

# 角川総一の 金融 逆さメガネ

ある雑誌で今、金利・利回り  
計算術入門といったテーマ  
で連載している。預貯金など一般  
の金融商品における単利と複利の  
別、について説明するところまで  
漕ぎ着けたところで編集者はこう  
言う。「では次号では、国債など  
債券の複利計算に進むことにしま  
しょうか」と。さて、読者諸氏は  
どう思われるだろうか。

私は「はい、そうしましょう」と  
はいかないのだ。少なくとも  
ちよつとは債券の複利に足を踏み  
入れた人ならお分かりだと思っ  
が、「預金における単利・複利」  
と「利付債における単利・複利」

次のように警告せざるを得なかつ  
た。「この銘柄は決してマル優、  
特別マル優適格者以外に販売して  
はならぬ」と。では、なぜ税引き  
後がマイナスといった事態が起き  
るのか？

その時の条件は「クーポン0・  
1%、発行価格100円17銭、期  
間2年」だったのだ。さてこの場  
合、税引き前利回りならばに税引  
き後利回りはどのように計算でき

図表1 利付債の税引き前利回りと税引き後利回りの  
関係を考える

<例> 期間2年 クーポン0.1%、価格100円17銭の場合

●税引き前利回り =  $\frac{0.1 + (100 - 100.17) / 2}{100.17} \times 100 = 0.0149745$   
Ans. 0.014%

●税引き後利回り =  $\frac{(0.1 \times 0.8) + (100 - 100.17) / 2}{100.17} \times 100 = -0.004991514$   
Ans. -0.004%

(注) 債券の利回りは、小数点以下4ケタ目切捨てで3ケタ目までとするのが一般的(投資家にとって必ず実現する利回りとして表示しなければならぬために切り捨てとする。上記において、例えば0.015%と表示すれば、これは過当表示である)

これは図表1で示したとおり  
だ。利付債の税引き後利回りを算  
出するに際しては、クーポンに対  
してのみ20%課税されるとして計  
算される。個人にとっては売買益  
や償還差益については非課税なの  
で、この数式は当然だろう。

すなわち、税引き前の最終利回  
りはかろうじて0・014%。と  
ころがクーポンに対して20%課税  
された場合には、  
最終利回りはマイ  
ナス0・004%  
となるのだ。おそ  
らく、税引き前  
はプラスであつて  
も、税引き後でマ  
イナスになる例は  
これが最初だと思  
う。

ゼロ金利政策下  
で、あまりにも金  
利が低いことが、  
とんだところでこ  
うした事態を招く  
ことになったの  
だ。

ここで「そんな例は滅多にない  
し、普遍的なテーマじゃないよ  
ね」とおっしゃる読者もおられる  
かもしれない。が、それはあまり  
建設的な物の見方ではないと思  
う。実は以上のような事実は、  
我々が(特に)既発の利付債を買い  
求めるときに何に着目しなければ  
ならないか、を教えてくれるのだ。

最近、大手証券会社を中心に、  
既発の債券の引き合い表をWEB  
上に公開、購入を募る例が多い。  
図表2は、複数の証券会社が公開  
している銘柄を並べたものだ。

注意深く見るとお気づきだと思  
う。そう、各銘柄ごとに税引き前利  
回りと税引き後利回りの関係が、  
てんでバラバラなのだ。これは前  
述の理屈を理解していらっしゃれ  
ばそれほど不思議ではない。一言  
で言うと「相対的にクーポン水準  
が高い銘柄では、税引き前と税引  
き後の利回りの差が大きい」の  
だ。これは「クーポン水準が高い  
方が課税額が大きい」ためだ。

図表2 これだけ違う既発債の税引き前・税引き後利回り  
(2004年9月19日現在)

銘柄名	利率 (%)	価格 (円・銭)	税引前利回り (%)	税引後利回り (%)	償還年月日
横浜市	0.50	100.77	0.11	0.01	2006/9/20
静岡市	1.30	99.84	1.32	1.06	2012/10/24
東京都 #585	1.40	101.39	1.201	0.925	2024/5/25
伊藤忠商事 #29	1.00	100.46	0.21	0.01	2005/4/27
パナホーム #1	1.00	101.10	0.22	0.02	2006/2/27
NTTドコモ #14	0.30	100.35	0.15	0.09	2007/1/31
オリックス #75	0.85	100.44	0.66	0.49	2007/1/31
資生堂 #3	0.40	100.30	0.286	0.260	2007/5/25
南アフリカ共和国 #3	2.00	103.47	0.74	0.35	2007/7/18

## 第13回 預貯金の“常識”は通用しない 利付債の利回り計算

利付債の利回り計算は、預貯金のそれとは相当に位相が異なっており、計算上思い  
がけないことも起こる。利付債を見るには、その理屈を理解しておくことが必要だ。

タルゲイン(ロス)を併せ持つ商  
品の「複利」は、相当変則的な概念  
なのだ。

一言で言うと「利付債の複利利  
回りととは、途中で支払われる利子  
が結果的に算出された複利利回り  
で再運用されたと仮定した場合の  
利回り」なのである。すなわち算  
出された複利利回りが1%であつ  
たとすると、この場合、途中受取  
利子は1%で再運用されていたと  
みなすのである。したがって、電  
卓で単純には計算できない。

似たような例(預金と債券の間  
には越えがたい溝がある?)をほ  
かにも見出すことができる。

例えば、多くの人は「税引き前  
利回りがプラスであれば、税引き  
後利回りも必ずプラスである」と  
思い込んでおられるのではない  
か。特別そのように習わなくて  
も、多分先天的にそのように直感  
しておられるだろう。そしておつ  
しやるかもしれない。「あらゆる  
金融商品でそうであるはず。いま  
までその直感を裏切られた例を思  
い出さない」と。

では、以下、税引き前ではプラ  
ス

ス利回りであるにも関わらず、税  
引き後では利回りがマイナスにな  
るといふ世界にご招待することに  
しよう。

### 税引前にはプラスが 税引後にはマイナス!?

金融商品課税の常識から言うと  
「収益なきところに税金なし」だ。  
つまり、税引き前利回りがプラス  
なのに税引き後利回りがマイナス  
になるなどということは、常識的  
には考えられない。しかし、利付  
債の場合はこの常識が通用しない  
のだ。

たぶん多くの方はご存じないと  
思うが、2年前の8月に入札方式  
で決定された期間2年の中期利付  
き国債の発行条件を目的にして、  
これを取り扱っている多くの  
証券会社の担当者は、はたと困つ  
たのだ。

なぜならこの債券は、マル優、  
特別マル優が使えない多くの個人  
にとつてみれば、満期まで持った  
としても利回りはマイナスになる  
という代物だったからである。  
したがって本部は支店に対して