

## 欧州金融機関初の防衛ラベル付き債券を発行した BPCE

関田 智也

### ■ 要 約 ■

1. 欧州では、ロシアのウクライナ侵攻を契機として、安全保障を巡る危機感が急速に高まっている。欧州連合（EU）は、欧州の自衛力を迅速に高めるべく、2030 年までに 8,000 億ユーロ規模の追加的な防衛投資を実現するという野心的な目標を掲げている。こうした環境下、公的資金のみならず民間資金の積極的な活用が、欧州の防衛セクター企業による生産キャパシティの確保・拡大や技術革新に不可欠であるとの認識が強まっている。
2. しかし、グリーン・ソーシャル・サステナビリティ債券（GSS 債）を巡る国際資本市場協会（ICMA）原則では、防衛を目的とした活動は適格なプロジェクトとして認識されておらず、これが環境・社会・ガバナンス（ESG）投資において防衛セクター投資が敬遠される一因になっているとみられる。また、2025 年 10 月時点で EU による共同防衛債の発行実績はなく、EU 主導の防衛ラベル付き債券のフレームワークも存在していない。
3. このような現状と政策目標のギャップを埋めるべく、欧州最大の取引所グループであるユーロネクストは、業界主導の「欧州防衛債券ラベル（European Defence Bond Label、EDBL）」を 2025 年 7 月に公表した。そして、フランスの大手金融機関グループである BPCE（Group BPCE）は、EDBL 公表直後の 2025 年 8 月、欧州の金融機関としては初となる「防衛ラベル」を付した債券（European Defence Bond、EDB）を発行した。ユーロネクストの EDBL と、それに準拠した BPCE による EDB 発行は、金融市場から強い関心を集めた。
4. BPCE による防衛ラベル付き債券の発行は、欧州の防衛資金調達に新たな道筋を開いた。今後、①欧州における防衛ラベル付き債券市場の標準化及び拡大が進むか、②本件を契機に欧州の主権・安全保障強化を目的とした公的資金調達の議論が前進するか、③防衛ラベル付き債券の ESG 投資における位置付けが今後変化していくか、が注目される。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・関田智也・中村美江奈「拡大の動きが活発化する欧州防衛セクター投資－ESG 投資における位置付けの再検討－」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年夏号。
- ・江夏あかね・富永健司「EU グリーンボンド基準（EU GBS）の規則案の公表と今後の論点－EU タクソノミーとの整合性と外部評価の厳格化がカギに－」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号。

## I 欧州で注目を集める防衛セクター投資と防衛ラベル付き債券

欧州では、ロシアのウクライナ侵攻を契機として、安全保障を巡る危機感が急速に高まっている<sup>1</sup>。欧州連合（EU）は、欧州の自衛力を迅速に高めるべく、防衛産業基盤の再活性化及び統合を目指し、2030年までに8,000億ユーロ規模の追加的な防衛投資を実現するという野心的な目標を掲げている<sup>2</sup>。

こうした環境下、公的資金のみならず民間資金の積極的な活用が、欧州の防衛セクター企業による生産キャパシティの確保・拡大や技術革新に不可欠であるとの認識が強まっている。しかし、グリーン・ソーシャル・サステナビリティ債券（以下 GSS 債）を巡る国際資本市場協会（ICMA）原則（以下 ICMA 原則）では、防衛を目的とした活動は適格なプロジェクトとして認識されておらず、これが環境・社会・ガバナンス（ESG）投資において防衛セクター投資が敬遠される一因になっているとみられる。

このような現状と政策目標のギャップを埋めるべく、欧州最大の取引所グループであるユーロネクストは、業界主導の「欧州防衛債券ラベル（European Defence Bond Label、以下 EDBL）を2025年7月に公表した<sup>3</sup>。

そして、フランスの大手金融機関グループである BPCE（Group BPCE）は、EDBL 公表直後の2025年8月に、欧州の金融機関としては初となる「防衛ラベル」を付した債券（European Defence Bond、以下 EDB）を発行した<sup>4</sup>。EDB は、調達資金の使途を防衛関連の適格資産に限定する点に特徴があり、ユーロネクストの EDBL に準拠した初めての債券である。BPCE による EDB の発行は、金融市場から強い関心を集めた。

本稿ではまず、EU 及び加盟国レベルにおける「EU 共同防衛債」を巡る議論につき、類似の先行事例として参照されている「次世代 EU（NGEU）グリーンボンド」の概要とともに概観する。そして、ユーロネクストの EDBL の概要を解説した後、BPCE の EDB 発行について、その背景及び当該債券の概要と GSS 債市場における位置付け、当該債券を巡る議論の内容を紹介する。最後に、欧州における防衛ラベル付き債券市場の今後の注目点を述べる。

## II NGEU グリーンボンドと EU 共同防衛債を巡る議論

EU 及び加盟国政府レベルにおいて、防衛力の強化に焦点を当てた EU 共同債<sup>5</sup>の発行を巡る議論は、数年前から行われてきた。具体的には、新型コロナウイルス禍への対応を契

<sup>1</sup> 欧州における安全保障環境の変化及び防衛セクター投資への影響については、関田智也・中村美江奈「拡大の動きが活発化する欧州防衛セクター投資—ESG 投資における位置付けの再検討—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025年夏号、を参照のこと。

<sup>2</sup> European Commission, “White paper for European Defence – Readiness 2030,” March 28, 2025.

<sup>3</sup> Euronext, “European Defence Bond Label,” July 2025.

<sup>4</sup> Groupe BPCE, “BPCE, the first financial institution in Europe to issue a bond dedicated to the defence sector,” August 28, 2025.

<sup>5</sup> ここでいう「共同」債とは、個々の EU 加盟国ではなく、EU という超国家的な主体が債務を発行し、当該債務の最終的な信用リスクが EU 予算（全加盟国政府が拠出）によって裏打ちされていることを示している。

機として大規模な EU 共同の資金調達を実現した「次世代 EU」計画（NGEU）、特に「NGEU グリーンボンド」の成功事例に基づき、当該グリーンボンドと類似した「EU 共同防衛債」発行の是非が議論されてきた。本章では、NGEU グリーンボンドの主な特徴を概説した後、EU 共同防衛債を巡る議論の概要と、現状 EU が採用している防衛力強化のための資金調達アプローチを紹介する。

## 1. NGEU グリーンボンドの概要

NGEU は、新型コロナウイルス禍後の加盟国の復興支援を目的として、2020 年 12 月に採択された総額 7,500 億ユーロ規模の経済対策パッケージである<sup>6</sup>。NGEU は、危機からの復興を図るための経済対策であると同時に、EU において 2030 年までに排出量を 55%削減し、2050 年までにカーボンニュートラルな大陸になる目標を実現するための EU の政策である「欧州グリーンディール」の一環としても構想された。

実際、NGEU の中核プログラムである復興レジリエンス・ファシリティ（RRF）において、加盟国が提出する復興強靱化計画（RRPs）予算の少なくとも 37%について、これを気候関連投資に充当することが義務付けられている<sup>7</sup>。

その上で、欧州委員会は、NGEU に係る資金調達総額の最大 30%、すなわちおよそ 2,500 億ユーロ相当を、グリーンボンドラベルを付した EU 共同債である「NGEU グリーンボンド」の発行によって賄うことを決定した<sup>8</sup>。

欧州委員会は、NGEU グリーンボンドの発行が、サステナブルファイナンスに対する EU のコミットメントを確固たるものにするとともに、資本市場に対して高格付けで流動性の高いグリーン資産を供給する、サステナブルファイナンス市場における EU 及び通貨ユーロの役割を強化するといった、多岐に亘る便益をもたらすことを強調している。

## 2. NGEU グリーンボンドの発行枠組みと発行実績

NGEU グリーンボンドは、資金使途の透明性と信頼性を確保すべく、EU 自身が開発した「NGEU グリーンボンド・フレームワーク」に準拠する形で発行されている。このフレームワークは、市場のスタンダードである ICMA のグリーンボンド原則の内容と整合的であるとされており、ムーディーズ ESG ソリューションズ傘下のヴィジオアイリス（Vigeo Eiris）からセカンド・パーティ・オピニオン（SPO）を取得している。当該フレームワークは、発行から開示に至るまでの各プロセスを規定する以下 4 つの主要な柱で構成されている（図表 1）。

<sup>6</sup> European Commission, “EU budget: European Commission welcomes the adoption of the EU’s long-term budget for 2021-2027,” December 17, 2020.

<sup>7</sup> European Commission, “Recovery and Resilience Facility.”

<sup>8</sup> European Commission, “NextGenerationEU Green Bonds.”

図表 1 NGEU グリーンボンド・フレームワークの 4 つの柱

4 つの柱	概要
資金使途	調達資金は、エネルギー効率、クリーンエネルギー、気候変動への適応等、9 つの支出カテゴリーに充当される
支出の評価と投資プロジェクト選定	復興レジリエンス・ファシリティ(RRF)で中心的な役割を果たす復興強靱化計画(RRPs)について、予算総額の 37% 以上を気候関連投資に充当するという基準を満たすように投資プロジェクトが選定される
資金使途の管理	欧州委員会は、NGEU グリーンボンドの調達資金と、加盟国から提出された資金使途を巡る情報を綿密にフォローする
情報開示	資金使途を示す「アロケーションレポート」及び達成された成果を示す「インパクトレポート」の 2 種類の報告書を用いて、高い透明性を確保する

(出所) European Commission, “NextGenerationEU Green Bonds”より野村資本市場研究所作成

欧州委員会は 2021 年 10 月に初の NGEU グリーンボンドを発行し、120 億ユーロを調達した。これは当時において世界最大規模のグリーンボンド発行であり、11 倍以上の応募超過を記録するなど、投資家からの極めて高い需要が示された<sup>9</sup>。NGEU グリーンボンドはその後も継続的に発行され、2024 年 11 月時点で 650 億ユーロ超の発行実績を残している<sup>10</sup>。2024 年 8 月時点のデータに基づく欧州委員会の報告によれば、全ての NGEU グリーンボンドの発行において、シンジケート及びオークションの両方で投資家<sup>11</sup>からの強い需要が確認された<sup>12</sup>。こうした実績から、欧州委員会は、NGEU グリーンボンドが高格付けかつ流動性の高いグリーン資産を大規模な供給することを通じて、市場の発展に貢献したと主張している。

### 3. EU 共同防衛債を巡る議論と現在の資金調達アプローチ

NGEU グリーンボンドによる共同調達の実施は、EU の信用力を活用した大規模な共同資金調達の好事例となった。この前例は、欧州の安全保障環境が危機的な状況にある中で、防衛力の強化という新たな課題に対し、同様の共同資金調達スキームを導入すべきではないかとの議論、すなわち「EU 共同防衛債」の是非を巡る議論を活発化させた。以下では、この議論における賛成及び反対意見の概要を紹介した上で、現状 EU が採用している資金調達アプローチを解説する。

<sup>9</sup> Eurofi, “State of Implementation of the EU Green Bonds Programme linked to the Next Generation EU Plan,” September 2023.

<sup>10</sup> European Commission, “EU continues to be a global leader on sustainable finance,” November 20, 2024.

<sup>11</sup> 2023 年 7 月時点のデータによれば、当該時点の発行総額 442 億ユーロのうち、ファンドマネージャー (37.5%)、銀行財務部門 (28.4%)、保険・年金基金 (17.5%)、中央銀行及び公的機関 (12.5%) が主要な投資家属性となっている。地域別では欧州の投資家が中心であり、英国、ドイツ、フランスが全体の 45% 以上を占めている。前掲脚注 9 参照。

<sup>12</sup> European Commission, “COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT NGEU Green Bonds Allocation and Impact Report 2024,” November 20, 2024.

## 1) EU 共同防衛債を巡る加盟国の意見

### (1) 賛成派の意見

EU 主要加盟国の中では、フランス政府が EU 共同防衛債の発行を最も積極的に提案している。フランスのエマニュエル・マクロン大統領は、欧州の防衛支出を強化するための「急進的な計画」としての EU 共同債の導入を繰り返し提案してきた<sup>13</sup>。ここで言う EU 共同債は、前節で紹介した NGEU グリーンボンドと同一の枠組みに基づくものが想定されている。こうしたフランス政府の提案は、エストニアのカヤ・カラス首相（当時）をはじめ、一部の EU 加盟国からも支持を得ている。

### (2) 反対派の意見

他方、ドイツやオランダ、デンマークといった加盟国は、防衛支出拡大を目的とした EU 共同債の発行に一貫して反対の立場を貫いている。ドイツ当局関係者は、新たな共同調達に関する議論は、「ウクライナ支援を巡る喫緊の課題や、ロシア凍結資産の活用といった、より実現可能性の高い解決策から注意を逸らすだけである」と指摘した<sup>14</sup>。さらに、ドイツは、RRF のための EU 共同債発行は「一回限り」であるというドイツ連邦憲法裁判所の判決<sup>15</sup>を根拠に、NGEU グリーンボンドの前例に基づく EU 共同防衛債のアイデアは「実現可能な選択肢ではない」との認識を示している。

## 2) EU が採用している防衛資金調達のアプローチ

欧州委員会は、EU 共同防衛債を巡り上述のような対立がみられていることを考慮し、EU 共同の資金調達メカニズムを活用しつつ、債券発行にあたり「防衛ラベル」の付与を行わないという折衷的なアプローチを導入している。

欧州委員会は 2025 年 3 月、欧州の防衛力を強化するための新たな金融手段である Security Action for Europe (SAFE) の提案を公表した<sup>16</sup>。SAFE は、EU 加盟国が防衛支出を強化するために 2030 年までに 8,000 億ユーロ規模の資金の動員を目指す「ReArm Europe/Readiness 2030（以下、欧州再軍備計画）」を構成する主要施策の一つであり、2025 年 5 月に EU 理事会によって採択された。

SAFE は、欧州委員会名義の債券発行を通じて 2030 年までに最大 1,500 億ユーロの資金を調達し、その資金を加盟国への長期低利融資として提供するプログラムである。この融資は、加盟国による防衛支出のために充当されることが想定されている。

<sup>13</sup> “Emmanuel Macron to revive demands for European defence bonds,” *Financial Times*, March 21, 2024.

<sup>14</sup> 前掲脚注 13 参照。

<sup>15</sup> ドイツ連邦憲法裁判所が RRF を「一回限り」の措置として位置づけた主な理由は、RRF が恒久的な財政統合への先例と見なされることを防ぐためであると理解されている。詳細は、The Federal Constitutional Court, “Constitutional complaints challenging the Act Ratifying the EU Own Resources Decision (‘EU Recovery Package’) unsuccessful,” December 6, 2022 を参照。

<sup>16</sup> European Commission, “EU Member States endorse 150 billion SAFE defence loan instrument to boost European defence capabilities,” May 27, 2025.

SAFE の資金調達のために発行される証券は、「EU 債券（もしくは EU 短期証券）」として発行されることが想定されており、欧州委員会は、当該証券が NGEU グリーンボンドに類似した「防衛ラベル付き債券」としては発行されないことを明確にしている<sup>17</sup>。

こうした EU のアプローチは、欧州の防衛力強化のための資金調達に EU の高い信用力を活用しつつも、一部加盟国が強く懸念する「EU 共同防衛債」の導入を明確に否定しているという点において、現状における政治的な妥協の結果であると解釈できよう。

### III ユーロネクストの欧州防衛ラベル債券フレームワーク

前章で述べた通り、2025 年 10 月時点で EU による共同防衛債の発行実績はなく、EU 主導の防衛ラベル付き債券のフレームワークも存在していない<sup>18</sup>。こうした中、欧州最大の取引所グループであるユーロネクストは、民間主導の防衛ラベル付き債券につき、そのフレームワークを開発・公表している。本章では、ユーロネクストが開発した防衛ラベル付き債券フレームワークにつき、概要を紹介する。

ユーロネクストは、民間資金による防衛セクター投資を側面支援すべく、様々な取り組みを推進している。2025 年 5 月には、「新しい ESG（エネルギー・安全保障・地政学の頭文字）」に焦点を当てた一連の施策を発表し、テーマ別指数の導入や防衛関連企業の支援プログラムといった幅広い取り組みの実施を打ち出した<sup>19</sup>。

ユーロネクストはこれらの取り組みの一環として、業界主導の欧州防衛債券ラベル（EDBL）を開発し、2025 年 7 月に公表した<sup>20</sup>。このラベルは、ユーロネクストが金融機関・投資家・発行体といった関係者との対話を通じて開発した、自主的な枠組みである。

EDBL が創設された背景には、従来の GSS 債市場の枠組みが、防衛関連プロジェクトへの資金提供を想定していなかったことがある。すなわち、ユーロネクストは、防衛分野を適格な資金提供先として見なさない ICMA 原則とは異なる、独自の枠組みを提供することで、防衛ラベル付き債券市場の透明性や投資家の信頼性を高め、EU の安全保障を巡る目標達成や戦略的自律の確保を支援することを目指している。EDBL の主な特徴は、下図の通りである（図表 2）。

<sup>17</sup> European Commission, “Security Action for Europe – SAFE: Commission proposal for a new EU financial instrument to be financed by EU borrowing,” March 31, 2025.

<sup>18</sup> 2025 年 10 月、ルクセンブルク政府は戦後欧州諸国で初となる防衛国債の発行計画を公表するとともに、当該防衛国債のフレームワークを公表した。第 5 章参照。

<sup>19</sup> Euronext, “Euronext’s commitment to Europe’s aerospace and defence growth,” July 25, 2025.

<sup>20</sup> 前掲脚注 3 参照。

図表 2 ユーロネクストの EDBL の主な特徴

	概要
ラベルの基本的性質	業界主導の自主的な債券ラベル。欧州の防衛・安全保障セクターの資金調達を支援するために設計。ICMA のサステナブルボンド原則とは独立している
適用対象	欧州の企業（非金融／金融機関）、ソブリン、準ソブリン、超国家機関
資金使途	非金融企業の場合、調達資金の 85%以上を防衛・安全保障関連活動（生産・研究開発等）に充当することが求められる。金融機関の場合、調達資金は欧州の防衛・安全保障関連セクター企業への融資やクレジットライン等で定義される「対象防衛資産」のファイナンスまたは借り換えに充当することが求められる
ラベルの取得プロセス	発行体の自己申告に基づく。セカンド・パーティ・オピニオン（SPO）やその他外部検証の取得は必須ではない
ユーロネクストの役割	発行体が提出する自己申告フォームの形式的な確認に限定。認証やデューデリジェンスの実施は行わない

（出所）Euronext, “European Defence Bond Label”より野村資本市場研究所作成

EDBL は、調達資金の大部分を、欧州の防衛及び安全保障関連の活動（生産・研究開発等）のための支出に充当することを求めている。また、金融機関が発行体となる場合、調達資金の使途は、欧州の防衛・安全保障関連セクター企業に対する融資（借り換えを含む）やクレジットライン等の提供に充当することが可能であると規定されている。

EDBL のラベル付与プロセスにおいて特徴的な点は、発行体による自己申告制ということである。ユーロネクストは、発行体が提出した自己申告フォームの形式的な確認のみを行うとしている。すなわち、ユーロネクストは、EDBL のラベル付与に関して、認証やデューデリジェンスの実施を行わないと明示している。こうした特徴により、EDBL 取得にあたっての SPO やその他外部検証の取得は、義務付けられていない。

一方 EDBL は、投資家に対する透明性・一貫性及び信頼性を高めるという観点から、調達資金の使途について、定期的な開示（年次の開示等）を行うことを推奨している。

## IV BPCE による防衛ラベル付き債券の発行

BPCE は 2025 年 8 月、欧州の金融機関としては史上初となる欧州防衛債券（EDB）を発した。当該債券は、EDBL を取得した初の債券である。本章では、BPCE が EDB の発行に踏み切った背景と、その資金使途の概要を示す。加えて、ESG の観点から、EDB が GSS 債には該当しないことを示すとともに、EDB を巡る批判の内容を紹介する。

### 1. BPCE が防衛ラベル付き債券発行に踏み切った背景

BPCE が EDB の発行に踏み切った背景として、同社による欧州の主権と安全保障に対するコミットメントの強化が指摘できる。

BPCE は中期経営計画「Vision 2030」において、防衛・安全保障セクターを優先分野の一つとして明確に位置付けている<sup>21</sup>。こうしたコミットメントは、第二章で既述した欧州再軍備計画や、フランスの 2024～2030 年軍事計画法の目的とも整合するとされている。

その上で、BPCE は EDB の発行により期待される具体的な成果として、①フランス及び EU の防衛セクターへの資金供給を通じたイノベーション支援、②欧州（特にフランス国内）経済への貢献、③欧州の防衛・安全保障基盤を支える高度なスキルを有する人材の維持、そして④フランス・欧州・国際安全保障への貢献、といったものを挙げている。

## 2. 資金使途を巡る規定

EDB による調達資金は、その全額が新規または既存の「適格防衛資産」を巡る資金ニーズ（借り換えニーズを含む）に充当される。BPCE は、資金使途に関する透明性を確保するために、ユーロネクストの EDBL に準拠しつつ、これを発展させた独自の基準を採用している（図表 3）<sup>22</sup>。

まず、適格防衛資産の定義として、①欧州の防衛・安全保障セクターで活動する適格な企業、②防衛・安全保障に関連する機器やサービスに関連する活動（開発・製造・輸出金融等）、に関連する融資・クレジットライン・リース契約・ストラクチャード商品、という内容が明示されている。

「適格な企業」を判断する主な基準として、当該企業がフランスにおける防衛関連の業界団体のメンバーであることや、欧州航空宇宙・防衛産業協会のメンバーであること等が勘案されるとしている。

図表 3 BPCE 「適格防衛資産」の基準と優先分野

適格企業の基準	<p>欧州の防衛・安全保障セクターのバリューチェーンに属している企業。具体的な判断基準の例として、以下を参考にする：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・フランスの防衛関連業界団体（GICAT、GICAN、GIFAS）のメンバー</li> <li>・欧州航空宇宙・防衛産業協会（ASD）またはその国内関連団体のメンバー</li> <li>・CERTIDER（欧州の認定防衛関連企業の登録簿）の登録企業</li> </ul>
資金使途を巡る優先分野	<ul style="list-style-type: none"> <li>・航空・ミサイル防衛</li> <li>・ドローン及び対ドローンシステム</li> <li>・砲兵システム</li> <li>・戦略的イネーブラー及び重要インフラ保護</li> <li>・弾薬及びミサイル</li> <li>・人工知能（AI）、量子、サイバー及び電子戦</li> <li>・軍事モビリティ</li> </ul>

（出所）Groupe BPCE, “Investor Presentation - European Defence Bond,” August 2025 より野村資本市場研究所作成

<sup>21</sup> 前掲脚注 4 参照。

<sup>22</sup> Groupe BPCE, “Investor Presentation - European Defence Bond,” August 2025.

適格防衛資産に関する優先分野としては、欧州委員会の欧州再軍備計画で特定された「7つの重点分野」を参考に特定しているとされており、これにはミサイル防衛・ドローン・砲兵システム等が含まれる。

また、BPCE は、調達資金の少なくとも 3 分の 1 を、（既存の防衛プロジェクトへの融資等ではない）新規の適格防衛資産に充当することを目指すとしている。

### 3. ESG の観点から見た BPCE の防衛ラベル付き債券

#### 1) ESG リスク管理体制と透明性の確保

BPCE は、EDB の発行にあたり、欧州の主権確保への支援と ESG リスクの厳格な管理とのバランスを取る「責任あるポジショニング」を目指すとしている。具体的に、BPCE は EDB による調達資金の使途を巡る ESG リスク管理を徹底すべく、主に 2 つの対応策を講じている。

#### （1）厳格な除外基準の適用

BPCE は、EDB を含むグループ全体の幅広い活動に適用される「防衛・安全保障 ESG セクター方針」を 2025 年 7 月に更新した。当該方針は、クラスター弾・対人地雷・生物兵器・核兵器不拡散条約（NPT）に準拠しない核兵器等、フランスが批准した国際条約や EU 規制によって禁止されている兵器に関わる企業や活動へのファイナンスを厳格に排除している。BPCE はこの方針を基に、EDB に関する除外基準も併せて策定・公表している（図表 4）。

EDB の除外基準には該当しない機器や取引に関しても、BPCE は個別かつ詳細なデューデリジェンスを実施するとしている。デューデリジェンスにおいては、兵器の種類・企業の国籍・主要な市場・兵器等の最終仕向け先（武力紛争や人権侵害のリスクの有無）といった要素が慎重に検討されることになっている。

図表 4 BPCE の欧州防衛債（EDB）に関する除外基準

	除外基準の概要
機器の除外(国際条約の観点)	フランスが批准した国際条約により禁止されている機器(クラスター弾、対人地雷、探知不能な破片弾、失明レーザー兵器、生物・毒素兵器、NPT 非署名国や非核兵器国による核兵器等)
機器の除外(人権侵害防止の観点)	EU 規則によって定義される、拷問や非人道的な刑罰専用の装備(機器)
取引の除外	以下の取引(Transaction)には関与しない: ・上記除外機器に関わる取引 ・取引相手の特定が不可能な取引 ・国連安全保障理事会または EU により禁輸措置の対象となっている国との取引
例外規定	上記全ての除外対象へのファイナンスは、「例外的な状況」において、経営委員会の決定を条件に認められる可能性がある

（出所）Groupe BPCE, “Investor Presentation - European Defence Bond,” August 2025 より野村資本市場研究所作成

## （２）外部レビューによる透明性の確保

BPCE は、EDB の透明性及び信頼性をさらに高めるため、ユーロネクストの EDBL では義務付けられていない自主的な取り組みを行っている。具体的には、資金使途の配分内容、及び適格防衛資産の適切性について、独立した外部機関による限定的保証を取得し、資金使途を巡る年次報告書とともに公表することを予定している。また、EDB の発行や適格防衛資産のモニタリングを担当する委員会である「サステナブル・デベロップメント資金調達委員会」を設置し、ガバナンス体制を明確化している。

## ２）GSS 債市場における位置付け

BPCE は上記の通り、EDB を巡るリスク管理や開示といった側面において明確に ESG を考慮している。しかし BPCE は、EDB が ICMA のグリーンボンド原則やソーシャルボンド原則に基づくサステナブルボンドには該当しないという認識を明示している<sup>23</sup>。

実際、ICMA は BPCE の EDB 発行に先立つ 2025 年 6 月に更新したガイダンスハンドブックにおいて、防衛を目的とした活動は、原則に規定されている適格プロジェクトのいずれのカテゴリーにも該当しないとの見解を示した。ICMA 執行委員会のイザベル・ローラン議長は、「防衛プロジェクトは、GSS 債への投資と一般的に両立しないと考えられる」との見解を示している。その理由として、サステナビリティを重視する投資家が防衛関連の資金使途を含む債券を投資対象から排除する可能性が高いこと、兵器の製造や取引といった活動が、トレーサビリティ（資金使途の追跡可能性）や各国及び国際法上の規制（兵器の輸出管理や人権管理等）に関する問題を引き起こす懸念があること、が挙げられた。

## ３）EDB を巡る批判

BPCE は、EDB を通じて「持続可能でインクルーシブな世界への移行を支援する」という戦略的アプローチを掲げる一方で、上述の通り、防衛・安全保障セクターを優先分野とする方針を採っている。一部市場関係者からは、これら二つの方針は両立しないのではないかと批判がある<sup>24</sup>。

例えば、BPCE の「防衛・安全保障 ESG セクター方針」が、欧州再軍備計画における 7 つの優先分野に資金提供を行うことを謳っている点は、ESG を重視する BPCE の戦略を踏まえると不可解であると指摘されている。

また、同方針が国際条約等に基づく禁止兵器へのファイナンスを原則として禁じている一方で、「例外的な状況」においては、BPCE の経営委員会メンバーの決定によりこれらの兵器へのファイナンスが容認される可能性を残している点も問題視されている。この点について、現在の地政学的緊張が「例外的な状況」として利用され得る

<sup>23</sup> 前掲脚注 22 参照。

<sup>24</sup> “Don’t fall for it: Funding military may be urgent, but it isn’t ESG,” *The Asset*, September 1, 2025.

ことを鑑みると、この例外規定はグリーンウォッシュに該当する可能性があるとは批判されている。

このように、EDB の GSS 債市場における位置付けに加え、当該債券に対する厳しい批判も存在していることも鑑みると、近い将来において EDB がサステナブルボンド市場で広く受け入れられ、ESG 投資の対象資産として見なされる可能性は、現時点では低いと考えられよう。

## V 今後の注目点

BPCE による防衛ラベル付き債券の発行は、欧州の防衛資金調達に新たな道筋を開いた。以下、今後の欧州防衛ラベル付き債券市場を巡る 3 つの注目点を挙げる。

一点目は、企業による防衛ラベル付き債券市場の標準化及び拡大が進むか否かである。BPCE の EDB は、発行予定額を上回る応募を集めたことから、投資家が当該分野の債券に対して一定の需要を有していることが示された。今後、当該債券に触発される形で欧州の発行体による同種の債券発行が続くのか、また BPCE の EDB と同様に、ユーロネクストの EDBL に準拠した債券発行が拡がることにより市場の標準化が進むのか、注目される。

二点目は、本件を契機に、欧州の主権・安全保障強化を目的とした公的資金調達の議論が前進するか否かである。この点に関連して、2025 年 10 月、ルクセンブルク政府は戦後欧州諸国で初となる防衛国債を 2026 年第 1 四半期に発行する計画を公表した<sup>25</sup>。ルクセンブルクは、防衛国債を巡る独自の枠組みを策定することで、この分野の先駆者となることを目指している。EU 全体で 2030 年までに 8,000 億ユーロ規模の公的資金を防衛セクターに動員するという目標が示される中、BPCE の EDB に続き、EU 加盟国であるルクセンブルクの防衛国債発行も成功すれば、本稿で紹介した EU 共同防衛債の発行是非を巡る議論が再燃する可能性もある。

最後に、防衛ラベル付き債券の ESG 投資における位置付けが今後変化していくか否かである。上述の通り、現時点では、防衛を目的とした活動は ICMA 原則で定義されたサステナブルボンドには該当しないとの見方が主流となっている。一方で、EU や一部加盟国は防衛セクター投資を後押しする姿勢を見せている。防衛セクター投資の ESG における位置付けや、投資家の慣行が将来的に変化していく可能性は排除できない。防衛ラベル付き債券がサステナブルボンドとは一線を画するラベル付き（テーマ型）債券であり続けるのか否かは、発行体・投資家双方の観点から重要な論点と言えるだろう。

<sup>25</sup> Luxembourg Government, “Defence Bond Framework,” October 6, 2025.