

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
 - (1) 与党陣営の動き
～電力不足が深刻な経済問題に～
..... 1p
 - (2) 野党陣営の動き
～MCM 早期帰国望むも米国は慎重～
..... 3p
 - (3) 外国の動き
～航空・エネルギー分野で正常化進む～
..... 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. 暫定政権による
債務再編プロセス開始声明の考察
..... 6p
3. IMF不在の債務再編は可能か?
..... 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) 情報通信省 (写真は Calixto Ortega 経済担当副大統領)
“暫定政権 債務再編プロセスの開始を正式に発表”

1. 一週間のまとめ(2026年5月10日～5月16日)

(1) 与党陣営の動き ～電力不足が深刻な経済問題に～

今週の最大の注目点は、ベネズエラ政府が対外債務再編プロセスの正式開始を発表したことだろう。

5月13日 ベネズエラ政府は、PDVSA を含む包括的な対外債務再編を開始すると正式に発表した。

ベネズエラの対外債務は一般的に1500億～1700億ドル規模とされるが、賠償金や延滞利息を含めると2000億ドルを超える可能性も指摘されている(「[ベネズエラ・トゥデイ No.1370](#)」)。

POINT

本件については、「[2. 暫定政権による債務再編プロセス開始声明の考察](#)」にて後述したい。

債務再編以外では、電力危機についても大きなテーマとなった。

5月8日 暫定政権は、国内での暗号資産マイニングを全面禁止すると改めて発表。電力需要の逼迫を受け、マイニング事業者への摘発を強化した。

電力危機が経済界に深刻な影響与える。

猛暑に加えて、経済回復による電力需要の増加などを背景に、ベネズエラでは電力需要が約10年ぶりの高水準となる1万5500MWを超えており、コロンビア国境周辺地域を中心に長時間停電が常態化している。

26年Q1、稼働時間480時間のうち平均で127時間（約4分の1）は停電。

「ベネズエラ工業連合会 (Conindustria)」の調査によると、2026年第1四半期の労働時間480時間のうち、停電で企業活動が止まった時間は全国平均で127時間だったという。つまり、同期間の4分の1の労働時間が停電で消失したと言える。

更に停電の影響は地域によって差があり、コロンビア国境地帯の停電時間は170時間前後と特に深刻となっている（下スライド参照）。一方で、カラカス首都区は68時間とコロンビア国境地帯と比べれば比較的安定している。

特にコロンビア国境地帯の停電は深刻。カラカス首都区の停電は比較的軽微。



(写真) Conindustria

POINT

米ルビオ国務長官
「選挙実施を望むが、
急ぐべきではない」と
コメント。早期の選挙
実施に慎重な姿勢。

United Airlines、Catar
航空、ベネズエラ便の
運航開始を発表。

米 Aspect Holdings、
石油省と探鉱活動に関
する合意を締結。

(2) 野党陣営の動き ～MCM 早期帰国望むも米国側は慎重～

野党勢力では、マリア・コリナ・マチャド（以下、MCM）氏の動向が引き続き注目された。

5月10日、12日とMCM氏はテレビのインタビュー番組に出演し、帰国時期について「正しい時期が来ればベネズエラへ帰国する」とコメント。選挙について「可能な限り早期の選挙実施を望んでいる」と回答している（[「ベネズエラ・トゥデイ No.1368」](#) [「No.1369」](#)）。

一方、米国のルビオ国務長官は「ベネズエラでの選挙実施を望むが、急ぎ過ぎるべきではない」と発言。現政権の安定化と制度整備を優先する姿勢を示しており、短期的な大統領選挙実施には慎重な姿勢がうかがえる。

他、人権団体「Provea」は、政治的理由による拘束者数は前年比102%増加したとの調査結果を発表しており、政府による非人権的な対応を批判している。

(3) 外国の動き ～航空・エネルギー分野で正常化進む～

今週も外国企業のベネズエラ参入の動きが進展した。

5月12日 米「United Airlines」は、2026年8月からヒューストンーカラカス間の直行便を再開すると発表。カタール航空も7月から直行便を開始する方針を示しており、ベネズエラの国際航空ネットワーク正常化が進んでいる。

エネルギー分野でも新規参入・投資検討の報道が散見された。

米「Aspect Holdings」は、石油省と探鉱活動に関する合意を締結。ブラジル国営「Petrobras」幹部もベネズエラ事業への関心を表明した（[「ベネズエラ・トゥデイ No.1369」](#)）。英「Shell」は、トリニダード・トバゴ（TT）経由での天然ガス輸出案を暫定政権へ提案している（[「ベネズエラ・トゥデイ No.1368」](#)）。

制裁緩和、原油輸出回復、債務再編開始などを背景に、外国投資家の期待感は徐々に高まりつつある。

（４）今週、来週の主なイベント

5月9日 ベネズエラ政府は、トリニダード・トバゴ（TT）海域にて原油漏れが起きているとの声明を発表。ベネズエラ海域のパリア湾およびスクレ州、デルタアマクロ州が海洋汚染の被害を受けていると訴え、TT 政府に対して原油漏れを止めるための迅速な対応を求めた。この発表を受けて、TT 政府は「原油漏れは既に対応済み」「ベネズエラへ到達する流出は確認されていない」との見解を表明しており、両国の認識に相違が生じている。

また、5月12日に国会は最高裁組織法を改定。2022年から20人となっていた最高裁判事の人数を32人に増員することを決定した。なお、22年以前は32人だったため、今回の改定により以前の体制に戻ったことを意味している。

他、5月15日に世界銀行の役員がベネズエラを訪問した。5月中にIMFのミッション団もベネズエラ訪問を予定しており、国際金融機関と暫定政権の接触が本格的に始まろうとしている。

表： 5月10日～5月16日に起きた主なイベント

日付			内容
5月	10日	日	TT海域での原油流出への対応巡り、暫定政権とTT政府の認識に相違
	11日	月	
	12日	火	国会 最高裁組織法を改定。最高裁判事を20人から32人に増員
	13日	水	暫定政権 債務再編プロセス開始を正式に発表
	14日	木	
	15日	金	世界銀行のラテンアメリカ・カリブ海地域担当役員がベネズエラ訪問
	16日	土	

表： 5月17日～5月24日に予定されている主なイベント

日付			内容
5月	17日	日	
	18日	月	
	19日	火	
	20日	水	
	21日	木	
	22日	金	
	23日	土	
	24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（5月15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	1,740.3	4,235.3
	国債24	24年10月13日	8.25%	4/13 10/13	2,495	1,852.5	4,347.5
	国債25	25年4月21日	7.65%	4/21 10/21	1,600	1,101.6	2,701.6
	国債26	26年10月21日	11.75%	4/21 10/21	3,000	3,172.5	6,172.5
	国債23	23年7月5日	9.00%	1/5 7/5	2,000	1,620.0	3,620.0
	国債28	28年5月7日	9.25%	5/7 11/7	2,000	1,665.0	3,665.0
	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	1,195.3	2,695.3
	国債31	31年8月5日	11.95%	2/5 8/5	4,200	4,266.2	8,466.2
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	347.4	647.4
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	870.9	1,622.9
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	3,251.3	6,251.3
	国債27	27年9月15日	9.25%	3/15 9/15	4,000	3,145.0	7,145.0
国債38	38年3月31日	7.00%	3/31 9/31	1,250	743.8	1,993.8	
グレースピリオド満了未払					31,092	26,286.7	57,378.7
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	2,430	6,930.0
	PDVSA24	24年5月16日	6.00%	5/16 11/16	5,000	2,700	7,700.0
	PDVSA21	21年11月17日	9.00%	5/17 11/17	2,394	1,831	4,225.4
	PDVSA35	35年5月17日	9.75%	5/17 11/17	3,000	2,486	5,486.3
	PDVSA220	22年2月17日	12.75%	2/17 8/17	3,000	3,443	6,442.5
	PDVSA27	27年4月12日	5.38%	4/12 10/12	3,000	1,451	4,451.3
	PDVSA37	37年4月12日	9.75%	4/12 10/12	1,500	1,316	2,816.3
	PDVSA22	22年10月28日	6.00%	4/28 10/28	3,000	1,710	4,710.0
	PDVSA20	20年10月27日	8.50%	4/27 10/27	1,684	1,360	3,043.5
グレースピリオド満了未払					27,078	18,727.3	45,805.1
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	45,456	104,276

(出所) Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

2. 暫定政権による債務再編プロセス開始声明の考察

ロドリゲス暫定政権は、Centerview Partners を財務アドバイザーとして起用し、対外債務再編に向けた正式な準備プロセスを開始した。

今回の動きで注目されるのは、制裁ライセンス 58（GL58）の枠組みの中で、米国が「債務再編の準備行為」を事実上容認した点にある。

債務再編に当たり、債務額の減免が前提。

暫定政権が発表した声明文（[Business Wire](#) 出典）の重要点は以下の通り。

1. 持続可能な成長のため、現在の債務を大幅に削減する必要がある
2. 政府、PDVSA 含む全ての対外債務は統一的过程で処理される
3. 政府は、財務アドバイザーとして Centerview Partners を起用する
4. 2026年6月に公的債務の持続可能性分析（DSA）を提示する

政府債務・PDVSA 債務は包括的枠組み（同一的な扱い）で処理する意向を示す。

1点目については、「債務を大幅に削減する必要がある」との言及から、支払い時期を遅らすリスケジュールだけではなく、債務額自体の減免を前提とした債務再編であることが分かる。債務減免については、不可避との認識が一般的でありサプライズではないが、暫定政権として正式に債務減免を前提とした交渉に臨む意思が示された点は重要だろう。

2点目について、「政府・PDVSA 債務を統一的过程で扱う」と明言しており、政府債務・PDVSA 債務を包括的枠組みで処理する方針が示されたことになる。ただし、これは必ずしも政府債務・PDVSA 債務を完全に同一条件で処理することを意味するわけではなく、実際の再編条件については今後の交渉次第となる可能性が高い。

債務再編の財務アドバイザーに Centerview Partners を指名。

3点目は、債務再編の財務アドバイザーが決まったということ自体が重要だろう。なお、マドゥロ政権下では Rothschild & Co が財務アドバイザーに起用されていたが、暫定政権になりアドバイザー体制が変更されたことになる。

4点目について、「26年6月に DSA を提示する」ということは、暫定政権は IMF の協力を受けることなく、独自で DSA を行う可能性が高いことを意味している。

POINT

IMF による DSA では
なく、独自の DSA によ
り債務再編条件を提示
する可能性が高い。

IMF の協力を求めない
のは、過去のトラウマ
（カラカソ）とチャベ
ス政権から継承したイ
デオロギーが理由か。

DSA は「国が将来的に経済成長や財政収支などを踏まえ、債務を無理なく返済し続けられるかを分析する手法」であり、ソブリン債の DSA は通常 IMF が実施することが多い。

ただし、IMF の DSA には一定の期間を要する。特にベネズエラの場合、まず経済統計データを IMF へ提出し、その信頼性評価を受ける必要があるため、本格的な DSA 作成にはそれなりの時間が必要になる。少なくとも 1 カ月程度で正式な IMF 主導の DSA を完成させることは現実的ではない。

従って、「26年6月に DSA を提示する」という方針は、IMF 主導ではない政府主導型の DSA になることを意味する。

なお、IMF がベネズエラ政府との関係再開を発表した後、ロドリゲス暫定大統領は4月に「IMF からの借り入れは一切予定していない」と明言していた（[「ベネズエラ・トゥデイ No.1359」](#)）。

IMF は融資協力と引き換えに、当該政府へ財政・金融政策面で様々な改革要求を行うことが多い。こうした政策は国内で強い反発を招く場合も少なくない。

実際、ベネズエラでは1989年、IMF 型改革を背景とした緊縮財政やガソリン価格引き上げを契機に「カラカソ」と呼ばれる大規模暴動が発生し、数百～数千人規模の死者が発生したとされている。

この出来事をきっかけに既存政治体制への不信感が高まり、1992年にはチャベス（当時、中佐）がクーデターを実施。このクーデターは未遂に終わったものの、その後のチャベス氏の政治的人気上昇につながり、98年のチャベス政権誕生へ至る重要な歴史的転換点となった。

つまり、故チャベス元大統領の政治路線を継承する現政権にとって、IMF 融資を受け入れ、その条件に基づいて経済政策を運営することは、政治的ハードルが高いことを意味する。

もっとも、トランプ政権の圧力を受け、ロドリゲス暫定政権はイデオロギー的な方針を柔軟化させている部分は多い。

POINT

現在 GL58 が許しているのは「交渉前の準備」であり、「交渉の実施」は許可されていないとの認識が一般的。

制裁の追加緩和が無ければ DSA が提示されても交渉は始まらない。

その意味で、今後 IMF との協力関係を深める可能性はあるが、少なくとも現段階では与党内の抵抗感も強く、正式な IMF 融資申請には踏み切れていないということかもしれない。

いずれにしても、26年6月に提示される DSA は、今後の債務再編条件の前提となる分析になる可能性が高い。もっとも、これは直ちに正式な債務交換条件の提示を意味するわけではない。

また、DSA は単なる数学的分析ではなく、「どの程度の債務減免が必要か」を正当化する政治的文書としての側面も持つ。その意味で、政府側がどの程度保守的な前提を置くのか、債権者側がどのような反応を示すのかは非常に興味深い。

なお、GL58 は「債権者との本格的な債務再編協議や債務交換の実行を認めていない」という理解が一般的であり、追加で制裁が緩和されない限り、当面は条件提示や準備行為に留まる可能性が高い。

3. IMF 不在の債務再編は可能か？

それでは、「IMF 不在で債務再編が可能なのか」について考察してみたい。

結論としては、「条件によっては可能」である。

特にベネズエラのような原油収入が期待できる国の場合、一般的な国と状況が異なる。

一般的な国家であれば、対外債務の返済原資は税収であり、政府の財政収支を整えることが重要になる。

そのため、IMF による、

- ・ 財政再建
- ・ 補助金削減
- ・ 為替制度改革
- ・ 金融引き締め

などの指導が重要になる。

POINT

原油収入を返済原資とするベネズエラは税収を返済原資とする一般国と状況が異なる。

返済で重要なのは、「財政収支の均衡」よりも「石油産業回復プランの実現可能性」。

市場が納得し、信頼を得られる内容であれば、IMF の協力が無くても合意は可能。

一方、ベネズエラの場合、返済原資の中心は税収ではなく石油輸出である。極端に言えば、財政収支を改善するよりも、「石油産業をどこまで回復させられるか」の方が重要になる。

その意味で、ベネズエラが債務を返済できるかどうかは IMF の財政指導よりも石油産業回復ロードマップの実現可能性が重視される面は否定できない。

次に重要なのは、IMF は「返済の信頼性を高める存在」ではあるが、「返済を保証する存在」ではないという点である。

逆に言えば、市場に対して将来的な返済可能性を説得できれば、IMF 不在でも債務再編が成立する余地はある。

この信頼性を高めるため、暫定政権は原油価格や石油生産量に連動したワラント型の債務再編案を提示する可能性があり、これが債権者との合意を後押しするかもしれない。

考えられる条件として、外貨建て債券保有者については、

「額面＋延滞利息を含めた債務総額の 50%（半分）の減免」

「10年間返済を据え置き、10年後から利息（年利 2～3%）を支払い、30年経過後に元本を返済」

「ブレント価格が 70 ドル／バレル超になった場合、利息 1% 上乘せ」

「ブレント価格が 80 ドル／バレル超になった場合、利息 2% 上乘せ」

などが考えられる。

つまり、最初の 10 年間は国内経済と石油産業立て直しに資金が必要なので、返済を猶予してもらい、10 年目以降から利払いを開始する条件。

現在のベネズエラ国債の市場価格が 50～60%、PDVSA 債は 40～50% で取引されており、市場が一定規模の元本減免を織り込んでいる可能性を示唆している。また、原油ワラント型にすることで、原油価格の動向に応じて更なる利益の積み増しが狙えると考えれば、合意可能な条件かもしれない。

ただし、IMF 関与の有無もさることながら、米国の経済制裁下で債務再編の信頼性を高めることができるかは大いに疑問がある。結局のところ、債権者の信頼を最も損ねているのは IMF の有無よりも制裁そのものにあるという側面は否定できない。

4. ベネズエラ債券・経済指標の増減(5月15日時点)

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	60.45	62.45	61.45	3.54
2018-II	13.625	2018/8/15	60.40	62.15	61.28	2.47
2018	7	2018/12/1	46.20	47.65	46.93	1.35
2019	7.75	2019/10/13	47.65	49.15	48.40	△ 0.05
2020	6	2020/12/9	45.80	47.30	46.55	0.38
2022	12.75	2022/8/23	58.25	59.70	58.98	0.77
2023	9	2023/7/5	51.65	53.10	52.38	0.38
2024	8.25	2024/10/13	49.55	51.05	50.30	0.15
2025	7.65	2025/4/21	49.05	50.45	49.75	0.66
2026	11.75	2026/10/21	58.95	60.10	59.53	0.00
2027	9.25	2027/9/15	54.15	55.35	54.75	0.55
2028	9.25	2028/5/7	52.80	54.10	53.45	0.71
2031	11.95	2031/8/5	59.00	60.25	59.63	0.29
2034	9.375	2034/1/13	53.95	55.15	54.55	0.51
2038	7	2038/3/31	49.25	50.60	49.93	0.66
電力債 2018	8.5	2018/4/10	38.70	40.50	39.60	4.42

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	103.25	104.45	103.85	0.05
2021	9	2021/11/17	47.25	49.05	48.15	1.05
P 2022	12.75	2022/2/17	54.00	55.00	54.50	2.01
D 2022(N)	6	2022/10/28	38.95	39.75	39.35	4.72
V 2024	6	2024/5/16	40.40	40.95	40.68	△ 0.55
S 2026	6	2026/11/15	40.45	41.20	40.83	0.31
A 2027	5.375	2027/4/12	39.55	40.45	40.00	△ 0.06
2035	9.75	2035/5/17	48.50	49.35	48.93	△ 0.56
2037	5.5	2037/4/12	39.65	40.55	40.10	0.44

	百万ドル	先週比
外貨準備	13,282	△ 1.32

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	517.96	3.50
並行レート(Binance)	695.51	6.88

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

解説

ベネズエラ債は、全体的に先週から微増となった。

暫定政権が債務再編プロセスの正式発表を行った日のベネズエラ債は国債・PDVSA社債ともに微増となった。

債務再編プロセスの開始が正式に発表されたこと自体は市場にとってプラスではある。

しかし、その内容はIMF不在を匂わせるものとなっており、市場が提案の実現可能性に疑念を持っている様子が伺える。

なお、5月末にはIMFの代表団がベネズエラを訪問する予定となっている。

2026年6月のDSA提案がIMF主導になる可能性は低いですが、この訪問を通じて、何らかの形で関与する可能性は否定できない。

以上