、ポートフォリオ構築支援等を提供している。

中期運用を目的とした投資家に適していると説明している。他方で、年金等の長期運用には必ずしも適さないとも述べている。

利用方法としては、まず投資家に、バンガードとの現在の取引状況や希望投資額、これまでの投資経験、緊急時用の蓄えの有無、投資におけるリスク許容度等の設問をオンラインで回答してもらう。バンガードはその回答内容を踏まえて、「とても慎重」から「とても積極的 (Very Adventurous)」等に分類される5種類のポートフォリオから最も適したものを提示し、個人投資家がそれに同意すれば投資開始となる。

各ポートフォリオの構成資産は、いずれもバンガードが自社で運用する複数の低コストの UCITS インデックス・ファンドである。バンガードは、自社の知見を最大限に活用し、リスク・プロファイルと1万通りのシナリオに基づいて、それぞれのポートフォリオに組み入れるファンドの銘柄と構成比率を決定する。多いものでは12銘柄のファンドを組み入れて、分散投資を行う。

各ポートフォリオに対しては毎月、個人投資家との間で締結した投資マンデートが定めるパラメーターの範囲内で運用が行われているかをチェックする。そして、必要に応じて入れ替え (リバランス) のためにファンドの売買を行う。通常は投資家はそのポートフォリオを選定した際の資産アロケーションから5%以上増減した場合、リバランスを検討するとバンガードは説明している。

このように、バンガード・マネージド ISA は、一任運用といっても個々の投資家に対し完全に個別化した資産運用を行うわけではなく、5種類のポートフォリオのいずれかで運用を行う。すなわち、個々の投資家のニーズに合わせたきめ細かな運用を行うフル・オーダーメイドではなく、予め用意 (pre-built) した5種類の運用の型を個人投資家に提示するというセミ・オーダーメイドのサービスとすることで、一任運用にかかるコストを抑えているといえよう。

年間手数料は、①バンガードのオンライン投資プラットフォーム「UKPI」の利用、カスタマーサポート、ファンドの記録管理の費用等の口座手数料として0.15%、②運用に関わる0.30%の管理手数料、③ポートフォリオを構成する UCITS への投資に関わる0.15%のファンド手数料の3種類で構成され、合計で年間0.60%となっている。なお、口座手数料と管理手数料は計1,125ポンドを上限と定めている。最低投資額は500ポンドに設定されており、毎月100ポンドから定期投資も可能である。

投資家は、オンラインで常に最新の運用状況が確認できるほか、バンガードの専門家に、メールや電話で質問できる。ただし、個々の投資家にカスタマイズした投資アドバイス等を行わない。同サービスでは、利用開始時に投資家に適したポートフォリオをマッチングして以降は、ポートフォリオに沿ってリバランスを行うに留まる。その他、四半期毎の運用報告と年に1回手数料報告書が送付される。

図表 1 バンガード・マネージド ISA の概要

対象者	◆ バンガードの投資プラットフォーム UKPI の新規顧客(2023 年に対象範囲を拡大予定)
サービス内容	◆ 利用者はリスク許容度を診断する設問に回答し、その許容度に適したバンガード・マネージド ISA の提供する 5 種類のポートフォリオとマッチング、運用管理は全てバンガードが対応
投資内容	◆ 最大 12 本の自社の低コストファンド(UCITS インデックス・ファンド)で構成された、5 種類のポートフォリオ
最低投資額	◆ 500 ポンド(加えて毎月 100 ポンド以上の定期拠出が可能)
手数料	◆ ①口座手数料 0.15%、②管理手数料 0.30%、③ファンド手数料 0.15%、年間計 0.60%
カスタマー・サポート	◆ ウェブサイト(オンライン・ダッシュボード)で最新の運用状況を確認 ◆ 投資の専門家へメール/電話での問い合わせが可能

(出所) バンガードのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

バンガード・マネージド ISA は、現在は UKPI の新規顧客のみに提供されている。2023 年には既にバンガードで口座を保有する顧客も含め、それ以外の個人投資家への展開を予定しているが、UKPI の新規顧客からサービス提供を開始した背景には、投資初心者<sup>11</sup>の取り込みを優先したことが考えられる。また、バンガードが ISA の投資支援サービスにおいて後発であることを踏まえると、他社で株式型 ISA 口座を利用している個人投資家の資産獲得を目指しているとも考えられよう。

### III 多くの金融事業者が取り組む英国 ISA の投資支援サービス

英国では、バンガードに限らず、ISA 口座を提供する大手資産運用会社や銀行、投資プラットフォームが、様々な ISA 利用者向けの投資支援サービスを展開している(図表 2)。最も多いのは、投資家のリスク許容度や投資目的に応じて複数のファンドやポートフォリオを提示し、投資家自身に選択してもらったファンドあるいはポートフォリオで運用管理を行うサービスである。バンガードのサービスと大きな違いはないものの、バンガードのように ISA 専用の投資一任サービスと銘打ってはいない。

例えばフィデリティ UK では、ISA の他、個人年金(SIPP)や一般証券口座の顧客等が共通で利用できる投資診断ツール「ナビゲーター」を用いた商品選定支援サービスを提供している。また、大手銀行では、パークレイズが、リスク許容度に応じて予め用意した「慎重」「バランス型」「成長」等の 5 種類のファンドから、投資家自身にファンドを選択してもらった「レディ・メイド・インベストメンツ」サービスを提供している。また、投資一任サービスも最低投資額 5,000 ポンドから扱っており、個々の投資家にカスタマイズしたポートフォリオを提供すると説明している。これらも ISA に限らず、一般の証券口座や SIPP でも利用できるサービスである。HSBC では、投資家のリスク許容度や投資選好に応じたおすすめポートフォリオの運用管理サービスや、オンラインでの投資アドバイスを提供している。ナットウェストも、オンライン投資アドバイスの他、おすすめファンドの提供を行っている。

<sup>11</sup> 英国金融規制機構(FCA)の直近の調査では、1万ポンド以上のキャッシュを保有する英国国民は970万人に上ると指摘。FCA, “Broadening access to financial advice for mainstream investments,” November 2022.

図表 2 各社の ISA 利用者に対する投資支援サービスの概要

社名	業態	形態	サービス概要
フィデリティ UK	資産運用会社	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家のリスク許容度・投資診断ツールを通じて、おすすめファンドを提示。一般証券口座や SIPP 等と共通のサービス。</li> <li>投資家はウェブサイト上の投資診断ツール「ナビゲーター」にて、リスク許容度や投資の優先順位に関わる設問に回答、おすすめファンドが提示される。ファンドは全てフィデリティのアクティブ運用のマルチ・アセット・ファンド。</li> </ul>
パークレイズ	銀行	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>おすすめファンドや投資一任サービス等を提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>おすすめファンドでは、リスクの異なる 5 種類の「レディ・メイド・インベストメンツ」を提示し、投資家自身がファンドを選択。</li> <li>投資一任サービス「プラン &amp; インベスト」では、個々の投資家にカスタマイズしたポートフォリオを提供。最低投資額は 5,000 ポンドに設定。</li> </ul>
HSBC	銀行	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>レディ・メイド・ポートフォリオやオンライン投資アドバイス等を提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>レディ・メイド・ポートフォリオでは「サステナブル」と「レギュラー」という 2 種類の投資方針に沿って用意されたリスクの異なる 5 種類ずつのポートフォリオを投資家自身が選択。</li> <li>オンライン投資アドバイスでは、個々の投資家に適した自社ファンドを選定。最低投資額は月額 50 ポンドあるいは一括 1,000 ポンド。</li> </ul>
ナットウェスト	銀行	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>オンライン投資アドバイスやおすすめファンドを提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>オンライン投資アドバイスでは、ロボアドバイザーを活用し、投資家の目標や経済状況、投資性向に基づいた提案を実施。投資家が同意した場合、1 回につきアドバイス手数料として 10 ポンド徴収。</li> <li>おすすめファンドでは、プライベート・バンクのクーツが運用する、リスクの異なる 5 種類の「パーソナル・ポートフォリオ・ファンド」を提供。投資家自身がファンドを選択。</li> </ul>
ハーグリーブズ・ランズダウン	ネット証券	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>おすすめポートフォリオ・ファンドを提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>同社の関連会社である HL ファンド・マネージャー が運用する 3 種類の「レディ・メイド・ファンド」を提供、投資家はリスク許容度に応じて 3 つのファンドから選択。</li> </ul>
インタラクティブ・インベスター	ネット証券	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>おすすめファンドや投資一任サービスを提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>おすすめファンドはバンガードとコロムビア・スレッドニードルが提供する計 6 種類の低コストファンドで構成。</li> <li>投資一任サービスでは、同社おすすめ 60 銘柄 (Super 60) から組成される 5 つのポートフォリオを提供。モーニングスターが運用し、リバランス等の運用の見直しはインタラクティブ・インベスターの専門チームが対応。運用はアクティブ、パッシブの双方から選択可能で、ポートフォリオはグロースやインカム、サステナブル等目的に応じて構築。リスク許容度に応じて投資家自身が 5 つのポートフォリオのうち 1 つを選択。</li> </ul>
AJ ベル	ネット証券	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>専門家が選定した「レディ・メイド・ポートフォリオ」を提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>リスク許容度に応じた 4 種類のポートフォリオを提供。投資家自身が特定のファンドの排除や追加も可能。商品の購入や管理は投資家自身が実施。</li> </ul>
ナツメグ	ネット証券	オンライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>3 種類のポートフォリオから成る投資一任サービスを提供。一般証券口座と共通のサービス。</li> <li>自社の投資運用チームが選定した ETF のみで構成されるマネージドポートフォリオ「フル・マネージド」や、JP モルガン・アセット・マネジメントが運用するポートフォリオ「スマート・アルファ」、「ソーシャル・レスポンシブル」の 3 種類を提供。ポートフォリオは投資家自身が選択。</li> </ul>
アダム・アンド・カンパニー	プライベート・バンク	対面	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資一任サービス「投資一任 ISAs」を展開。運用資産の選定、ポートフォリオの管理サービスを提供。ISA 単体で独立して管理することも、他の資産と共に幅広いポートフォリオの一部として管理することも可能。</li> </ul>

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

ISA 投資家の多くが利用するオンライン投資プラットフォームを見てみると、最大手のハーグリーブズ・ランズダウンや AJ ベルは、おすすめファンドの提供や、複数のファンドを組み合わせたポートフォリオの提示に留まる。他方、インタラクティブ・インベスターやナツメグは、複数のポートフォリオをベースとした簡易的な投資一任サービスを、一般の証券口座と共通で展開している。

なお、富裕層向けサービスにおいても、プライベート・バンキングや運用管理サービスを展開するアダム・アンド・カンパニーのように、ISA 向けの投資一任サービス「一任マネージド ISA」を、対面を中心に提供している事例もある。同サービスは、ISA 単体で独立して管理することも、他の資産と共に幅広いポートフォリオの一部として管理することも可能としている。

## IV 多様な選択肢の下でサービス競争が生じる英国 ISA 市場

英国の ISA は、導入から 20 年以上が経過し個人の資産形成において中核となる制度へと成長した。中でも残高が最も多い株式型 ISA の利用者の中には 100 万ポンド以上の金融資産を積み上げる「ISA ミリオネア」となる程の成功を収めた個人も登場している<sup>12</sup>。

株式型 ISA では、国内外の上場株や投資信託、インベストメント・トラスト、ETF、上場不動産投資信託 (REIT)、国債等に幅広く投資できる (図表 3)。インベストメント・トラストを利用すれば、プライベート・エクイティやインフラ等への投資も可能である。それゆえに、幅広いラインナップから適切な金融商品の選択をプロに任せたいというニーズが生まれている面がある。また、個人は、他の金融商品が魅力的であれば、非課税の特典を失うことなく投資対象の変更や競合他社へのスイッチングを行える。そのため、金融事業者も、顧客を留めておけるよう創意工夫をこらして競争を繰り広げている。株式型 ISA 利用者に対する投資支援についても、金融事業者は、様々な形でおすすめファンドや簡易的な投資一任サービスを提供している。

そうした中で、ISA プロバイダーとしては後発であるバンガードも、ISA 向けに投資一任サービスを開始した。サービス内容自体はシンプルで必ずしも目新しくはないものの、バンガードならではの低コストのファンドを利用した ISA 専用のポートフォリオを組成し、利用者にポートフォリオの選定から運用管理までの一連の過程をセットで提供することで、既存のサービスとは異なる特色を打ち出していると言える。同社の事例からは、英国 ISA 市場は、後発の事業者であっても参入の事業判断を下せるだけの、規模と自由な競争環境が整っていることが窺われる。

日本では、政府が 2023 年度の税制改正大綱において、少額投資非課税制度 (NISA) の恒久化と、非課税枠を年間最大 360 万円、累計で 1,800 万円まで拡大する方針を示した。NISA は、個人の資産形成を支える主たる制度の一つとして踏み出そうとしていると言え

<sup>12</sup> ISA ミリオネアについては、中村美江奈「英国で誕生する ISA ミリオネア」『野村資本市場クォーターリー』2022 年秋号を参照。

図表 3 株式型 ISA の投資可能資産

➤	上場株式
	• 国内株
	• 外国株（米国、欧州域他） <sup>(注1)</sup>
	• DR（米国預託証券、グローバル預託証券等）
➤	上場投資信託（ETF）
➤	上場ファンド（インベストメント・トラスト）
➤	不動産投資信託
➤	投資信託（ファンド）
	• 英国籍 UCITS
	• NURS（非適格リテール・スキーム）
	• 適格（Recognized）UCITS <sup>(注2)</sup>
➤	転換社債
➤	債券
	• 国債
	• 社債、ユーロ債 <sup>(注3)</sup>
	• 機関債等
➤	個人株主制度（PEP、ISA の前身制度）
➤	税制優遇付き従業員株主スキーム（SAYE、SIP）で取得した株式
➤	保険商品 <sup>(注4)</sup>
➤	キャッシュ等

- (注) 1. 2007 年所得税法第 1005 条で「公認取引所」と認められた取引所で上場、あるいは英国および欧州域内の「公認取引所」で取引されている銘柄。
2. 2000 年金融サービス・市場法第 236A 条で規定された英国籍、欧州籍の UCITS。
3. 次のいずれかの要件を満たす社債：①「公認取引所」の名簿に掲載されている、②発行会社の株式が上場されている、③上場会社の 75% 子会社（2015 年 7 月 1 日以降）、④英国あるいは欧州域の「公認取引所」で取引が認められている、⑤債券を発行する企業の株式が取引されている、⑥株式の売買が認められている会社の 75% の子会社。
4. ISA 施行当初は保険商品を投資対象とした保険型 ISA が存在したが、後に株式型 ISA に統合された。

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

る。税制措置等が定まり制度が開始されれば、次の注目点は、どのようなプレーヤーがどのような事業判断の下でサービスを展開し、活躍を見せるかであろう。制度導入から 20 年を経てなお、業者間の競争が続く英国 ISA 市場のようなダイナミズムがいかに生まれてくるかは、NISA の今後を考える上で参考になる。