

ルクセンブルクによる個人向け防衛国債の発行 ー安全保障・財源確保・個人投資拡大の最適解の模索ー

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. ルクセンブルク大公国（以下、ルクセンブルク）は2026年2月5日、欧州で21世紀初とみられる個人向け防衛国債（総額 1.5 億ユーロ、発行年限 3 年）を発行した。同国の個人向け防衛国債の発行は、安全保障環境の悪化に伴う国防費拡大に向けた財源確保ニーズ、国民に対する投資を通じた国防への参加機会の提供、金融における先駆的な役割の発揮と個人投資拡大といった同国の政治的な意図が背景と考えられる。
2. ルクセンブルクにとっては、2008 年に個人向け国債を発行して以降、2026 年 2 月の防衛国債が久々の個人向けの起債となったが、24 時間未満で発行総額全てが消化された。同債券の購入者（2,380 人）のほぼ全てがルクセンブルクの税務上の居住者で、受取利子に関する免税措置の恩恵を享受した。購入者にとっては、免税措置の他にも、国家による保証、固定で魅力的な利回り、年限（3 年）、防衛というテーマ、が購入決定要因になったようだ。
3. ルクセンブルクは 2026 年 2 月の個人向け防衛国債の発行に際して、2025 年 10 月に防衛債フレームワークを策定したものの、2026 年 7 月末時点では同国債を再度発行する予定を公表していない。しかし、財務省国庫局は 2026 年 2 月、個人向け防衛国債の起債の成功を受けて、同年後半に個人向けに住宅国債（housing bond）の発行を検討する旨を明らかにしている。
4. 今般のルクセンブルクによる個人向け防衛国債は、同国の地政学的事情が後押ししたとも考えられ、2026 年 7 月末時点で他国において同様の動きは観察されていないものの、世界の国債市場の歴史に記録される事例だったと言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関田智也「欧州金融機関初の防衛ラベル付き債券を発行した BPCE」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年秋号。
- ・ 加藤雅貴・大川隼人「欧州貯蓄投資同盟を巡る動向ー個人の市場参加を促す貯蓄投資口座ー」『野村資本市場クォーターリー』2026 年冬号。

I 欧州で 21 世紀初のルクセンブルクによる個人向け防衛国債

ルクセンブルク大公国（以下、ルクセンブルク）は 2026 年 2 月 5 日、欧州で 21 世紀初とみられる¹個人向け²防衛国債（総額 1.5 億ユーロ、発行年限 3 年）を発行した（図表 1 参照）³。

図表 1 ルクセンブルク政府による個人向け防衛国債の概要

項目	概要
発行体の名称	ルクセンブルク大公国 (Grand-Duché de Luxembourg)
発行体格付け	Aaa／安定的 (ムーディーズ)、AAA／安定的 (S&P グローバル)、AAA／安定的 (フィッチ)
発行総額	1.5 億ユーロ
資金使途	政府理事会で 2025 年 10 月 6 日に承認された防衛債フレームワークに基づく適格支出に関する資金調達及び／または借り換え
価格設定日	2026 年 1 月 14 日
募集期間	2026 年 1 月 15 日～2026 年 1 月 30 日
発行 (受渡) 日	2026 年 2 月 5 日
満期日	2029 年 2 月 5 日 (3 年)
表面利率	2.25% (年 1 回利払い、毎年 2 月 5 日に支払い)
額面	1,000 ユーロ
最低購入金額	1,000 ユーロ (以後 1,000 ユーロ単位)
最大購入金額	15 万ユーロ (1 人当たり、1 銀行当たり)
上場	ルクセンブルク証券取引所
清算機関	ルクセンブルク証券保管機関 (LuxCSD)
国際証券識別番号 (ISIN)	LU3259937665
準拠法	ルクセンブルク法
証券方式	無記名方式
対象マーケット	適格カウンターパーティ、機関投資家及び個人投資家 (全ての販売チャンネル)
利子所得の免税	ルクセンブルク居住の個人が私的貯蓄の運用として購入する場合
共同主幹事	ルクセンブルク国立貯蓄銀行 (BCEE)、BGL BNP パリバ、ルクセンブルク国際銀行 (BIL)
共同リード・マネージャー	ルクセンブルク銀行、ライフアイゼン銀行

(注) 発行 (受渡) 日時点の格付け及び見通し (アウトルック)。

(出所) Le Gouvernement Grand-Duché de Luxembourg, Ministère des Finances, “Defence Bond Luxembourg;” Le Gouvernement Grand-Duché de Luxembourg, “Grand Duchy of Luxembourg up to € 150m Retail Defence Bond due 5 February 2029: Terms and Conditions”、より野村資本市場研究所作成

世界では、2020 年代に入って安全保障環境が悪化する中、各国・地域で防衛力強化に向けた取り組みが続いている。金融市場でも、欧州最大の取引所グループであるユーロネクストは 2025 年 7 月、業界主導の欧州防衛債券ラベル (EDBL)⁴を公表し、翌 8 月にはフランスの大手金融機関グループの BPCE が欧州金融機関として初となる EDBL を付した

¹ 例えば、経済協力開発機構 (OECD) のワーキングペーパーでは、欧州における 20 世紀の事例として、「1917 年の英国戦時公債 (UK War Loan) は、しばしば個人投資家のみを対象に発行された最初の国債として言及されており、戦費調達を目的としていた」と紹介している (Sam Foxall et al., “Sovereign Retail Debt Programmes and Instruments: A Review of Country Practices,” OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management No. 10, Organisation for Economic Co-operation and Development, January 22, 2025)。

² 同国債は個人以外も購入可能だったが、個人投資家が発行総額の大部分を購入したこと等を踏まえて、本稿では個人向け防衛国債と表記する。

³ Le Gouvernement Grand-Duché de Luxembourg, Ministère des Finances, “Defence Bond Luxembourg.”

⁴ ユーロネクストによると、EDBL ラベルの下で発行された債券は 2026 年 7 月末時点で、4 つの発行体による 6 銘柄、発行総額 21.3 億ユーロとなっている (Euronext, “European Defence Bonds”)。

債券を発行した⁵。このような流れの中で、ルクセンブルクは2025年10月、防衛債フレームワーク⁶を公表し、翌2026年2月に個人向け防衛国債を発行した。

本稿では、ルクセンブルクが個人向け防衛国債の発行に至った経緯、防衛国債の特徴や消化状況を概観するとともに、今後の論点を考察する。

Ⅱ ルクセンブルクが個人向け防衛国債の発行に至った経緯

ルクセンブルクの防衛や金融に関する動向を踏まえると、2014年3月のロシアによるクリミア併合が起きた頃から複数の要因が後押しする形で、個人向け防衛国債発行につながったと考えられる（図表2参照）。ルクセンブルク証券取引所が2026年3月に公開した財務省のボブ・キーファー（Bob Kieffer）国庫局長に対するインタビュー記事⁷では、同国が個人向け防衛国債の発行に至った経緯として、（1）安全保障環境の悪化に伴う国防費拡大に向けた財源確保ニーズ、（2）国民に対する投資を通じた国防への参加機会の提供、（3）金融における先駆的な役割の発揮と個人投資拡大、が挙げられている。

図表2 ルクセンブルクの防衛や金融等に関する主な動向

時期	詳細
1949年8月	北大西洋条約機構(NATO)設立。ルクセンブルクを含む12カ国が加盟
2014年9月	NATO ウェールズ首脳会合で、各加盟国の努力により、10年以内(2024年まで)に国防費を対国内総生産(GDP)比2%水準へ引き上げること等を目標に設定
2014年10月	ユーロ圏初のソブリン・スクーク(イスラム国債)を発行
2020年9月	ユーロ圏初のソブリン・サステナビリティボンドを発行
2022年6月	NATO マドリッド首脳会合で、2024年までに国防費を対GDP比2%水準へ引き上げるという誓約を再確認
2023年5月	ルクセンブルク、「ルクセンブルク防衛ガイドライン 2035」を公表。ルクセンブルク防衛・軍隊局に対して、防衛努力を早ければ2028年までに対GDP比1%にまで漸進的に増加する等の目標を提示
2023年7月	NATO ビリニウス首脳会合で、GDPの少なくとも2%を国防費として毎年投資することを永続的に約束
2024年6月	ルクセンブルク、2030年までに国防費を対国民総所得(GNI)2%に引き上げるとのコミットメントを公表
2025年5月	ルクセンブルク、2029年までの国防費ロードマップを公表。NATO加盟国による2035年までに国防費の対GDP比目標を5%に引き上げる目標を反映
2025年6月	ルクセンブルク、同国初のデジタル財務証書を発行
2025年6月	NATO ハーグ首脳会合で、2025年に全てのNATO加盟国が国防費対GDP比2%目標を達成することが発表されるとともに、NATO加盟国は2035年までに国防費の対GDP比目標を5%に引き上げることに合意
2025年10月	ルクセンブルク、「防衛債フレームワーク」を公表
2025年12月	ルクセンブルク、所得税法等を改正し、個人向け防衛国債の免税措置を創設
2026年2月	ルクセンブルク、欧州で21世紀初の個人向け防衛国債を発行

（出所）The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, “Defence Bond Framework,” October 2025、外務省欧州局政策課「北大西洋条約機構（NATO）について」2026年1月、各種資料、より野村資本市場研究所作成

1点目について、世界的に安全保障環境の悪化が進む中、北大西洋条約機構（NATO）加盟国は近年、国防費を拡大することが求められてきた。ルクセンブルクはNATO設立当初からの加盟国であるものの、加盟国の中で従来、経済規模対比の国防費が低い水準に

⁵ 詳細は、関田智也「欧州金融機関初の防衛ラベル付き債券を発行したBPCE」『野村サステナビリティクォーターリー』2025年秋号、を参照されたい。

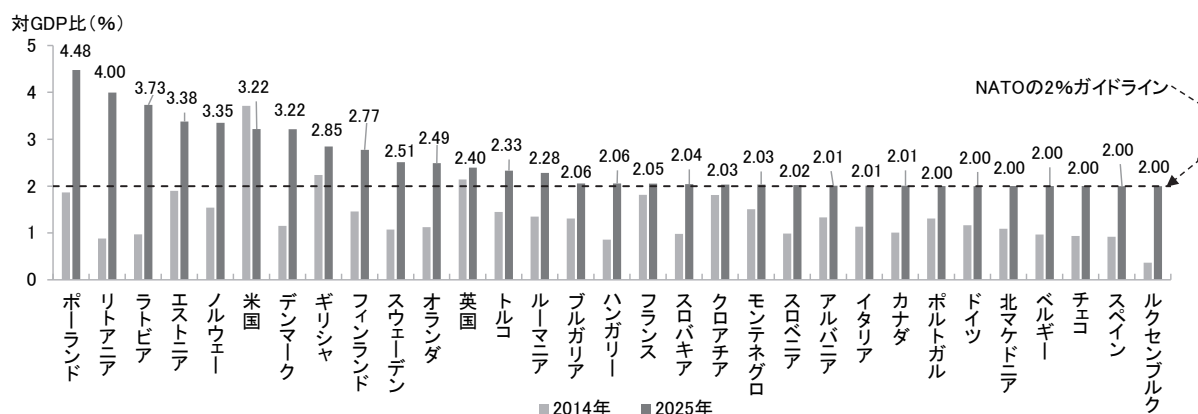
⁶ The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, “Defence Bond Framework,” October 2025.

⁷ Luxembourg Stock Exchange, “Pioneering the Defence Bond Market with Public Support,” March 11, 2026.

あったため、急速に国防費を増加する必要に迫られていた（図表 3 参照）。同国は NATO 加盟国による 2025 年 6 月の合意も踏まえて、国防費を 2035 年までに国民総所得⁸（GNI）の 5%に相当する規模にまで拡大することをコミットしている。

このような状況下、同国は、防衛債フレームワークを策定し、資金使途を防衛分野に限定する形で防衛国債を発行することに踏み切った。

図表 3 NATO 加盟国における国防費対 GDP 比



（注） データは、2021 年の物価及び為替レートを反映しており、2025 年 6 月 3 日時点。2025 年のデータは、NATO による推計値。

（出所） North Atlantic Treaty Organization (NATO), “Defence Expenditure of NATO Countries (2014-2025),” August 28, 2025、より野村資本市場研究所作成

2 点目について、国民に対して投資を通じて国防の取り組みに直接参加する機会を提供するといった政治的な意図の下、個人向け防衛国債が誕生した。ルクセンブルク政府は、国防は政府の責任のみならず、社会全体の取り組みと認識する中、個人向けに防衛国債を発行することで、国民は貯蓄を多様化し、集団的安全保障の強化に積極的に参加する具体的な機会を得たとしている。

3 点目について、ルクセンブルクは、（1）2014 年 10 月のユーロ圏初のソブリン・スクーク（イスラム国債）、（2）2020 年 9 月のユーロ圏初のソブリン・サステナビリティボンド、（3）2025 年 6 月の同国初のデジタル財務証書、の発行等を通じて、金融における先駆的な役割を担ってきており、今般の個人向け防衛国債もその一環としている。さらにこの取り組みは、欧州連合（EU）で掲げている貯蓄・投資同盟⁹の精神にのっとり、個人による投資拡大も意識している。すなわち、国民に焦点を当てた同様の防衛関連金融商品の発行を検討している他の国々にシグナルを送り、道を開くことを意図したとしている。

⁸ NATO では 2025 年 6 月、加盟国が 2035 年までに国防費の対 GDP 比目標を 5%に引き上げることに合意している。ルクセンブルクは、例外的に GDP ではなく、GNI を用いることができるとされている。これは、国境を越えた労働者の経済への貢献を除外したもので、同国の GDP が人口や軍の規模に比べて大きいことが背景となっている（“Luxembourg Launches First-ever Defence Bond,” *Luxembourg Times*, January 15, 2026）。

⁹ 貯蓄・投資同盟は、EU 加盟国毎に規制・監督されている域内の資本市場を統合することを目指すもの。欧州委員会が 2025 年 3 月に公表した戦略では、個人投資の拡大に向けた「市民と貯蓄」、スタートアップや中小企業による域内での資金調達を容易にする「投資と資金調達」、域内のクロスボーダー規制や障壁を撤廃する「統合と規模の拡大」、EU レベルでの監督に関する「単一市場における効率的な監督」の 4 つの柱が示された。詳細は、加藤雅貴・大川隼人「欧州貯蓄投資同盟を巡る動向—個人の市場参加を促す貯蓄投資口座—」『野村資本市場クォーターリー』2026 年冬号、を参照されたい。

Ⅲ 個人向け防衛国債の主な特徴

ルクセンブルクの個人向け防衛国債の主な特徴としては、（1）国際基準に準拠しない独自の防衛債フレームワーク、（2）居住者を対象とした免税措置、が挙げられる。

1. 国際基準に準拠しない独自のフレームワーク

ルクセンブルクの個人向け防衛国債は、前述のとおり、同国が策定した防衛債フレームワークに基づいている。

そもそも、ルクセンブルクが 2020 年 9 月にソブリン・サステナビリティボンドを発行した際に前提としたフレームワークは、国際資本市場協会（ICMA）のサステナビリティボンド・ガイドライン（SBG）に準拠する形で策定され、SBG に適合しているとのセカンドパーティ・オピニオン（SPO）も取得している¹⁰。併せて、ソブリン・サステナビリティボンドは、EU グリーンボンド基準（EU GBS）の草案にも準拠するように策定されていた¹¹。

しかし、2025 年 10 月に公表された防衛債フレームワークには、「近年、防衛債の発行事例がないため、現時点で EU、ICMA 等の特定の国際基準に準拠する必要はない」と明記された。このような文言が示された背景の 1 つには、ICMA が 2025 年 6 月に公表したガイダンスハンドブックで、防衛について、グリーンボンド原則（GBP）、ソーシャルボンド原則（SBP）、SBG 及びサステナビリティ・リンク・ボンド原則（SLBP）いずれの適格プロジェクトカテゴリーにおいても想定されていなかったと記されたことが挙げられる¹²。

とはいえ、ルクセンブルクの防衛債フレームワークは、GBP 等の 4 つの核となる要素（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティング）が盛り込まれた構成になっている等、国際基準を一定程度意識した内容となっている（図表 4 参照）。

防衛債フレームワークでは、対象防衛カテゴリーとして、航空をはじめとした 8 分野に加えて、除外基準が提示された。これらは、ユーロネクストの EDBL で示された適格カテゴリーと活動の例や除外に関するポイントと部分的に共通した内容となっている¹³。（図表 5 参照）。

加えて、ルクセンブルクの防衛債フレームワークでは、レビューとの項目の下、「軍事データの機密性を考慮し、SPO も第三者レビューも、（政府の）防衛債委員会によって委

¹⁰ The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, Ministry of Finance, “Sustainability Bond Framework,” August 31, 2020; Sustainalytics, “Second-Party Opinion: Grand Duchy of Luxembourg Sustainability Bond Framework,” August 31, 2020.

¹¹ The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, “Luxembourg – First European Country to Launch a Sustainability Bond Framework,” September 2, 2020.

¹² ただし、同ガイダンスハンドブックでは、サステナビリティの特性の評価は、防衛プロジェクトや企業への投資と本質的に相容れないものではないと説明している（International Capital Market Association, “Guidance Handbook,” June 2025）。

¹³ Euronext, “European Defence Bond Label,” July 2025.

託されることはない」と明記された。これは、外部評価の取得を促す ICMA 原則や EU グリーンボンド基準（EU GBS）とは異なるアプローチとなっている¹⁴。

図表 4 ルクセンブルクの防衛国債のフレームワークの概要

近年、防衛債の発行事例がないため、現時点で EU、ICMA 等の特定の国際基準に準拠する必要はない	
1. 調達資金の使途	
1.1 対象防衛カテゴリー	
カテゴリー	説明
航空	・ 特に、ドローンの開発と配備を通じて、航空輸送サービスと能力、監視と制御を強化
通信資材	・ 軍隊間の安全で信頼できる通信を確保するためのハードウェアと技術を提供
インフラ	・ 関連する国内及び国際的なインフラの近代化と開発
研究開発と産業開発	・ 様々な防衛及び／または軍用両用（デュアルユース）市場へのアクセスを促進するとともに、欧州の防衛技術の展望に不可欠な革新的技術を促進 ・ 防衛及び／または軍民両用技術及び製品に資金を提供し、開発し、生産する事業体に直接または間接的に投資
宇宙	・ 特に衛星通信、地球観測及び宇宙状況認識における宇宙分野の能力を強化
自衛及び装備	・ 脅威を検出、回避、対抗するための素材、システム及び技術を提供 ・ 作戦実施、安全維持、ミッション成功を確実にするためのツール、装備及びシステムを提供
車両	・ 軍事ミッションのための地上装備を提供し、戦略的医療搬送能力を強化
武器及び弾薬	・ 軍事任務のための地上装備を提供 ・ 弾薬在庫の増強 ・ 統合的な防空・ミサイル防衛能力の開発
1.2 除外基準	
対象となる支出からは、以下のものを除外する	
・ 債券発行年より2 暦年以上前の予算からの支出 ・ 二重計上を避けるため、専用の資金源を通じて既に資金調達されている支出 ・ 次のような分野別の除外に該当する支出 ◇ 非常兵器及び議論の余地がある兵器（例：対人地雷、クラスター弾、化学兵器、生物兵器及び核兵器） ◇ 国際条約や協定に基づいて違法とみなされる製品や活動、または国際的に禁止されている製品や活動の生産または取引 ◇ EU、NATO 若しくはウクライナ以外の国への武器または装備の提供	
2. 評価と選定のプロセス	
評価と選定のプロセスでは、ルクセンブルクの防衛債による調達資金が、前節で定められた基準と目的を満たす適格な投資の資金調達または借り換えに確実に充当されるようにする	
2.1 適格支出の評価と選択のためのガバナンスとプロセス	
フレームワークの実施を管理するために、ルクセンブルク国庫局の調整の下に専用の防衛債委員会が設立された防衛債委員会のメンバーは、国庫局（議長）、首相府、財務省、外務・欧州省、国防省、開発協力・外国貿易省、財務監察局で構成される	
防衛債委員会は、少なくとも年に1 度、必要と認められる場合には随時会合を実施する	
防衛債委員会の責務は、支出が上記資金使途で定められた基準及び目的を満たしていることの検証、防衛債に含まれる適格な支出の選択、防衛債に含まれる適格な支出の承認、既発行の防衛債の調達資金の充当見直し、アロケーションレポート（資金使途充当状況報告書）の検証、フレームワークの維持と必要に応じて更新	
2.2 防衛規制の枠組み	
ルクセンブルクの適格支出によって賄われるプログラムとプロジェクトは、政府の公式政策と手続きによって厳格に規制されている	

¹⁴ ICMA 原則では外部評価の取得を推奨、EU GBS では、外部評価の取得を義務付けている。なお、EDBL では、ラベルを取得するために SPO や検証は必要ないと記している。

図表 4 ルクセンブルクの防衛国債のフレームワークの概要（続き）

3. 調達資金の管理

上記の評価と選定プロセスに従って、少なくとも防衛債の調達資金に相当する金額が適格投資支出に配分され、国庫局によって監視される

完全に充当されるまでの間、防衛債発行による調達資金は、ルクセンブルクの規制フレームワーク及び財務管理方針に従って国庫局によって管理される

ルクセンブルクは、防衛債による調達資金を可能な限り早い機会に充当する意向であり、いかなる場合でも、防衛債の発行から2年以内に完全な充当を達成するよう最善の努力を払うことをコミットする

4. レポーティング

本フレームワークに基づく全ての発行について、ルクセンブルクは、防衛債による調達資金が完全に充当されるまで、少なくとも年1回、アロケーションレポートを作成する予定である

アロケーションレポートは、国庫が防衛債委員会の他のメンバーと協力して作成したもので、適格な支出への調達資金の充当に関する透明性のある情報を提供することを目的としている

- ・ 充当資金の概要
- ・ 適格カテゴリー別に充当された資金の内訳
- ・ レポーティング期間終了時の未充当資金の金額（存在する場合）

5. レビュー

ルクセンブルクは、最高水準の説明責任を遵守することを目指している。監査院は、国家予算の執行に関する年次報告書を提出し、債券によるネットベースの調達資金に相当する金額がアロケーションレポートに従って充当されたことを証明することができる

軍事データの機密性を考慮し、SPOも第三者レビューも、防衛債委員会によって委託されることはない

（出所）The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, “Defence Bond Framework,” October 2025、より
野村資本市場研究所作成

図表 5 ユーロネクストのEDBLにおける適格な資金使途及び除外に関する項目（抜粋）

調達資金の使途

以下の領域または活動は、調達資金の適格な使途とみなされるカテゴリー及び活動の例である

- ・ 防衛システムの研究、開発及び産業化
- ・ 軍事装備及びプラットフォームの製造、製品組み立て及び統合
- ・ 既存の軍事プラットフォームやシステムの改良と近代化
- ・ サイバー防衛、デジタル主権、安全な通信システム
- ・ 監視、情報、偵察及び早期警戒システム
- ・ 防衛強靱性に不可欠な重要インフラの開発と保護
- ・ 軍事物流、保守及び運用支援チェーン
- ・ 国防または集団防衛に特化したインフラ
- ・ 明確な戦略的安全保障目的を持つデュアルユース・プロジェクト
- ・ 防衛及び安全保障目的のサプライチェーンの確保
- ・ 安全な通信、地球観測、ナビゲーションまたは軍事作戦に特化した宇宙及び衛星インフラ
- ・ 市民保護及び危機対応能力
- ・ 防衛能力を直接可能にするサービス

調達資金は、以下の活動または組織にのみ資金を提供するものとする

- ・ 防衛、安全保障及び市民保護に関する法的及び戦略的枠組みを遵守するもの
- ・ 戦略的コンパス、欧州防衛基金、欧州平和ファシリティ、または欧州の戦略目標に沿った国防計画等、関連する欧州政策と整合的であるもの

除外

- ・ 国内または国際的に禁止されている兵器の開発、生産、取引に関与している企業
- ・ 欧州及び米国の制裁体制の下で上場している企業等
- ・ 国際人道法に準拠していないプロジェクト
- ・ EUの戦略的利益と実質的に相反する活動
- ・ 資金洗浄またはテロ資金供与に関連していると疑われるプロジェクトまたは活動

（出所）Euronext, “European Defence Bond Label,” July 2025、より野村資本市場研究所作成

2. 居住者を対象とした免税措置

ルクセンブルクの個人向け防衛国債の商品性の大きな特徴としては、受取利子に関する免税措置が挙げられる。2026 年 2 月に発行された個人向け防衛国債の表面利率は 2.25% だったが、同国の場合、通常は債券の受取利子に対して 20% の源泉徴収税 (RELIBI) が発生するため、仮に免税措置がない場合の課税後利回りを単純計算すると、1.8% ($2.25\% \times [1 - 20\%]$) となる。しかし、同国では今般の個人向け防衛国債の発行に際して、2025 年 12 月に所得税法等を改正し、同国居住者に適用される新たな免税措置を創設した。

ルクセンブルク政府のウェブページ¹⁵によると、居住者の個人が個人貯蓄の投資の範囲内で購入する場合、受取利子に関する 20% の源泉徴収税が免除される。ただし、取得後 6 ヶ月の保有期間内に債券を売却し、キャピタルゲインが発生した場合は、課税雑所得として取り扱われる。

一方、ルクセンブルクの所得税法 (LIR) 第 157 条 3¹⁶に従って課税される非居住者は、従来から債券の受取利子についてルクセンブルクの課税対象から除外されているため、今般の優遇措置の恩恵は受けず、該当する規則に従って課税居住国で課税されると説明された。

なお、2025 年 10 月に議会に提出された法案には、財政面への影響として、防衛国債の発行総額 1.5 億ユーロ (表面利率 2%、発行年限 3 年) を全て個人居住者が購入し、ルクセンブルクの銀行で保有されると想定した場合、単純計算では、3 年間で合計 180 万ユーロ ($1.5 \text{ 億ユーロ} \times 2\% \times 20\% \times 3 \text{ 年}$) の税収減となるとの試算も示された¹⁷。

IV 個人向け防衛国債の消化状況

ルクセンブルクによる防衛国債は、1,000 ユーロ単位で、最低購入金額は 1,000 ユーロ、最大購入金額は 15 万ユーロ (1 人当たり、1 銀行当たり) とされた。同債券は、ルクセンブルクの大手銀行 5 行 (ルクセンブルク国立貯蓄銀行 [BCEE <Spuerkeess>]、BGL BNPパリバ、ルクセンブルク国際銀行 [BIL]、ルクセンブルク銀行、ライフアイゼン銀行) から購入可能とされた。

ルクセンブルク国庫局は 2026 年 1 月 16 日、前日の 15 日の午後 2 時から募集開始した防衛国債が 16 日朝に発行総額の 1.5 億ユーロ全てが消化された旨を明らかにした¹⁸。その後、

¹⁵ 前掲注 3 参照。

¹⁶ ルクセンブルク所得税法 LIR 第 157 条の 3 では、全世界における所得のうち 90% 以上がルクセンブルクで課税対象となる非居住の納税者は、申請により、居住納税者と同様に税務上取り扱われる (Le Gouvernement Grand-Duché de Luxembourg, “Assimilation Fiscale des Contribuables non Résidents aux Contribuables Résidents”)。

¹⁷ Chambre des Députés du Grand-Duché de Luxembourg, “8633 A Propos du Dossier: Document du Dépôt.”

¹⁸ Le Gouvernement Grand-Duché de Luxembourg, Ministère des Finances, “Succès Remarquable du Defence Bond, Entièrement Alloué en Moins d’une Journée,” January 16, 2026.

国庫局は 2026 年 3 月 3 日、防衛国債の消化状況の分析結果¹⁹を公表した（図表 6 参照）。
 具体的には、（1）購入者（2,380 人）全体の 96.7%はルクセンブルクの税務上の居住者であり、免税措置の恩恵を享受、（2）購入者の半数以上の投資額は 5 万ユーロ以下、（3）主な購入決定要因は、国家による保証、固定で魅力的な利回り、免税措置、年限（3 年）、防衛というテーマ、（4）国庫局へのフィードバックによると同じ条件であれば今般の 3 倍の発行額であっても十分に消化された可能性が高い、等が紹介された。

図表 6 個人向け防衛国債の消化状況の分析結果

購入者層(2,380 人 ^[注])の特徴
- 購入者の半数以上(57.2%)の購入額が 5 万ユーロ以下 - 内訳: 1,000~9,000 ユーロ(全体の 15.4%)、1 万~5 万ユーロ(同 41.8%)、5 万 1,000~14 万 9,000 ユーロ(同 24.7%)、15 万ユーロ(同 17.6%) - 平均投資額: 6 万 5,000 ユーロ - 最低投資額: 1,000 ユーロ - 購入者の平均年齢: 58 歳 - 購入者全体の 96.7%はルクセンブルクの税務上の居住者であり、非課税措置の恩恵を享受
銀行における販売状況
- 販売を担った 5 つの銀行への配分内訳は、BCEE が 5,000 万ユーロ、その他 4 行が各 2,500 万ユーロ - 販売額の傾向や販売スピードは、各行の顧客層の違いを反映 - ある銀行では、特に小口(1 万ユーロ未満)が中心(33.8%) - 別の銀行では、最大額の 15 万ユーロの階層が中心(27.6%)
所見
- 金利が決定していなかった 2025 年 12 月(情報キャンペーン開始時)から、顧客の関心が大変高かった - 購入意思決定の主な要因は、顧客の属性によって異なっていた - 国家保証 - 固定で魅力的な利回り - 免税措置 - 年限(3 年) - 防衛というテーマ - 申込超過の可能性を見積もるのは困難。締切直後に報道機関が申込受付終了を伝えたため、関心を示そうとした市民が銀行に連絡する意欲をそがれたとみられるためである 15 万ユーロの上限を 25 万ユーロに引き上げる、あるいは上限を撤廃していれば、より高額な投資ができる「プライベートバンキング」層の顧客をさらに多く取り込めた可能性がある - 国庫局が集約したフィードバックによると、同条件(魅力的な利率、免税措置、期間の限定、明確なテーマ)であれば、最大で 3 倍の規模を配分できた可能性が高い
(注) 共同名義口座を通じた注文は、銀行によって異なる方法で計上されている可能性がある。
(出所) The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, Luxembourg State Treasury, “Defence Bond: Statistiques et Constats,” March 3, 2026、より野村資本市場研究所作成

¹⁹ The Government of the Grand Duchy of Luxembourg, Luxembourg State Treasury, “Defence Bond: Statistiques et Constats,” March 3, 2026.

V 今後の論点

ルクセンブルクによる個人向け防衛国債は、安全保障環境の悪化に伴う国防費拡大に向けた財源確保ニーズ、国民に対する投資を通じた国防への参加機会の提供、金融における先駆的な役割の発揮と個人投資拡大といった同国の政治的な意図を背景に、発行が実現した。同国にとっては、2008年に個人向け国債を発行して以降、2026年2月の防衛国債が久々の個人向けの起債となったが²⁰、24時間未満で発行総額（1.5億ユーロ）全てが消化された。同債券の購入者（2,380人）のほぼ全てがルクセンブルクの税務上の居住者で、免税措置の恩恵を享受した。購入者は、免税措置の他にも、国家による保証、固定で魅力的な利回り、年限（3年）、防衛というテーマ、が購入決定要因になったようだ。

ルクセンブルクは2026年2月の個人向け防衛国債の発行に際して、2025年10月に防衛債フレームワークを策定したものの、2026年7月末時点では同国債を再度発行する予定は公表していない。しかし、国庫局は2026年2月、個人向け防衛国債の起債の成功を受けて、同年後半に個人向けに住宅国債（housing bond）の発行を検討する旨を明らかにしている²¹。

今般のルクセンブルクによる個人向け防衛国債は、同国の地政学的事情が後押ししたとも考えられ、2026年7月末時点で他国において同様の動きは観察されていないものの、世界の国債市場の歴史に記録される事例だったと言える。

²⁰ Organisation for Economic Co-operation and Development, “Global Debt Report 2026,” March 4, 2026.

²¹ Grand-Duché de Luxembourg, Trésorerie de l’Etat, “Funding Plan: The Luxembourg State Treasury Announces its Indicative Funding Plan for 2026,” February 13, 2026.