

# ドイツの「世代資本」構想について

2023年5月22日

杉田健<sup>1</sup>

## 要旨

ドイツは公的年金の財源に充てるために、政府ファンドの構築を検討している。これは名前を「世代資本」(Generationenkapital)という。目的は、少子高齢化で現役世代の負担が高まることへの対策である。当初はスウェーデンをモデルに公的年金保険料の一部を株式運用に充てる「株式年金」を考えていたが、反対が多く政府からの融資により資金を調達する政府ファンドを作り、運用益を年金原資に充当する構想となった。世代資本については批判もあり、関連法案もこれから審議予定であるが、すでに連邦財務省のウェブサイトには世代資本の解説が掲載されている他、今年度連邦予算に世代資本への融資 100 億ユーロが計上されている。

キーワード：世代資本、株式年金、ソヴリン・ウエルス・ファンド、ドイツ、年金

## 1. はじめに

わが国の公的年金と異なり、ドイツは公的年金の資金を資本市場で運用してこなかったが、最近スウェーデンを参考に、「世代資本」(Generationenkapital)という政府ファンド(ソヴリン・ウエルス・ファンド)を創設して、運用益を年金原資に充当する構想が進んでいる。関連法案はこれから審議予定であるが、すでに連邦財務省のウェブサイトには世代資本の解説が掲載されている<sup>2</sup>。本稿では、世代資本の概要を第2節、経緯を第3節、政府資本への評価を第4節で説明し、第5節でまとめる。

## 2. 世代資本の概要

ドイツ財務省の2023年1月の月報には世代資本の解説があり、世代資本とは資本市場で運用する資産で、政府からの融資により資金を調達し運用益を公的年金の財源に充てるものである。これにより、連邦政府から公的年金に対する補助金の削減、さらには拠出金の低下が期待されている。当初は核廃棄物管理基金(Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung, KENFO)が運用する。将来的には「世代資本基金」を法律に基づく財団として設立して運用する予定である。法案はまだ連邦議会の審議前である(BMF (2023a), pp. 8-10)。

---

<sup>1</sup> 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員 (k-sugita@nensoken.or.jp)、なお文中の評価や意見の部分は個人のものであり、必ずしも所属組織とは一致しない。

<sup>2</sup> [https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/Altersvorsorge/altersvorsorge.html](https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Altersvorsorge/altersvorsorge.html) (2023年4月25日閲覧)。

2022年12月23日に連邦公報で公布された2023年連邦予算の歳出額は4,763億ユーロであるが、その中には、「公的年金保険の保険料率の推移を安定させるための資本ストックを構築するための100億ユーロの融資(「世代資本」)が含まれ」ている。この100億ユーロの融資の予算への影響であるが、他の特別支出項目が82億ユーロ減少したため、実質的な予算への影響は軽微である(BMF(2023b), p. 39)。

FDP党首で財務相のリンドナーは今後15年間にわたり毎年100億ユーロを導入すべく与党連合内で協議中と述べている(Serenelli(2023))。

### 3. 経緯

#### 3.1 概要

わが国では公的年金が運用資産を持っているが、ドイツの公的年金の財政は完全賦課方式であり、月額年金給付の1.5倍を上限とする持続可能性積立金を保有しているだけで、資本市場での運用を実施していなかった(渡邊(2022), p. 154)。給付原資は拠出の他に政府補助金が充てられているが、この補助金は2022年には1000億ユーロを超え、少子高齢化に伴いさらに増える予定である。今後は少ない拠出者で多くの年金受給者を養うことになるので、年金保険料の引上げや支給開始年齢の引上げが必要になるが、両者とも政治的に難しいこともあり、ファンドを作って運用益を年金原資に充てようということになった。このような政府ファンドではドイツ国内で成功事例があり、それは放射性廃棄物の処分費用をまかなうために作られた核廃棄物管理資金調達基金(Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung, KENFO)である。KENFOの最高経営責任者であるAnja Mikus氏によれば、KENFOは80年間にわたって年間平均3.8%の目標リターンを達成しているとのことである(Serenelli(2023))。もともとはスウェーデンの公的年金の積立部分を参考に「株式年金」(Aktienrente)として<sup>3</sup>、拠出金の一部を積立てて株式運用する構想があったが、反対が多く連邦政府から融資を受けることにした結果、「世代資本」の構想となった(Mushövel & Barr(2023))。

#### 3.2 3党連立協定書

公的年金に積立部分を作る政策は、2021年9月の政権交代に伴う連立協定書で明確になった。ドイツ連邦議会選挙が2021年9月26日に投開票され、現連立与党で中道左派の社会民主党(SPD)が第1党に躍進し、メルケル首相が率いる最大与党のキリスト教民主・社会同盟(CDU/CSU)が第2党に転落し、単独で過半数を獲得した政党がないため、SPDは、環境政党の緑の党(Grünen)と中道リベラルの自由民主党(FDP)による連立を実現させた。ドイツでは各政党がイメージカラーを定め、SPDが赤、CDU/CSUは黒、緑の党は緑、FDPは黄であるので、今回の連立はSPD(赤)、緑の党(緑)、FDP(黄)の組み合わせ

---

<sup>3</sup> スウェーデンの公的年金制度は、保険料率18.5%のうち16%が賦課方式で運営される仮想勘定(NDC)に、2.5%が拠出建て(DC)年金である金融勘定(FDC)に充てられている(小野(2022), p.192)。ドイツの「株式年金」はこの純粋なDCを参考にしている

わせであるので「信号機連立」<sup>4</sup>と呼ばれている(中村(2021a))。信号機連立の3党は、約2カ月にわたる連立協議の末、連立協定書に合意し、11月24日に「さらなる進化に挑戦する自由・正義・持続可能性のための連立」と題する連立協定書を発表した(中村(2021b))。この連立協定書の中では、公的年金について、以下のことが書かれている(SP.D.de, Gruene.de, und FDP.de(2021)):

- ・年金水準(年金額の平均所得に対する比率)の下限は48%する<sup>5</sup>。
- ・年金保険料率の上限を20%とする。
- ・年金額の削減は行わない。
- ・法定退職年齢の引上げを行わない。
- ・これらのことを世代間公平を保って行うために、公的年金に積立部分を創設する。そのため2022年予算から100億ユーロを移管する。

また、企業や個人年金制度は、老後の豊かな生活のために依然として重要として、以下の提案をしている:

- ・より高いリターンの投資機会を提供することで、企業年金制度を強化する。
- ・オプトアウトオプションを備えた効果的で費用対効果の高い公的責任のあるファンドの提供の検討。
- ・リースター年金よりも利回りの高い民間投資商品の認定、貯蓄枠の拡大。

### 3.3 財務省諮問委員会の報告書

その後2022年5月に、年金改革に関する財務省諮問委員会の報告書が公表された(Wissenschaftlicher Beirat beim BMF(2022))。この報告書の概要は以下のとおりである。

#### 3.3.1 強制適用の積立年金の創設は十分な理由がある。

連立協定で年金水準の下限を48%とし、拠出金率の上限を設定すると、2050年には連邦予算の6割を年金の補助金としなくてはならず、持続不可能である。そこで積立制度により資本市場の収益を活用することは意味がある。現在の任意適用のリースター年金は、適用率が低く、利回りが低く、制度が複雑でわかりにくいので、スウェーデンを参考に強制適用の積立年金に改めるべきである。

#### 3.3.2 多様な投資商品の提供

---

<sup>4</sup> 原語は Ampel-koalition、例えば、ドイツ第二テレビ(ZDF)の解説を参照

(<https://www.zdf.de/nachrichten/thema/ampel-koalition-114.html>、2023年4月25日参照)。

<sup>5</sup>年金水準(Rentenniveau)とは、年金の額(平均所得に基づく45年間の保険料納付額)と従業員の平均所得の比(ドイツ年金保険のウェブサイトのFAQによる:[https://www.deutsche-rentenversicherung.de/DRV/DE/Rente/Allgemeine-Informationen/Wissenswertes-zur-Rente/FAQs/Rente/Rentenniveau/Rentenniveau\\_Liste.html#7cf2a72e-66ee-49e5-886f-2a3966e95b73](https://www.deutsche-rentenversicherung.de/DRV/DE/Rente/Allgemeine-Informationen/Wissenswertes-zur-Rente/FAQs/Rente/Rentenniveau/Rentenniveau_Liste.html#7cf2a72e-66ee-49e5-886f-2a3966e95b73)、2023年5月1日閲覧)。

スウェーデンのモデルに従って、国と民間の双方から商品提供されることに賛成である。この場合に、政治的利益の追求には厳格な制限を課すべきである。

### 3.3.3 手数料等

リースター年金のリターンの高さの一つの理由は手数料にあると考えられている。手数料が開示された透明性のある商品提供及び、それからオプトアウトする選択肢を提供する必要がある。

### 3.3.4 退職後の年金化

蓄積された資産は一時金でなく年金として提供すべきである。一時金払いは、退職直後に消費または譲渡されるリスクがあるので、他の収入が少ない場合は政府の給付が必要となり、サマリア人のジレンマにつながる<sup>6</sup>。

### 3.3.5 個人の追加拠出について

強制貯蓄の枠組みを超えて、個人が追加拠出することは、個々人の年金額が異なっても良ければ可能である。しかし、例えば男女の年金額に差がついてはいけないという政治的判断がある場合は、追加拠出で上乘せ年金を作ることは不可能である。また、被保険者が積立てた資金を年金に変換するかどうかを個別に決定できるようにすることは、逆選択の問題がある（長命を予想している人は年金を選択する）ため問題がある。

### 3.3.6 公的債務による資金調達制度の拡充

諮問委員会の観点からは、負債によってまかなわれる年金を支持するコンセンサスは得られなかった。なお報告書は、国債で資金調達して資金を資本市場で運用すると仮定した場合、国債の発行額を GDP の 35% とし、資本市場の利回りと国債との利回り差が 3% あるとすると、ファンドの規模は GDP の 90% まで増加し、この結果老齢年金は 18% 増額が可能と試算している<sup>7</sup>。

## 3.4 批判の多かった株式年金

もともと連邦選挙の運動期間中に、FDP はスウェーデンのモデルに基づく株式年金を推進しており、年金保険料 18.6% のうち 2% を、積立型の老後資金に投資する必要があるとしていた。一方、SPD と緑の党は、連立協定書にもかかわらず拠出型年金を資本市場のリス

---

<sup>6</sup> 「サマリア人のジレンマ」とは、困っている人を助けると、そのことによって更に援助のニーズを呼び起こす可能性がある事。この「サマリア人」とは、聖書の物語における善きサマリア人のたとえ話から、困っている人を助けようとしている人を指す。ブキャナンが挙げたサマリア人のジレンマの例は、学校で生徒のクレームに屈して成績を上げると、さらなるクレームの増加が発生する事である (Pasour (1991))。

<sup>7</sup> ドイツの GDP は 2023 年 3 月末で 3.867 兆ユーロであり

([https://www.destatis.de/EN/Themes/Economy/National-Accounts-Domestic-Product/\\_node.html](https://www.destatis.de/EN/Themes/Economy/National-Accounts-Domestic-Product/_node.html)、2023 年 5 月 20 日閲覧)、1 ドル 149 円として 576 兆円となる。

クにさらすべきではないと考え、年金保険制度から拠出して、株式やその他の有価証券に投資することに反対している。IG メタルの労組出身の役員であるハンス・ユルゲン・アーバンは、「投機が年金拠出金で行われ、年金給付が投資の成功に依存することはレッドラインを超えたことになる」として、世代資本が当初想定されていた株式年金の先駆けになることに警告を発している。4月上旬に有権者 1017 人を対象とした Kantar 社の調査では、調査対象者の 3 分の 2 が、年金拠出金を積立年金に回すことに反対していた。さらに FDP 支持者の 42% が、株式年金に反対した (WDR(2023))<sup>8</sup>。

#### 4. 世代資本への評価

FDP 党首のリンドナーが大臣を務める財務省は、世代資本の説明を 1 月 13 日に財務省のウェブサイトで公表した。

SPD は世代資本の考え方を支持し 100 億ユーロより積み増すことを主張しているが、個別株への投資には反対している (Schmidt(2023))。

緑の党は連立協定書で合意した 100 億ユーロの年金資金への割当には合意するが、それをさらに拡大する事には慎重である。年金保険料の 1% 増を投資収入によって回避するには、状況にもよるが 3500~5700 億ユーロの資金が必要で、株式投資によって大きな損失を実現するリスクを抱えていると、緑の党の政治家で労働組合の役員であるフランク・ブシルスケは述べている (Hyn (2023))。

野党 CDU/CSU の労働市場社会政策のスポークスマンの Stephan Stracke は、ベビーブーマーがリタイアする場合に現役世代の負担を軽減するには、世代資本の政策では不十分と批判している。左派の年金専門家マティアス・W・バークヴァルトは、年金財政が「何十億ユーロもの信用資金による国家ギャンブルを通じて」整えることができるという FDP の幻想にふけるべきではないと述べた (WDR(2023))。

Mushövel & Barr(2023)も世代資本に批判的である。第一に、少子高齢化に対応するためには、少なくなった現役世代の資金で多くなった高齢者を養うために生産性を上げなくてはならないが世代資本がその助けになるかは疑問である。というのは世代資本の原資は政府予算からの支出によるが、憲法上財政赤字を許さないドイツの場合、他の財政支出を抑制することになるからだ。ノルウェーのソブリン・ウェルス・ファンドは石油収入が原資なので、事情は全く異なると述べている。第二に、世代資本のスキームでは膨大な額を保有する必要がある。ドイツの KENFO の長期利回り 4.3% が達成できるとし、政府からの借入金利が 2% とすると、2.3% (4.3% - 2%) の利ザヤが稼げることになる。リンドナー財務相が言うように 1500 億ユーロの政府資本を最終的に保有すると 34.5 億ユーロの運用収益が享受できるが、これは現在政府が年金に支給している補助金 1000 億ユーロよりはるかに少ない。1000 億ユーロのギャップをすべて埋めるためには 4 兆 3500 億ユーロ (1 ユーロ 149 円として、648 兆円) の資金が必要になるが、これは世界のどの政府系ファンドよりもはるかに

---

<sup>8</sup> WDR は、ケルンを本拠地とする西ドイツ放送局 (Westdeutscher Rundfunk)。

大きく、現実的かどうかは疑問である<sup>9</sup>。

## 5. まとめ

以上みてきたように、スウェーデンをモデルとして公的年金拠出の一部を積立年金の原資として、資本市場の利回りで給付と負担のバランスを改善しようとしたが、反対が多く、政府からの融資を原資とする「世代資本」を創設する方向で連邦財務省は動いており予算計上もされている。ドイツは年金水準の下限と掛金水準が固定されており、所得代替率の下限（50%）と保険料率が固定されている日本と類似の状況である。日本は既に少子高齢化を見据えて年金資産を保有して運用収益を給付に充当しているが、ドイツも今後同様の方向に向かう可能性がある。

### 文献

小野正昭（2022）「スウェーデンの年金制度」『年金と経済』Vol41、No. 2、年金シニアプラン総合研究機構、pp. 190-195。

中村容子(2021a)「3党による「信号機連立」協議進む、産業界は次期政権に競争力強化政策を期待（ドイツ）」『JETRO ビジネス短信』10月15日、  
<https://www.jetro.go.jp/biznews/2021/10/3f6994cc250df158.html>（2023年4月15日閲覧）。

中村容子(2021b)「『信号機連立』の3党が合意、連立協定書を発表（ドイツ）」『JETRO ビジネス短信』11月26日、  
<https://www.jetro.go.jp/biznews/2021/11/bd1059520eb90e2e.html>（2023年4月15日閲覧）

矢野誠(2009)「現代の金融危機と『市場の質理論』」『学術の動向』6月号。

渡邊絹子(2022)「ドイツの年金制度」『年金と経済』Vol41、No. 2、年金シニアプラン総合研究機構、pp. 152-156。

BMF(2023a) "Das Generationenkapital: für Gerechtigkeit und solide Staatsfinanzen" *BMF-Monatsbericht*, Januar, pp. 8-10. Available at: <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/01/monatsbericht-01-2023.html> (Accessed: April 19, 2023).

BMF (2023b) "Sollbericht 2023: Ausgaben und Einnahmen des Bundeshaushalts"

---

<sup>9</sup> ちなみに日本の GPIF のウェブサイトによると、2022 年 12 月末の GPIF の資産は 190 兆円である。

*BMF-Monatsbericht*, Februar, pp. 24-42. Available at:  
[https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/02/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-1-sollbericht-2023-pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=5](https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2023/02/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-1-sollbericht-2023-pdf?__blob=publicationFile&v=5) (Accessed: April 25, 2023).

Hyn, Bona (2023) "Kritik aus der Koalition an Lindners Generationenkapital – „Das ist mit uns Grünen nicht zu machen“" *Merkur.de*, February 4. Available at:  
<https://www.merkur.de/politik/aktienrente-lindner-generationenkapital-gruene-rentensystem-reform-news-risiko-92063184.html> (Accessed: April 16, 2023).

Mushövel, Fabian. & Barr, Nicholas. (2023) " Pension reform in Germany—a market solution?" *Social Europe*, February 7. Available at: <https://www.socialeurope.eu/pension-reform-in-germany-a-market-solution> (Accessed: April 15, 2023).

Pasour E. C., (1991) "The Samaritan's Dilemma and the Welfare State" *Foundation of Economic Education*, June 1, Available at: <https://fee.org/articles/the-samaritans-dilemma-and-the-welfare-state/>(Accessed: April 23, 2023).

Schmidt, D. (2023) "SPD-Fraktionsvizin Schmidt: „Die Rente wird nicht verzockt“" *Vorwärts*, February, 14, Available at: <https://vorwaerts.de/artikel/spd-fraktionsvizin-schmidt-rente-verzockt> (Accessed May 20, 2023).

SPD.de, Gruene.de, und FDP.de (2021) " Mehr Fortschritt Wagen Bündnis Für Freiheit, Gerechtigkeit Und Nachhaltigkeit - Koalitionsvertrag Zwischen SPD, Bündnis 90/Die Grünen und FDP". Available at:  
<https://www.bundesregierung.de/resource/blob/974430/1990812/1f422c60505b6a88f8f3b3b5b8720bd4/2021-12-10-koav2021-data.pdf?download=1> (Accessed April 15, 2023).

WDR (2023) " Aktienrente: Was bringt das neue "Generationenkapital"?" January 13, Available at: <https://www1.wdr.de/nachrichten/aktienrente-deutschland-generationenkapital-altersvorsorge-100.html> (Accessed: April 23, 2023).

Wissenschaftlicher Beirat beim BMF (2022) *Kapitalgedeckte Rente: Ein neuer Anlauf?*, Available at:  
[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Ministerium/Wissenschaftlicher-Beirat/Gutachten/kapitalgedeckte-rente.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=12](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Ministerium/Wissenschaftlicher-Beirat/Gutachten/kapitalgedeckte-rente.pdf?__blob=publicationFile&v=12) (Accessed: April 23, 2023).