

## 今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
  - (1) 与党陣営の動き  
～軍事介入支持に箝口令～  
..... 1p
  - (2) 野党陣営の動き  
～MCM 伯の仲裁を事実上拒否～  
..... 3p
  - (3) 外国の動き  
～米国 ベネ国内の軍事施設を攻撃か～  
..... 3p
  - (4) 今週、来週の主なイベント  
..... 4p
  - (5) 債券の元利不払い状況  
..... 5p
2. 米国の制裁が企業活動に与える影響  
..... 6p

## 債券指標の動き

3. ベネズエラ債券・経済指標の増減  
..... 11p

## カントリーリスク分析



(写真) Higgsfield (写真はイメージ)

”米国軍 ベネズエラ軍事施設を含めた攻撃目標を特定か”

### 一週間のまとめ(2025年10月26日～10月31日)

#### (1) 与党陣営の動き ～軍事介入支持に箝口令～

トランプ政権によるマドゥロ政権への圧力が強まっており、ベネズエラ国内での軍事介入についても現実味を帯びてきた。

主要野党の一角「大衆意思党 (VP)」の党首で、スペインに亡命しているレオポルド・ロペス党首は、EFE 通信のインタビュー番組に出演。

トランプ政権が行っている麻薬取り締まりオペレーションに伴い、米国軍がベネズエラ国内でマドゥロ政権を打倒する行為について支持を表明した (「ベネズエラ・トゥデイ No.1287」)。

## POINT

## マドゥロ政権 軍事介入を支持する論調に対して強い圧力。

## 軍事介入を支持した者の国籍をはく奪すると発言。

ただし、現在の憲法上、

## 「出生のベネズエラ人」の国籍をはく奪することは不可。

マドゥロ政権はロペス党首の発言に反応。

マドゥロ大統領は、憲法130条「ベネズエラ人は、祖国・その象徴及び文化の価値に敬意を払い、擁護し、並びに主権、国民性、領土保全、民族自決及び国益を防護し、保護する義務を負う」にロペス党首が抵触したとの理由で、ロペス党首のベネズエラ国籍はく奪を最高裁に要請した。

また、マドゥロ大統領は、ロペス党首に限らず「ベネズエラへの軍事介入を求める者の国籍はもれなくはく奪すべき」との考えを示しており、軍事介入支持論に箝口令を出した。

なお、ベネズエラ憲法35条には「出生によるベネズエラ人は、その国籍を奪われない」と明記されており、ロペス党首の国籍を奪うことが出来ないのは憲法で明確に記載されている。

従って、最高裁がマドゥロ大統領の要請を認めるかどうかは疑問だが、少なくとも軍事介入支持論を一定程度抑止する効果はあるのかもしれない。

また、マドゥロ政権は2026年から憲法改定議論を本格的にスタートさせる予定となっている。新たな憲法案では、「軍事介入を支持する者の国籍をはく奪することは可能」という条文が加えられる可能性もあるだろう。

経済面で特筆すべき動きは、トリニダード・トバゴ（TT）と共同で進めていた天然ガス開発プロジェクトの停止だろう。

10月26日～30日にかけて、TT軍は米国軍と共同で軍事演習を実施した。この軍事演習に合わせて米海軍駆逐艦「USS Gravelly」、最新鋭空母「USS Gerald R. Ford」など米国の兵力がベネズエラ近海に集中。マドゥロ政権は「軍事的な挑発行為」と強い拒否反応を示した。

この流れで、マドゥロ大統領は「TTとのエネルギー協定をすべて即時停止する」と発言。大統領令に署名をした（[「ベネズエラ・トゥデイ No.1288」](#)）。

ベネズエラの天然ガスは、TT経済を中長期的に安定させるために重要なもので、今回の一件は同国に少なからぬダメージを与えることになるだろう。

## POINT

**MCM 氏 伯ルラ大統領の仲裁の有効性を疑問視。**

**米国軍が軍事施設を含むベネズエラ国内の攻撃目標を特定したと報道。**

**トランプ大統領、ルビオ国務長官 ベネズエラへの数日・数時間内の攻撃を否定。**

### (2) 野党陣営の動き ～MCM 伯の仲裁を事実上拒否～

10月26日 ブラジルのルラ大統領は、「東南アジア諸国連合 (ASEAN)」の首脳会議出席のためマレーシアを訪問。トランプ米大統領と45分ほど会談を行った。この会談の中で、ルラ大統領はトランプ大統領に対して、ベネズエラとの仲裁役を引き受ける意思を伝えた ([「ベネズエラ・トゥデイ No.1287」](#))。

しかし、ルラ大統領の申し出について、野党のリーダーであるマリア・コリナ・マチャド氏 (MCM) は、その有用性に懐疑的な姿勢を示している。

ルラ大統領はマドゥロ大統領の協力者ではないが、一定の関係を維持しており、MCM 氏が望むマドゥロ大統領の退陣を強く促すような交渉者になり得ないだろう。その意味で、恐らくルラ大統領が仲裁役になることはないと思われる。逆にルラ大統領が仲裁役になるとすれば、政権交代の期待感は下がることになりそうだ。

### (3) 外国の動き ～米国 ベネ国内の軍事施設を攻撃か～

メディアでは、トランプ政権によるベネズエラ国内での軍事攻撃が目前に迫っているとの報道が散見される。

米国メディア「The Wall Street Journal」は、トランプ政権関係者から得た情報として、トランプ政権が「ベネズエラ国内で麻薬密輸に利用されている軍事施設を含む攻撃目標を特定した」「現時点でトランプ大統領はまだ最終決断をしていない」と報道 ([「ベネズエラ・トゥデイ No.1289」](#))。

「Miami Herald」は、一歩進んで「トランプ大統領がベネズエラに攻撃を行う最終決断をした」「数日あるいは数時間内に攻撃が開始される」と報じた。

しかし、トランプ大統領は、記者から Miami Herald の報道について真偽を聞かれると「ノー」と回答。更にルビオ国務長官も Miami Herald の報道を否定している。

この言葉通りであれば、少なくとも今日明日でベネズエラ国内に攻撃が加えられるということはないと見られる。

## (4) 今週、来週の主なイベント

米国軍は引き続き麻薬を密輸しているとされる船舶へ攻撃を続けている。

10月27日に太平洋東部で4隻の船舶に攻撃し、14人が死亡。

10月29日にも太平洋東部で1隻の船舶を攻撃し、3人が死亡。

麻薬取り締まりオペレーションにより、カリブ海・太平洋でこれまでに12隻の船舶を攻撃し、計61人が死亡している。

10月31日 国連のVolker Türk 人権高等弁務官は、米国軍によるこれらの攻撃について「国際法を違反した法外の処刑」と指摘。「これらの攻撃と人命の損失は受け入れられない」「米国は終了させなければならない」と強いメッセージを発信した。国連人権高等弁務官事務所の姿勢はトランプ政権のベネズエラ国内での攻撃是非の判断に一定の影響を与えそうだ。

表： 10月26日～10月31日に起きた主なイベント

日付		内容
10月	26日 日	米国軍 TT沖合にて軍事演習を実施(10月30日まで)
	27日 月	マドゥロ政権 TTとのガス開発プロジェクトの撤回を決定
		米国軍 太平洋東部で4隻の船舶に攻撃、乗組員計14人死亡
	28日 火	国会 TTのBissessar 首相を「Persona Non Grata」に指定
		米軍によるカリブ海での軍事展開 89年のパナマ侵攻以上の規模
	29日 水	米国軍 太平洋東部で1隻の船舶に攻撃、乗組員3人死亡
	30日 木	米国軍 軍事演習終了し、駆逐艦「USS Gravelly」がTTから出発
	31日 金	国連 米軍によるカリブ海での攻撃について人権侵害と認識

表： 11月1日～11月9日に予定されている主なイベント

日付		内容
11月	1日 土	
	2日 日	
	3日 月	
	4日 火	
	5日 水	
	6日 木	
	7日 金	
	8日 土	
	9日 日	

**(5) 債券の元利不払い状況**

表：ベネズエラ債券の債務不履行額（10月31日時点）

（単位：100万ドル）

種類	債券	満期	利率	各年利払日	元本	利息	合計
国債	国債19	19年10月13日	7.75%	4/13 10/13	2,495	1,643.6	4,138.6
	国債24	24年10月13日	8.25%	4/13 10/13	2,495	1,749.6	4,244.6
	国債25	25年4月21日	7.65%	4/21 10/21	1,600	1,040.4	2,640.4
	国債26	26年10月21日	11.75%	4/21 10/21	3,000	2,996.3	5,996.3
	国債23	23年7月5日	9.00%	1/5 7/5	2,000	1,530.0	3,530.0
	国債28	28年5月7日	9.25%	5/7 11/7	2,000	1,480.0	3,480.0
	国債18	18年12月1日	7.00%	6/1 12/1	1,000	595.0	1,595.0
	国債20	20年12月9日	6.00%	6/9 12/9	1,500	720.0	2,220.0
	国債34	34年1月13日	9.38%	1/31 7/13	1,500	1,125.0	2,625.0
	国債31	31年8月5日	11.95%	2/5 8/5	4,200	4,015.2	8,215.2
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	327.0	627.0
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	819.7	1,571.7
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	3,060.0	6,060.0
	国債27	27年9月15日	9.25%	3/15 9/15	4,000	2,960.0	6,960.0
国債38	38年3月31日	7.00%	3/31 9/31	1,250	700.0	1,950.0	
グレースピリオド満了未払					31,092	24,761.7	55,853.7
種類	債券	満期	利率	各年利払日	元本	利息	合計
PDVSA債	PDVSA26	26年11月15日	6.00%	5/15 11/15	4,500	2,160	6,660.0
	PDVSA24	24年5月16日	6.00%	5/16 11/16	5,000	2,400	7,400.0
	PDVSA21	21年11月17日	9.00%	5/17 11/17	2,394	1,724	4,117.7
	PDVSA35	35年5月17日	9.75%	5/17 11/17	3,000	2,340	5,340.0
	PDVSA220	22年2月17日	12.75%	2/17 8/17	3,000	3,251	6,251.3
	PDVSA27	27年4月12日	5.38%	4/12 10/12	3,000	1,371	4,370.6
	PDVSA37	37年4月12日	9.75%	4/12 10/12	1,500	1,243	2,743.1
	PDVSA22	22年10月28日	6.00%	4/28 10/28	3,000	1,620	4,620.0
PDVSA20	20年10月27日	8.50%	4/27 10/27	1,684	1,288	2,971.9	
グレースピリオド満了未払					27,078	17,396.8	44,474.6
電力債18	18年4月10日	8.50%	4/10 10/10	650.0	442.0	1,092.0	
グレースピリオド満了未払					650.0	442.0	1,092.0
合計					58,820	42,601	101,420

（出所）Av Security よりベネインベストメント作成

## POINT

米国のベネズエラに対する制裁が、ベネズエラで活動する企業に与えている影響について分析。

制裁自体は政府関係者・政府関係組織を対象としたもので、民間企業は対象にしていない。

## 2. 米国の制裁が企業活動に与える影響

ベネズエラにおける企業活動は、政治・経済両面の不確実性に加えて、米国による経済制裁が最大の制度的障害となっている。

2017年以降、米国はマドゥロ政権および関連組織に対する制裁を段階的に強化し、マドゥロ大統領、国営石油公社 PDVSA をはじめ、政府系機関・国営企業・中央銀行・政府閣僚・軍関係者などを含む多くの個人・法人を制裁対象にしている。

制裁の目的は政権の資金流入を制限することにあるが、実務上は「政府に直接関係しない民間企業」にも深刻な波及効果をもたらしている。

特に米ドル建て取引の多くが米国内の決済システムを経由することから、制裁が送金、輸出入、調達、税金支払いなど、企業のあらゆる活動に制約を与えている。

以下では米国の制裁が民間企業にどのような影響を与えているのかについて分析・考察していきたい。

### (1) 法的枠組み：制裁の射程と企業への波及

米国の制裁は「包括的禁輸」ではなく、特定対象型制裁 (targeted sanctions) である。

つまり、ベネズエラ政府、中央銀行 (BCV)、国営石油会社 PDVSA、国営電力・通信企業などが制裁の中心であり、それらの「資産・利益」に米国人 (米国の個人・法人) が直接・間接に関与することを禁止している。

米国企業・米国人、または米国内法の下に設立された法人は、「ベネズエラ制裁規定 (31 CFR Part 591)」に基づき、制裁対象者に対する「支払い・輸出・取引・融資」などの一切の行為を行うことができない。この規制は直接的な取引だけでなく「米国資金の間接利用」や「マドゥロ政権のコントロール下にある企業との取引」までを含んでいる。

## POINT

**ただし、銀行はベネズエラの送金先が政府と関わっていないことを完全に識別することが出来ない。**

**制裁違反時には巨額の罰金が科されるため、リスク回避のためにベネズエラとの取引全般を避ける傾向にある。**

特に重要なのは「50%ルール」である。

「50%ルール」とは、「制裁対象者が50%以上の持分を有する法人・団体も、自動的に制裁対象と見なす」というルール。

したがって、取引相手が民間企業であっても、その背後に政府・軍関係の資本が含まれていれば、実質的に禁止取引と判断される可能性が高い。

ベネズエラと取引する企業は、50%ルールに抵触するリスクを避けるため、最終受益者の確認を義務的に行う必要があり、契約書面では「制裁遵守表明 (Sanctions Compliance Clause)」を求めるケースが多い。

### (2) 金融決済面での障害：リスク回避と送金拒否

企業活動の最も根源的な制約は、国際送金の困難さにある。

米ドル建て決済は基本的に米国の金融システムを経由するため、OFACの監視対象となる。

銀行は制裁違反時に巨額の罰金を科される。

そして、銀行は実務上、政府関与企業と民間企業を完全に識別することが困難である。その結果、銀行はリスク回避を選択し、ベネズエラ関連の取引を拒否する傾向にある。たとえ法的に許される民間取引であっても、銀行が内部方針で「ベネズエラ向けの送金は高リスク」と認識すれば、送金は即時停止または返金されるという実態がある。

この問題を避けるため、ベネズエラの民間銀行は、パナマなど第三国に設置されたオフショア口座を介してドル送金を行うことが多いが、この迂回ルートも米国の制裁規定を免れているわけではない。最終的にベネズエラ国内の政府関連口座へ流入する場合は、「間接的な支払い」として違法と判断される可能性が高い。

特にビジネス活動を主な目的とした送金ではなく、ベネズエラ政府への税金支払いなど政府の収入を増やす支払いを主な目的とした送金の場合、ベネズエラ政府へ資金が流入する構図が明確に見えているため「ベネズエラ制裁規定に抵触するリスクがある」として銀行が送金を拒否する可能性がある。

## POINT

制裁に抵触するリスクを最大限抑えるため契約時に多くの追加手続きや制限が発生。

制裁により、米国製品・技術を使用した製品のベネズエラでの使用が困難になり、調達に影響を与えるケースもある。

### (3) 契約・取引面での障害：条項追加と取引コストの増大

米国制裁は、企業の契約実務にも構造的な負担を与えている。国際的な取引契約では、相手方（外国企業）から以下の条項や証憑の提出を求められることが一般化している。

#### 1. 制裁遵守表明（Representation & Warranty）

「当事者および支配下企業が制裁対象でないこと」などを保証する条項。違反があれば即時契約解除・支払停止を認める。

#### 2. 最終受益者・用途証明（End-User/End-Use Statement）

再輸出・転用を防ぐため、製品や資金の最終用途・使用者を明記した書面の提出が求められる（米国輸出管理規則（EAR）Part 744 に基づく対応）。

#### 3. 再輸出・転売禁止条項（Reexport/Transfer Clause）

米国の原産品・技術・ソフトウェアを含む場合、第三国経由であってもベネズエラの制裁対象（政府・国営企業・指定個人など）への移転を禁止。違反時は損害賠償・契約解除の対象となる。

#### 4. 制裁発動時の自動停止条項（Termination for Sanctions Clause）

取引当事者が新たに制裁対象となった場合、通知のみで即時契約終了。代金支払い義務も免除される。

### (4) 調達・サプライチェーンへの影響

制裁は金融のみならず、物資調達と技術供給にも重大な制約を与える。米国製部品・ソフトウェアを含む製品は、たとえ第三国から輸入する場合でも、「再輸出規制（reexport control）」の対象となる。

ベネズエラについては軍事用品・軍事転用可能な財・サービス等が再輸出規制の対象ではあるが、一部では工業用機械、医療機器、石油精製設備、通信機器、ソフトウェアライセンスなどが停止・中断を経験している。

たとえば、2019年に Adobe 社は同社の提供するサービス（「PDF」「Illustrator」「Photoshop」など）について、サービス停止を通知したことがある（[「ベネズエラ・トゥデイ No.354」](#)）。最終的に、Adobe 社はこの通知を撤回したが、外国製品の調達・利用の困難さを象徴する一件と言える。

また、主要物流会社・保険会社もベネズエラ関連貨物を敬遠しており、船積み料・保険料が上昇しているという。

## POINT

税金支払いは「政府に  
資金が流入する」こと  
を意味し、制限対象。

制裁ライセンスにより  
最低限の支払いは可能  
としているが、税金支  
払いを目的とした送金  
は銀行側でリスク回避  
のため拒否される可能  
性は高い。

## (5) 税金・政府支払いに関する特殊リスク

制裁体制下では、税金・関税など、政府関連の支払いが原則禁止とされている。

ただし、この点について OFAC は例外を設けている。

制裁ライセンス No.35 では、「通常業務上不可避な範囲での税金・手数料・輸入関税の支払い」を条件付きで許可している。しかし、このライセンスは包括的な保証ではなく、「日常的業務に必要な最小限度」に限定される。

新規投資、ライセンス取得料、政府機関との共同プロジェクトなどは対象外とされ、一部の制裁ライセンス (No.41A など) では「税金・ロイヤルティの支払いは禁止」と明確に除外している場合もある。

従って、企業が米国の資金を直接的な原資としてベネズエラ政府に納税した場合、たとえパナマなどのオフショア口座を経由しても、「米国人による政府利益への関与」とみなされるリスクがある。

結果として、現地子会社は現地収益から税金を支払うことを余儀なくされ、親会社からの資金援助が困難な状況を生んでいる。この構造が、外資系企業の資金繰り・再投資・会計処理を大きく歪めている。

## (6) オフショア金融活用の実務と限界

多くの外資企業は、制裁下でも事業を継続するため、オフショア銀行を活用している。

パナマ、ドミニカ共和国、カリブ地域などのオフショア金融センターでは、非居住者向けにドル口座を開設でき、国際送金を行うことが可能である。

ベネズエラ企業や外資子会社は、米国内決済網を避けるため、親会社からパナマの口座へ送金し、そこからベネズエラ国内の運転資金を供給する。この方式により、OFAC の直接管轄を一定程度回避することができる。

しかし、オフショア銀行経由であっても、資金の出所が米国企業である限り、米国の管轄下にあり、制裁抵触のリスクを免れることはできない。

## POINT

**バイデン政権下で制裁は緩和傾向にあったが、25年にトランプ政権が発足し、再び強化。**

**マドゥロ政権が続く限り制裁緩和の見通しは現段階では予見できず、制裁維持の前提で実務的な対策を検討する必要がある。**

また、近年ではパナマやカリブ諸国でもマネーロンダリング防止を目的とした規制が進んでおり、取引の匿名性は低下している。オフショア口座は「制裁逃れ」ではなく「合法的な国際資金中継点」として慎重に運用することが求められている。

### (7) 限定的な制裁緩和措置と再強化、今後の展望

米国の制裁の目的はあくまで政治的圧力だが、民間企業は制裁により「禁止されていない取引」であっても、銀行・保険・物流などあらゆる面で不利益を被っており、実務に著しい悪影響を与えている。

2022年後半に、米国政府は制裁ライセンス No.41 を発行（Chevron のベネズエラ国内での活動・輸出等を許可）。23年後半には制裁ライセンス No.44（Chevron に限らず、ベネズエラとの石油・ガス部門の取引を許可）を発行し、一時的に制裁を緩和。石油・ガス・金鉱業分野の一部取引を許可した。

これにより一時的に送金や取引が活発化したが、2024年4月の制裁ライセンス No.44 失効後は再び一定の制約が科され、2025年1月にトランプ政権が発足して以降、ベネズエラへの経済制裁は強化されている。

2025年10月現在、米国政府は「民主的プロセスの進展がない限り制裁を再強化する」との立場を維持しており、制裁に関して言えば先行きの見通しは明るくない。

加えて、今後の制裁の動向については、マドゥロ政権を強く批判するマルコ・ルビオ国務長官の進退が影響する部分は大きいと思われる。

現状の政治環境・制裁が続く前提での今後の方向性としては、

- ① オフショア拠点・非ドル通貨（ユーロ、人民元、ルーブル）の活用、
  - ② ステ이블コイン（USDT）などデジタル通貨の活用、
  - ③ 現地収益による内部資金循環モデルの構築、
  - ④ 各国当局の制裁関連の動きに関するモニタリング、
- が実務的対応策として重要と思われる。

### 3. ベネズエラ債券・経済指標の増減(10月31日時点)

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比	
国債	2018-I	13.625	2018/8/15	25.50	28.65	27.08	4.34
	2018-II	13.625	2018/8/15	28.30	30.10	29.20	8.65
	2018	7	2018/12/1	22.85	24.30	23.58	8.02
	2019	7.75	2019/10/13	23.15	24.65	23.90	10.90
	2020	6	2020/12/9	22.10	23.45	22.78	8.07
	2022	12.75	2022/8/23	28.85	30.30	29.58	6.38
	2023	9	2023/7/5	25.35	26.90	26.13	6.31
	2024	8.25	2024/10/13	25.35	26.90	26.13	8.40
	2025	7.65	2025/4/21	25.50	27.00	26.25	8.58
	2026	11.75	2026/10/21	29.40	30.75	30.08	6.18
	2027	9.25	2027/9/15	30.90	31.90	31.40	7.63
	2028	9.25	2028/5/7	28.00	29.40	28.70	6.10
	2031	11.95	2031/8/5	28.85	30.15	29.50	4.70
	2034	9.375	2034/1/13	31.50	33.05	32.28	4.45
2038	7	2038/3/31	27.10	28.40	27.75	5.01	
電力債 2018	8.5	2018/4/10	14.25	14.75	14.50	5.45	

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	98.40	101.15	99.78	0.50
2021	9	2021/11/17	22.15	23.45	22.80	13.01
P 2022	12.75	2022/2/17	25.75	27.10	26.43	17.71
D 2022(N)	6	2022/10/28	18.80	20.40	19.60	13.79
V 2024	6	2024/5/16	21.80	23.05	22.43	13.11
S 2026	6	2026/11/15	21.70	23.10	22.40	13.27
A 2027	5.375	2027/4/12	21.90	23.20	22.55	14.03
2035	9.75	2035/5/17	23.90	25.25	24.58	12.21
2037	5.5	2037/4/12	21.60	23.20	22.40	13.71

	百万ドル	先週比
外貨準備	13,361	△ 1.71

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	223.96	3.51
並行レート(Binance)	302.23	△ 0.85

(出所) Avsecurity、ベネズエラ中央銀行、  
Exchange Monitor

## 解説

「1. (3) 外国の動き」で紹介した通り、「Miami Herald」は、関係者から得た情報として「トランプ政権がベネズエラの軍事施設を攻撃する決断をした」「数日中あるいは数時間内に攻撃が開始される可能性がある」と報道。

政権交代の期待感は更に高まりベネズエラの債券価格を更に押し上げた。

特に PDVSA 社債については PDVSA 20 を除き先週比 10% 超の値上がりと大きな上昇を見せている。

ただし、直近でトランプ大統領はベネズエラへの軍事攻撃の可能性について質問を受けると「ノー」と回答。

報道の真偽に疑問があり、来週は債券価格に反動があるかもしれない。

以上