

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
 - (1) [与党陣営の動き](#)
～2月26日 選挙提案書を承認～
..... 1p
 - (2) [野党陣営の動き](#)
～与党国会に選挙スケジュール案提出～
..... 3p
 - (3) [外国の動き](#)
～ハイチ 未払金5億ドルを支払い～
..... 4p
 - (4) [今週、来週の主なイベント](#)
..... 5p
 - (5) [債券の元利不払い状況](#)
..... 6p
2. [PDVSA 20債 市場価格急落](#)
..... 7p
3. [JP Morgan](#)
[EMBI にベネズエラ債を追加](#)
..... 8p

債券指標の動き

4. [ベネズエラ債券・経済指標の増減](#)
..... 10p

カントリーリスク分析



(写真) Shutterstock

“ベネズエラ債 PDVSA 20を除いて市場価格上昇”

一週間のまとめ (2024年2月18日～2月24日)

(1) 与党陣営の動き ～2月26日 選挙提案書を承認～

前号「[カントリーリスク・レポート No.343](#)」で紹介した通り、与党国会は大統領選のスケジュール決定を先送りし続けている。

ホルヘ・ロドリゲス国会議長は、当初2月11日の週に大統領選スケジュール案を「選挙管理委員会 (CNE)」に提出すると宣言していたが、先送りを続け、2月24日の時点でも大統領選スケジュール案をCNEに提出していない。

しかし、後述する通り統一プラットフォームは与党国会と協議を実施。大統領選スケジュールについて提案を行った(「[ベネズエラ・トゥデイ No.1027](#)」)。これにより「野党側も含まれた大統領選スケジュール案」と呼ぶことが出来そうだ。

POINT

ロドリゲス国会議長
2月26日に与党国会
にて、大統領選に関す
る提案書の署名を行う
と発表。
「署名に参加しない者
は大統領選の検討から
除外される」との見解
を表明。

ロドリゲス国会議長は、

「今回の提案により全ての野党関係者から提案を受けた。今後、CNEに提案を行う」「次の月曜日(2月26日)に全ての関係者を招き、大統領選の提案書類に署名する。この署名に参加しない者は(検討から)除外される」と述べており、2月26日に大統領選の提案が正式に完成するとみられる。

もちろん、この提案に野党側の意見が反映されていない場合、主要野党が署名に参加せず、主要野党不在の提案書をCNEに提出する懸念も残っている。

なお、2月14日にロドリゲス議長は「我々はCNEに大統領選に関する提案を提出するが、この提案では選挙の実施日について触れていない」「大統領選の実施日はCNEが決定する」とコメントしていた。

つまり、2月26日に国会で承認される大統領選の提案書には、大統領選の実施日は書かれていないと思われる。

なお、マリア・コリナ・マチャド氏(以下MCM)の公職権停止措置について今週は全く動きが無かった。

直近では「MCM氏が大統領選に出馬するのは現実的に難しい」との意見が多くみられており、本当にMCM氏が大統領選に出馬できると考えている人は少数だろう。問題はMCM氏がどのタイミングで大統領選出馬を断念し、その後の方針として、どのような決断を下すかだろう。

「[カントリーリスク・レポート No.342](#)」で紹介した通り、MCM氏は自身の右腕で、選挙キャンペーン対策長を務めているMagalli Meda氏を後任候補に推薦するのではないかと憶測が流れている。

MCM氏はインタビュー番組でこの憶測について質問を受け「そのような考えは持っていない」と回答したが、これまでの彼女の発言と実際の行動の矛盾を振り返れば、この回答をそのまま信じる必要はないだろう。

POINT

野党「統一プラットフォーム」 与党国会に対して大統領選の選挙スケジュールの提案書を提出。

これにより「大統領選スケジュール決定に野党も関与した」と言える最低限のベースは整ったと言える。

(2) 野党陣営の動き ～与党国会に選挙スケジュール案提出～

「1. (1) 与党陣営の動き」の通り、主要野党を中心とする「統一プラットフォーム」は、大統領選スケジュールを検討する与党国会グループの代表らと協議。大統領選スケジュールに関する提案を与党国会に提出した。

「統一プラットフォーム」は、これまで与党国会が独自に進める大統領選スケジュールの検討プロセスを批判していたが、とりあえず与党側に対して歩み寄りの姿勢を見せたと言えそうだ。

最高裁がMCM氏の公職権停止措置の延長を決定して以降、与野党の対立が激しさを増した。更にマドゥロ政権はテロ関与の容疑でロシオ・サン・ミゲル氏を拘束。与野党の関係は表面上、悪化している。

米国政府もマドゥロ政権の対応を批判し、石油・ガス産業の制裁緩和措置の撤回を示唆しているが、実際のところ「石油・ガス産業の制裁緩和措置の撤回」はマドゥロ政権の基本方針を変更させるインセンティブになり得ない。

加えて、米国政府が科している経済制裁がベネズエラ国民を苦しませ、更に米国自身の首も絞めているという批判もあり、合理的に考えて今更 制裁緩和を撤回するメリットはない。むしろ対立を深化させ、問題解決を困難にするデメリットしかない。

バイデン政権はソフトランディングの道筋を探るため、水面下でマドゥロ政権との協議を続けており、「統一プラットフォーム」が与党国会に大統領選スケジュール案を提出したのはその一環と言えそうだ。

POINT

**ハイチ ペトロカリベ
の枠組みでマドゥロ政
権に負っていた債務を
返済。**

**本来ハイチがベネズエ
ラに負っていた債務は
23億ドルだったよう
だが、80%近く削減
し、5億ドルで返済完
了。**

(3) 外国の動き ～ハイチ 未払金5億ドルを支払い～

2月23日 マドゥロ政権は、ハイチからの未収金5億ドルを回収したと発表した。この5億ドルは「ペトロカリベ」の枠組みによるもの。

故チャベス元大統領は、カリブ海の友好国に対して好条件で原油を輸出していた。輸出した原油の支払いは2年間の返済猶予があり、17～25年かけて分割返済（利息は1～2%）という仕組みだった（詳細は「[ウィークリーレポート No.18](#)」「[No.20](#)」参照）。

この枠組みを利用し、多くのカリブ海諸国がベネズエラ産原油を調達。ドミニカ共和国、ジャマイカなど一部の国は返済を完了しているが、今でもベネズエラはカリブ海の多くの国に債権を有している。

本来、これらの国はベネズエラに返済をし続けなければならないが、「米国の経済制裁の影響でマドゥロ政権へ支払いができない」として、返済が止まっていた。

報道によると、マドゥロ政権は今後も他のペトロカリベ諸国の債権回収を進めるべく交渉を行っているという。

なお、「Bloomberg」によると、本来ハイチがベネズエラに負っていた債務総額は23億ドルだったという。この債務を80%近くディスカウントして5億ドルで債務返済を完了したという。

英国の金融情報サービスを提供する「EMFI Securities」によると、ベネズエラはペトロカリベの枠組みで60億ドルの債権があるようだが、実際に回収できる金額は約20%の7～8億ドル程度ということになりそうだ。

ハイチによるマドゥロ政権への債務返済は米国政府がライセンスを発行し実現したという。マドゥロ政権に取ってよい条件と言える内容ではないが、今回の返済に当たり、バイデン政権とマドゥロ政権との間で何らかの交渉があったことだろう。

(4) 今週、来週の主なイベント

2月20日 ロシアのラブロフ外相がベネズエラを訪問した。ラブロフ外相はマドゥロ大統領・政府高官らと面談。現在の二国間協力プロジェクトの進捗状況や、制裁回避スキームについて意見を交わしたという。

また、ラブロフ外相の訪ベネにあたり、ロシアの技術を用いたインスリン工場の建設についても発表された（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1027](#)」）。

また、2月20日にはボリバル州 Angostura 市の鉱山「Bulla Loca」が崩落する事故が発生した。崩落の原因は分かっていないが、安全管理を欠いた鉱山開発が原因とされている。

Angostura 市の Yorgi Arciniega 市長は「死者は少なくとも30名」と発表。しかし、同発表後にボリバル州知事が「死者数は少なくとも16名」と発表。事故から4日が経過した現在も被害の全容は解明していない。

表： 2月18日～2月24日に起きた主なイベント

日付		内容
2月	18日 日	
	19日 月	統一プラットフォーム 与党国会に大統領選スケジュール案を提出 サブ検事総長 ロシオ・サン・ミゲル氏のテロ加担について説明
	20日 火	露ラブロフ外相 ベネズエラ訪問 米裁判所 「PDVSA 20の発行にベネズエラ憲法関係ある」と認識 ボリバル州鉱山「Bulla Loca」で鉱山崩落 死者・負傷者多数
	21日 水	
	22日 木	PDVSA 5年ぶりにMTBE工場の稼働再開
	23日 金	マドゥロ政権 ペトロカリベの未収金5億ドルをハイチから回収
	24日 土	

表： 2月25日～3月3日に予定されている主なイベント

日付		内容
2月	25日 日	
	26日 月	
	27日 火	
	28日 水	
	29日 木	
3月	1日 金	
	2日 土	
	3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（2月23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	1,256.9	3,751.9
	国債24	24年10月13日	8.25%	4/13 10/13	2,495	1,337.9	3,832.9
	国債25	25年4月21日	7.65%	4/21 10/21	1,600	795.6	2,395.6
	国債26	26年10月21日	11.75%	4/21 10/21	3,000	2,291.3	5,291.3
	国債23	23年7月5日	9.00%	1/5 7/5	2,000	1,170.0	3,170.0
	国債28	28年5月7日	9.25%	5/7 11/7	2,000	1,202.5	3,202.5
	国債18	18年12月1日	7.00%	6/1 12/1	1,000	455.0	1,455.0
	国債20	20年12月9日	6.00%	6/9 12/9	1,500	585.0	2,085.0
	国債34	34年1月13日	9.38%	1/31 7/13	1,500	914.1	2,414.1
	国債31	31年8月5日	11.95%	2/5 8/5	4,200	3,262.4	7,462.4
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	265.7	565.7
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	666.0	1,418.0
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	2,486.3	5,486.3
	国債27	27年9月15日	9.25%	3/15 9/15	4,000	2,220.0	6,220.0
	国債38	38年3月31日	7.00%	3/31 9/31	1,250	525.0	1,775.0
グレースピリオド満了未払					31,092	19,433.5	50,525.5
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	1,755	6,255.0
	PDVSA24	24年5月16日	6.00%	5/16 11/16	5,000	1,950	6,950.0
	PDVSA21	21年11月17日	9.00%	5/17 11/17	2,394	1,400	3,794.5
	PDVSA35	35年5月17日	9.75%	5/17 11/17	3,000	1,901	4,901.3
	PDVSA220	22年2月17日	12.75%	2/17 8/17	3,000	2,486	5,486.3
	PDVSA27	27年4月12日	5.38%	4/12 10/12	3,000	1,048	4,048.1
	PDVSA37	37年4月12日	9.75%	4/12 10/12	1,500	951	2,450.6
	PDVSA22	22年10月28日	6.00%	4/28 10/28	3,000	1,170	4,170.0
	PDVSA20	20年10月27日	8.50%	4/27 10/27	1,684	930	2,614.1
グレースピリオド満了未払					27,078	13,592.0	40,669.8
電力債18	18年4月10日	8.50%	4/10 10/10	650.0	331.5	981.5	
グレースピリオド満了未払					650.0	331.5	981.5
合計					58,820	33,357	92,177

(出所) Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

米国ニューヨーク州裁判所「PDVSA 20債の発行にベネズエラ憲法は一定の関係がある」との認識を表明。

野党国会が任命したPDVSA 並行役員は当該債券の発行プロセスが違憲と主張。

2. PDVSA 20債 市場価格急落

2月20日 米国ニューヨーク州裁判所は、PDVSA 20債の発行に関してベネズエラ憲法に一定の関係があるとの認識を示し、最終的な判断を米国連邦裁判に委ねることを決めた（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1027](#)」）。

詳細は「[ベネズエラ・トゥデイ No.1027](#)」を参照されたいが、PDVSA 20は米国にあるPDVSAの関係会社CITGOの株式50.1%が担保に設定されており、デフォルトした場合、PDVSA 20の債券保有者はCITGO株式50.1%をもって投資資金を回収することが出来る。

2019年、グアイド暫定政権はPDVSA 20をデフォルトさせた。これを受けて、米国OFACは制裁ライセンスNo.5により、PDVSA 20債権者によるCITGO差し押さえを禁止。債権者はCITGO株式50.1%を売却し投資資金を回収することが出来ていない。

PDVSA 20債が発行されたのは2016年。

当時ベネズエラ国会は野党議員が多数派だったが、PDVSAは、野党国会の承認を得ることなくPDVSA 20を発行した。

野党国会は、「事前に国会の承認を得ることなくCITGOの株式50.1%を担保に社債を発行したことがベネズエラの憲法違反に当たる」と主張しており、当該債券の有効性を否定。

一方、PDVSA 20債のカストゥディアンである「MUFJ Union Bank」は、「PDVSA 20債はニューヨーク法を準拠法としており、ベネズエラ憲法の合憲性は担保の有効性とは関係ない」と反論し、裁判を行っている。

つまり、今回の決定は野党国会が任命したPDVSA 並行役員側の主張を認めたものであり、PDVSA 20債保有者にとって大きな打撃となる。

なお、今回「PDVSA 20債の発行に関してベネズエラ憲法に一定の影響がある」と認識したが、PDVSA 20に設定されたCITGO株式50.1%の担保は現在も有効である。

POINT

今回の決定を受けて、PDVSA 20 債の訴訟が長引く可能性が生じた。

一部債権者が行っている競売で資産を回収する権利を失う可能性もある。

不安要素を嫌い PDVSA 20 債の市場価格は急落。

金融専門家の Jorge Piedrahita 氏は、今回の決定を受けて、PDVSA 20 の有効性を確定させるために数年単位（2025年、26年）の訴訟を継続する必要があるとの見解を示した。

Jorge Piedrahita 氏の認識では、PDVSA 20 の有効性が認識される可能性は高い。

PDVSA 20 債券保有者にとって最悪のシナリオは「“PDVSA 20 は違憲であり、同社債の担保は有効ではない”との判決が下された場合」と指摘。

その場合、PDVSA 20 の CITGO 株式 50.1% の担保が無効になるため、PDVSA 20 の市場価値は他の PDVSA 債と同じ水準まで下がることになるだろう。

他、ベネズエラ政府・PDVSA に債権を有する一部の債権者が CITGO の 100% 持株会社「PDV Holdings」の競売を経て債権回収を模索しており、PDVSA 20 債保有者もこの中に含まれている。しかし、今回の決定を受けて PDVSA 20 債保有者は競売から除外される可能性があるとの指摘した。

債券関係者の多くは、PDVSA 20 の CITGO 株式 50.1% の担保の有効性を確信していたため、悪い意味でサプライズニュースとなってしまう PDVSA 20 の市場価格は急落した。

この発表がされる前、PDVSA 20 の市場価格は 1 ドルに対して 89 セント程度だったが、一時的に 75 セント前後まで下落。

本稿「4. ベネズエラ債券・経済指標の増減」の通り、2月23日時点で先週比約 12.4% 減の平均 77.8 セントとなっている。

なお、PDVSA 20 債の無効を主張しているのは野党国会が任命した PDVSA 並行役員である。

仮に 2024 年の大統領選でマドゥロ大統領が当選し、米国政府が同選挙の有効性を認識し、米国政府がマドゥロ政権の任命した PDVSA 役員を正当な PDVSA 役員と認識した場合、マドゥロ政権側の PDVSA 役員が PDVSA 20 の発行過程に違憲性があると主張する可能性は低い。

つまり、PDVSA 20 債の合憲性を巡る訴訟は無くなると思われる。

POINT

JP Morgan ベネズエラ債（国債・PDVSA社債）を「EMBI Global」「EMBI Global Diversified」に再び追加。

24年4月末から3カ月かけて段階的に割合を拡大。

3. JP Morgan EMBI にベネズエラ債を追加

2月22日 「JP Morgan」は、ベネズエラ国債・PDVSA社債（両債券を合わせてベネズエラ債と記載）を「EMBI Global / Diversified」（以下 EMBI 指数）に再び加えると発表した。

ベネズエラ債の EMBI 指数への追加は4月30日から始まり約3カ月（4月末～7月末ということになると思われるが、報道では4月30日～6月28日と書かれている）かけて段階的に割合を拡大させるという。ただし、ベネズエラ債がデフォルト状態にあることを理由に「EMBIG」という指標への追加は出来ないと補足している。

EMBI 指数に追加されるのは20銘柄。

20銘柄のベネズエラ債の総額は額面価格で530億ドルに相当するという。

なお、この発表を受けてベネズエラ債の市場価格は一定の上昇をみせた（次ページ参照）。

2019年1月 米国政府は制裁ライセンス No.3B、制裁ライセンス No.9A を発行。米国の法人・個人がベネズエラ債の購入に関与することを禁止した（[「カントリーリスク・レポート No.84」](#)）。

米国の投資会社がベネズエラ債の購入が出来なくなった影響は大きかったが、米国系金融機関がベネズエラ債の購入取引に関与できなくなった影響も大きく、同制裁ライセンスは世界中に影響を与え、流通市場でのベネズエラ債の取引は一気に減少した。

ベネズエラ債の取引量が減少したことを受けて、19年7月に JP Morgan は、ベネズエラ債を EMBI 指数から外すことを決定した（[「カントリーリスク・レポート No.130」](#)）。

それから4年超が経過した2023年10月 米国の「外国資産管理局（OFAC）」は制裁ライセンス No.3 と No.9 を更新。これによりベネズエラ国債・PDVSA社債の流通市場での取引が再開した（[「カントリーリスク・レポート No.327」](#)）。

POINT

流通市場での取引再開を受けて、JP Morgan はベネズエラ債を EMBI 指数に再び加えることを検討していたが、最終的に追加の決定を下したことになる。

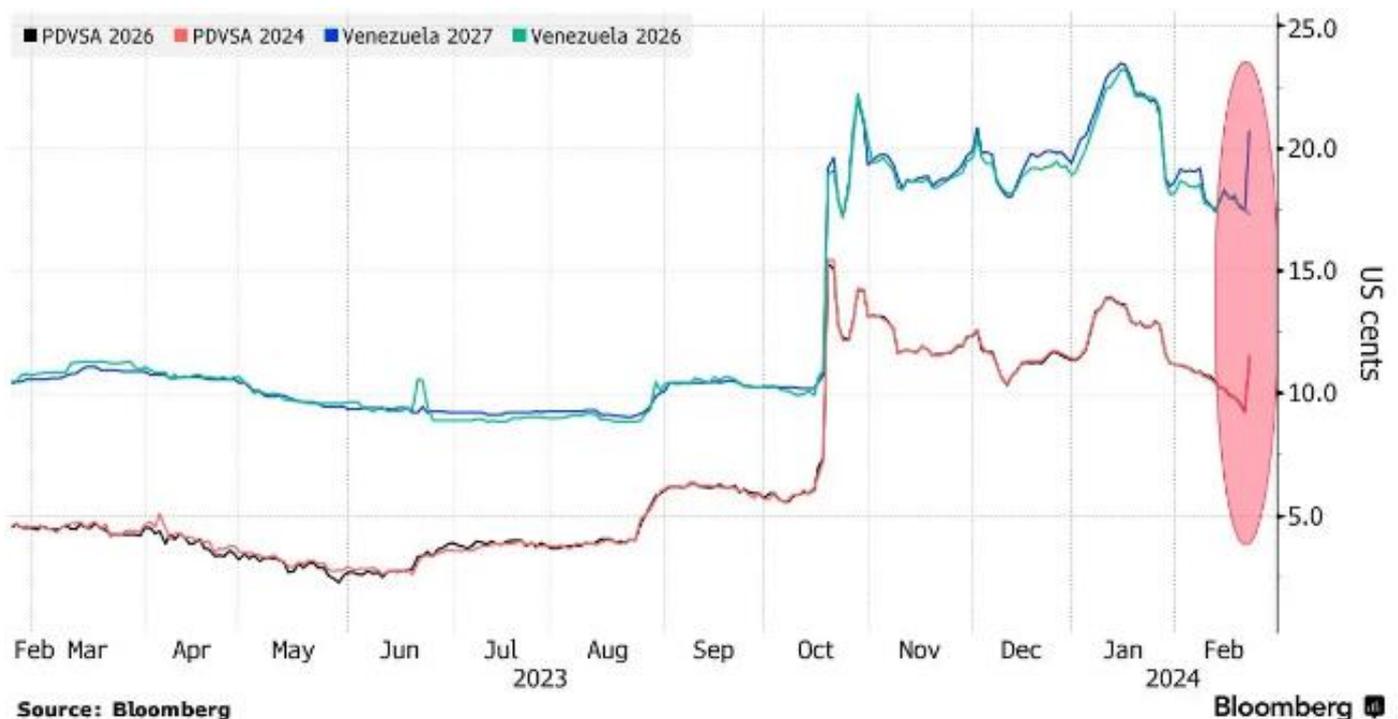
EMBI 指数は、JP Morgan が公表しているドル建てエマージングマーケット債の指数。同指数に連動した金融商品を扱う投資会社は多く、EMBI 指数にベネズエラ債が加わることはベネズエラ債の需要が拡大することを意味する。

**ベネズエラ債にとって
ポジティブなニュース
となり、市場価格は一
時的に上昇。**

また、「EMBI Global Diversified」におけるベネズエラ債の比重は0.58ベースポイント。「EMBI Global」におけるベネズエラ債の比重は0.69ベースポイントだという。

なお、JP Morgan は、「仮に米国政府が再び制裁ライセンス No.3、No.9 を更新し、流通市場でのベネズエラ債の取引を再び禁止するようなことがあれば、今回の決定を取り消す可能性がある」と補足している。

「ウォールストリートジャーナル」は、仮に米国政府がベネズエラの石油・ガス産業への制裁緩和措置を撤回するとしても、ベネズエラ国債・PDVSA 社債の流通市場での取引を可能にする制裁ライセンスは撤回しないだろうと報じているが、どのようになるかは不明。



4. ベネズエラ債券・経済指標の増減（2月23日時点）

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	13.8	16.45	15.13	3.42
2018-II	13.625	2018/8/15	16	17.3	16.65	9.00
2018	7	2018/12/1	12.8	14	13.40	8.50
2019	7.75	2019/10/13	13.95	16.05	15.00	17.65
2020	6	2020/12/9	13.3	15.15	14.23	14.03
2022	12.75	2022/8/23	16.55	18.15	17.35	11.04
2023	9	2023/7/5	15.35	16.75	16.05	12.43
2024	8.25	2024/10/13	15.55	16.9	16.23	13.46
2025	7.65	2025/4/21	15.4	16.9	16.15	11.38
2026	11.75	2026/10/21	19.1	20.1	19.60	9.04
2027	9.25	2027/9/15	19.4	20.85	20.13	11.50
2028	9.25	2028/5/7	18.15	19.5	18.83	14.26
2031	11.95	2031/8/5	19.25	20.7	19.98	13.82
2034	9.375	2034/1/13	19	20.3	19.65	11.97
2038	7	2038/3/31	16.2	17.55	16.88	11.75
電力債 2018	8.5	2018/4/10	6.55	8.05	7.30	1.74

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	76.25	79.35	77.80	△ 12.39
2021	9	2021/11/17	11.25	12.45	11.85	11.01
P 2022	12.75	2022/2/17	12.25	13.7	12.98	14.82
D 2022(N)	6	2022/10/28	7.1	8.5	7.80	2.30
V 2024	6	2024/5/16	10.65	12.25	11.45	16.24
S 2026	6	2026/11/15	10.5	12.2	11.35	15.23
A 2027	5.375	2027/4/12	10.6	11.85	11.23	16.62
2035	9.75	2035/5/17	12.3	13.8	13.05	15.23
2037	5.5	2037/4/12	10.35	11.8	11.08	13.88

	百万ドル	先週比
外貨準備	9,819	△ 0.32

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	36.07	△ 0.73
並行レート	38.53	2.28

（出所）Avsecurity、ベネズエラ中央銀行、Dolar Today

解説

ベネズエラ債の市場価格はPDVSA 20とそれ以外の銘柄で大きく明暗を分けた。

「[2. PDVSA 20債 市場価格急落](#)」で紹介した通り、PDVSA 20債の担保の有効性についてネガティブな決定がされたため当該社債の市場価格は先週比12.4%減と急落した。

一方、「[JP Morgan EMBIにベネズエラ債を追加](#)」の通り、今後ベネズエラ債の需要が増加するとの観測が高まり、他の債券の市場価格については総じて10%前後の増加を示した。

為替レートは「公定レート」がややボリバル高に推移した一方で、「並行レート」はボリバル安が進み、両者の差は拡大した。

以上