

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
 - (1) 与党陣営の動き
～MCM 氏の捜査開始 逮捕状発行か～
..... 1p
 - (2) 野党陣営の動き
～MCM 氏 12月1日に抗議行動～
..... 3p
 - (3) 外国の動き
～米 ゴンサレス候補は当選大統領～
..... 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. 米国の経済制裁と石油輸出額の関係
..... 6p
 3. 2025年のベネズエラ石油産業と経済成長率
..... 9p
-
- ### 債券指標の動き
4. 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) Shutterstock

“MCM 氏 拘束圧力高まる中、12月1日に抗議行動呼びかけ”

一週間のまとめ(2024年11月17日～11月23日)

(1) 与党陣営の動き ～MCM 氏の捜査開始 逮捕状発行か～

11月22日 検察庁は、野党のリーダーであるマリア・コリナ・マチャド氏(以下、MCM)に対して、「祖国の裏切り(刑法128条)」「外国との共謀(刑法132条)」「犯罪組織の結成(犯罪組織法37条)」の抵触を理由に起訴する方向で捜査を開始すると発表した。

今回の発表は、11月18日に米国下院議会で可決された「ベネズエラの非合法政権との取引・貸与オペレーション禁止法案(通称、ポリバル法)」が理由。

POINT

米国下院 ポリバル法

を承認。米国政府系組

織がマドゥロ政権と取

引関係のある個人・法

人と取引することを禁

止。

検察庁 ポリバル法の

成立を支持した MCM

氏について「祖国への

裏切り」「外国との共

謀」「犯罪組織の結成」

を理由に起訴する方向

で捜査を開始。

検察庁は、ポリバル法について「MCM 氏を中心とする極右グループの支持により承認された法律」と指摘。「ラテンアメリカの解放者であるシモン・ポリバルの名前を汚す行為であり、ベネズエラ国民への違法な制裁を強化する趣旨の法律」と批判している。

なお、このポリバル法は「米国政府および政府系機関がマドゥロ政権およびベネズエラ政府系企業と取引関係のある個人・法人と取引することを禁止する法律」である（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1144](#)」）。

実際のところ、米国政府はマドゥロ政権および政府系企業との取引を制裁で禁止しており、ポリバル法が発行したことで特筆するような変化は生じないとの意見が多く、シンボリックな法律に過ぎないと言えそうだ。

ただし、これまで「制裁」は「行政命令」で取引を禁止していたのに対して、「ポリバル法」は、「法律」で取引を禁止するもので、法的にもマドゥロ政権およびベネズエラ政府系企業との取引が禁止されたという意味では新しい動きとも言える。

24年8月 マドゥロ政権はエドムンド・ゴンサレス候補に対して「偽の投票結果を公表した」との理由で捜査を開始し、逮捕状を発行。これを受けて、ゴンサレス候補は9月にスペインへ亡命した。

現時点で MCM 氏に対する逮捕状は出ていないが、今回の流れを受けて逮捕状の発行は時間の問題になりそうだ。ゴンサレス候補と同様に MCM 氏も外国に亡命する可能性はあるだろう。

なお、マドゥロ大統領・ロドリゲス副大統領は「MCM は既にコロンビアに逃亡している」と指摘している。

MCM 氏はこの指摘を否定しているが、8月末から所在不明なままオンライン上でしか彼女の姿を確認することができず、外国に移動している可能性も否定できない。

POINT

カベジヨ内務司法相、
MCM 氏らがスリア州
でテロを計画と発表。

MCM 氏 12月1日
に抗議行動を呼びか
け。

米国ブリンケン国務長
官 「ゴンサレス候補
がベネズエラの当選大
統領」との見解を表明。

(2) 野党陣営の動き ～MCM 氏 12月1日に抗議行動～

11月23日 ディオスダート・カベジヨ内務司法相は、「極右グループが、スリア州の石油産業・電力施設への攻撃を画策していた」と発表。同計画に関与したとされる元判事、元検事、元軍人らを逮捕したと説明。この計画にはMCM 氏を含む反政府勢力が関与しているとの見解を示した。

なお、11月11日にはモナガス州エスキエル・サモラ市 Punta de Mata 地区にある PDVSA の「Operativo Muscar コンプレックス」のガスダクトにて火災が発生。マドゥロ政権は、この火災についてもテロリストの仕業と主張しており、攻撃を仕掛けた11名を逮捕したと発表している（（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1141](#)」「[No.1144](#)」）。同施設の火災を受けて、火力発電施設への天然ガス供給が停止し、ヌエバエスパルタ州で深刻な電力不足が起きている。前述したカベジヨ内務司法相の訴えは、モナガス州の一件の流れの中で行われているものと思われる。

この訴えを受けて、MCM 氏は「12月1日に世界中で抗議行動を行う」と発表。現時点ではどのような抗議行動を行うのかは不明だが、メディア報道を見る限り、これまでと同様に外国での抗議行動が中心になりそうな印象がある。

(3) 外国の動き ～米 ゴンサレス候補は当選大統領～

11月19日 米国のブリンケン国務長官は、ソーシャルメディアにて、「ベネズエラ国民は、7月28日に行われた大統領選にて、エドムンド・ゴンサレス氏が当選大統領（Presidente Electo）であると明確に表明した」「民主主義は、有権者の意志の尊重を求める」と投稿した。

これまで米国政府は「ベネズエラの大統領選は、ゴンサレス候補が勝利した」との認識は示していたが、「ゴンサレス氏が当選大統領である」と表明したのは今回が初めて。2025年1月以降の米国政府の対ベネズエラ方針について、これまでよりも一歩踏み込んだ見解の表明と言える。

米国政府の発表を受けて、イタリア・アルゼンチン・エクアドル政府が「ゴンサレス氏が当選大統領」との認識を発表したが、これら3カ国は以前から同様の見解を表明しており、新たな表明とは言えない。なお、欧州連合（EU）と日本については、ベネズエラの大統領認識について見解発表を留保している。

（４）今週、来週の主なイベント

前号「[カントリーリスク・レポート No.382](#)」にて、大統領選後の抗議行動で拘束された一般人100名超が解放されたと説明したが、サブ検事総長は「225名を解放した」と発表した。今も1500名超の拘束者がいるとされており、クリスマスを前に更に拘束者が解放される可能性はありそうだ。

また、コロンビアでは、ベネズエラ石油化学公社「Pequiven」が100%の株式を所有するコロンビアの肥料会社「Monómeros」の売却議論が問題になっている。

米国大統領選でトランプ候補が当選したことを受けて、マドゥロ政権は25年1月10日までに Monómeros を売却しようという検討が進んでいるが、ペトロ政権が自国農業（食料安全保障）にとって重要な企業である Monómeros の売却に反対を表明している。この流れの中、コロンビアの法人監督局は Monómeros の監査を実施すると発表。売却の流れを引き留めようとしているようだ。

表： 11月17日～11月23日に起きた主なイベント

日付			内容
11月	17日	日	大統領選後の拘束者225名解放される
	18日	月	米国下院 ポリバル法を可決 コロンビアの法人監督局 Monómerosに監査を実施
	19日	火	米国国務長官 ゴンサレス候補が当選大統領との見解を表明
	20日	水	
	21日	木	
	22日	金	検察庁 「祖国の裏切り」などを理由にMCM氏の捜査開始を発表
	23日	土	

表： 11月24日～12月1日に予定されている主なイベント

日付			内容
11月	24日	日	
	25日	月	
	26日	火	
	27日	水	
	28日	木	弊社セミナー「大統領選を受けたベネズエラの現在と今後の見通し」
	29日	金	
	30日	土	
12月	1日	日	MCM氏による抗議行動

(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（11月22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	1,450.2	3,945.2
	国債24	24年10月13日	8.25%	4/13 10/13	2,495	1,543.8	4,038.8
	国債25	25年4月21日	7.65%	4/21 10/21	1,600	979.2	2,579.2
	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	1,260.0	3,260.0
	国債28	28年5月7日	9.25%	5/7 11/7	2,000	1,387.5	3,387.5
	国債18	18年12月1日	7.00%	6/1 12/1	1,000	490.0	1,490.0
	国債20	20年12月9日	6.00%	6/9 12/9	1,500	630.0	2,130.0
	国債34	34年1月13日	9.38%	1/31 7/13	1,500	984.4	2,484.4
	国債31	31年8月5日	11.95%	2/5 8/5	4,200	3,513.3	7,713.3
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	286.1	586.1
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	717.2	1,469.2
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	2,677.5	5,677.5
	国債27	27年9月15日	9.25%	3/15 9/15	4,000	2,590.0	6,590.0
	国債38	38年3月31日	7.00%	3/31 9/31	1,250	612.5	1,862.5
グレースピリオド満了未払					31,092	21,413.0	52,505.0
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	2,025	6,525.0
	PDVSA24	24年5月16日	6.00%	5/16 11/16	5,000	2,250	7,250.0
	PDVSA21	21年11月17日	9.00%	5/17 11/17	2,394	1,616	4,010.0
	PDVSA35	35年5月17日	9.75%	5/17 11/17	3,000	2,194	5,193.8
	PDVSA220	22年2月17日	12.75%	2/17 8/17	3,000	2,869	5,868.8
	PDVSA27	27年4月12日	5.38%	4/12 10/12	3,000	1,209	4,209.4
	PDVSA37	37年4月12日	9.75%	4/12 10/12	1,500	1,097	2,596.9
	PDVSA22	22年10月28日	6.00%	4/28 10/28	3,000	1,440	4,440.0
	PDVSA20	20年10月27日	8.50%	4/27 10/27	1,684	1,145	2,828.8
グレースピリオド満了未払					27,078	15,844.7	42,922.5
	電力債18	18年4月10日	8.50%	4/10 10/10	650.0	386.8	1,036.8
グレースピリオド満了未払					650.0	386.8	1,036.8
合計					58,820	37,644	96,464

（出所）Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

「2025年のベネズエラの経済予想」＝「2025年のベネズエラ石油産業の予想」

「25年のベネズエラ石油産業を予想すること」＝「25年の産油量と原油価格を予想すること」

2. 米国の経済制裁と石油輸出額の関係

ベネズエラ経済の浮き沈みは石油産業の状況に大きく依存する。

原油輸出により十分に外貨を確保できれば、その外貨を民間セクターに流すことで国内経済は潤う。逆に十分な外貨を確保できなければ、経済は動かなくなる。ベネズエラにとって石油産業とは経済の潤滑油そのものである。

従って、「2025年のベネズエラ経済を予見すること」は、「2025年の石油産業がどのようになるかを予見すること」と言っても過言ではない。

そして、ベネズエラの石油産業を左右する主な要因は、「産油量（原油輸出量）」と「原油価格」である。

原油価格については、国際情勢に大きく依存するため、ベネズエラ一国でどうにかできる問題ではなく予想は容易ではないが、「産油量（原油輸出量）」についてはベネズエラ側で予想することが可能な項目と言える。

そして、「2025年のベネズエラの産油量（原油輸出量）がどのようになるか」を予想することは「米国がベネズエラへの経済制裁を強化するかどうか」を考えることに近い。

これまで、「[カントリーリスク・レポート No.382](#)」にて、「経済制裁がベネズエラの原油価格に与えた影響」について考察した。また、「[ウィークリーレポート No.382](#)」にて、「経済制裁がベネズエラの産油量に与えた影響」についても考察した。

今回は、これらの考察をベースに「経済制裁がベネズエラ石油セクターの輸出に与えた影響」を確認し、2025年の原油輸出額について予想してみたい。

次ページのグラフは「ベネズエラの石油・非石油部門別輸出額と原油価格（2000年～2024年）」である。

なお、ベネズエラ政府当局は2018年を最後に輸出統計の公表を停止している。そのため、2019年以降の石油輸出額についてはOPECが公表している予測値を参考としている。

POINT

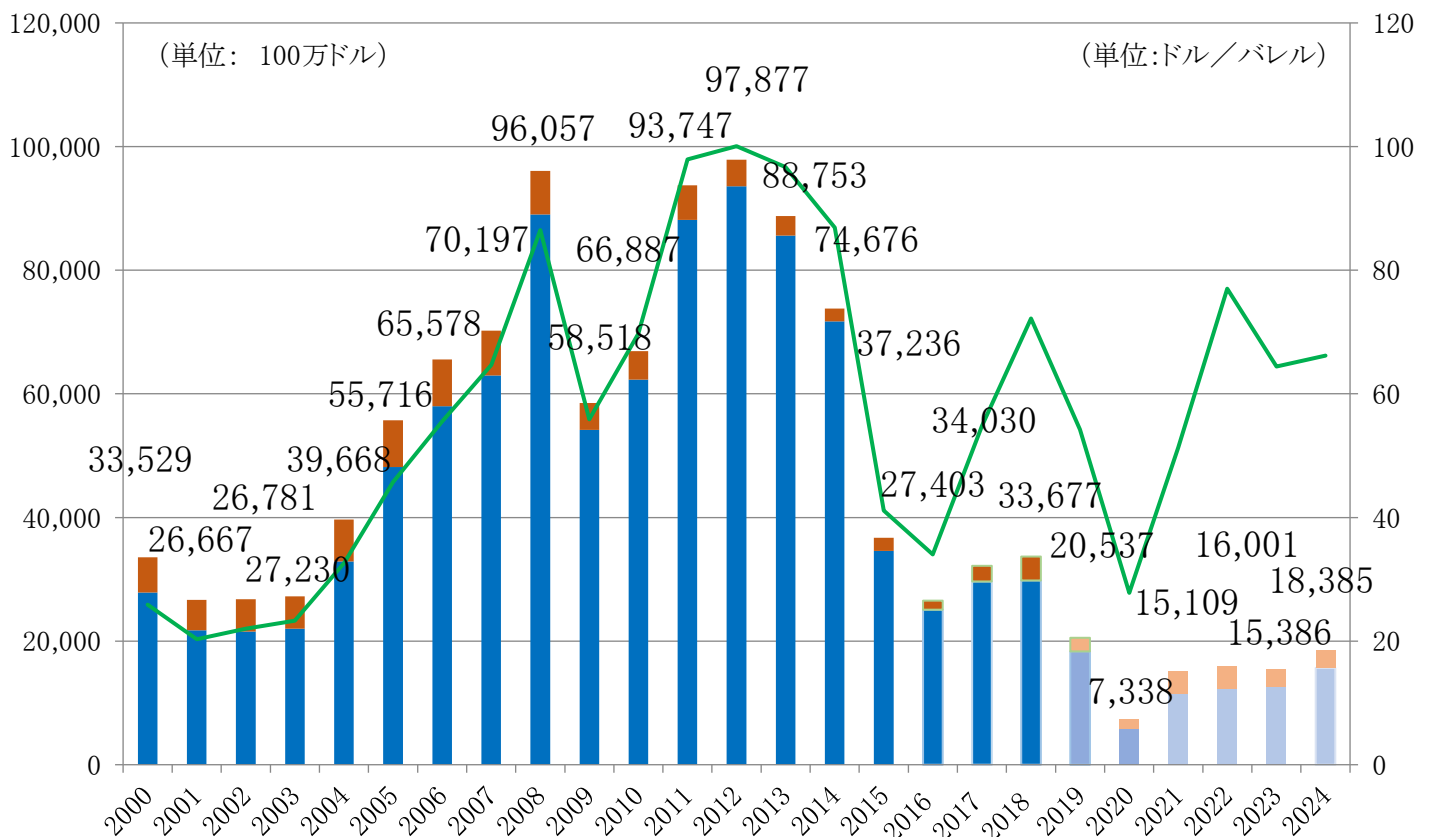
2024年1～10月 の PDVSA 売上額は 1 28億ドル?

ただし、2024年のみメディアの情報(24年1～10月のPDVSA売上額は128億ドル)を参考に12カ月分の輸出額を記載している(「ベネズエラ・トゥデイ No.1145」)。

過去に何度か説明しているのですが簡単な説明に留めるが、米国政府は2017年8月にベネズエラ政府・PDVSAなど政府機関に金融制裁を発動。2019年1月に石油産業に対して経済制裁を科した。その後、2020年にはインド・スペインなど他国に対しても制裁順守を要請。

米国政府の一連の対応はPDVSAのオペレーションに著しい影響を及ぼし、2017年には日量34万バレル減、18年～20年の3年間は毎年、産油量が日量50万バレルずつ減。16年に日量237万バレルだった産油量は20年には同57万バレルまで減少した(「ウィークリーレポート No.382」)。

グラフ:ベネズエラの石油・非石油部門別輸出額と原油価格(2000年～2024年)



(出所) ベネズエラ中央銀行、IMF、OPEC、ベネズエラ石油省、現地メディア
 (注) 2019年以降の輸出額はOPEC予測値(24年のみメディア記事参考)
 原油価格は2008年までベネズエラ原油バスケット価格、09年からMerey原油

■ 石油部門 ■ 非石油部門
 — 原油価格(右軸)

POINT

米国の制裁を受けて2017年～20年までベネズエラの原油輸出量は減少。

21年から原油輸出量は回復傾向。

2020年には73.4億ドルだった輸出額は23年に153.9億ドルと約2倍に増加。

経済制裁の影響により2017年以降、産油量および輸出量は減少していったが、2017年、18年は原油価格が上昇したことで輸出量の減少を相殺。2017年の輸出額（非石油部門含む）は340.3億ドル、18年は336.8億ドルとなった。

しかし、19年、20年と原油価格が急落。これにより原油輸出量の減少の影響が大きく露見することになり、19年の輸出額は205.4億ドル、20年は73.4億ドルまで減少した。

その後、2021年にバイデン政権が対ベネズエラ方針を緩和したことで、産油量減少に歯止めがかかる。加えて、原油価格の回復もあり、21年の輸出額は151.1億ドル、22年は160億ドルとなった。

2023年もベネズエラの産油量および輸出量は回復傾向が続いたものの原油価格の影響を受けて、23年の輸出額は153.9億ドル。

2024年は原油価格および産油量（輸出量）の回復に加えて、米国が石油産業への制裁を一時的（23年11月～24年5月）に緩和したこともあり、ベネズエラ産原油の販売価格が上昇（[「カントリーリスク・レポート No.382」](#)）。2024年の輸出額は183.9億ドル前後になる見通しだ。

POINT

3. 2025年のベネズエラ石油産業と経済成長率

次に2025年のベネズエラの石油部門について考察してみたい。

「[ウィークリーレポート No.382](#)」にて紹介している通り、多くの専門家が第2期トランプ政権の対ベネズエラ方針の路線変更の可能性について指摘している。筆者もそうなることを望んでいるが、個人的にはこれらの予想は希望的観測を含めた楽観的な見通しだと考えている。

トランプ政権2期目の

基本路線は制裁回帰

（一部の制裁再開）か。

反マドゥロ政権の急先鋒であるマルコ・ルビオ議員の国務長官抜擢。バイデン政権が行ってきた制裁緩和政策に対するトランプ次期大統領の否定的な発言や、伝統的な共和党の反社会主義的イデオロギーなどを踏まえると圧力回帰が基本路線ではないだろうか。

「圧力回帰（一部の制裁再開）」を現実的なシナリオとした上で、「楽観的なシナリオ（現状の対ベネズエラ政策維持）」と「悲観的なシナリオ（最大限の圧力政策を実施）」の原油輸出量・輸出額を予想したのが下表になる。

2025年	産油量 千バレル/日	原油・同製品 輸出量 千バレル/日	原油価格 ドル/バレル	想定される 原油輸出額 百万ドル	非石油部門 輸出額 百万ドル	総輸出額 百万ドル	GDP 増減率 %
楽観的	1,000	972	80	18,790	2,833	21,623	4.5
現実的	727	707	65	13,587	2,833	16,421	△ 5.0
悲観的	636	619	40	8,807	2,833	11,640	△ 15.0

2024年	909	884	66.2	15,659	2,833	18,492	6.1
2023年	782	750	60.7	12,581	2,805	15,386	3.5
2022年	717	610	77.0	12,299	3,702	16,001	14.3
2021年	635	520	51.3	11,495	3,614	15,109	△ 2.2
2020年	553	560	27.8	5,738	1,600	7,338	△ 33.5
2019年	1015	940	54.2	18,335	2,202	20,537	△ 27.7

（出所）産油量・原油輸出量はOPEC、24年はメディア報道、原油価格はOPEC（Merey原油）

GDP成長率は国連開発計画（UNDP）、原油輸出額は全て予測値

非石油部門の輸出額（2019年～23年）はITCデータベースを参照

2025年の数字は全て筆者の予測値

POINT

筆者の認識では、2025年の現実路線（一部の制裁強化）では、2025年のベネズエラの原油輸出額は24年よりも20億ドルほど少ない135.9億ドル。非石油部門の輸出を含めて164.2億ドルである。

また、「悲観的なシナリオ（最大限の圧力政策の再開）」で且つ原油価格が大きく崩れた場合、2025年のベネズエラの原油輸出額は24年よりも70億ドル近く少ない88.1億ドル。非石油部門の輸出を含めて116.4億ドル。

米国の対ベネズエラ方針と原油価格に応じて、25年のベネズエラの原油輸出額は88.1億ドル～187.9億ドルまで変動する可能性。

「楽観的なシナリオ（現状の対ベネズエラ政策維持）」で且つ原油価格が更に上昇した場合、2025年のベネズエラの原油輸出額は24年よりも30億ドル超多い187.9億ドル。非石油部門の輸出を含めて216.2億ドルになると考えている。

この前提で2025年のGDP成長率は、前年比5.0%のマイナスが現実的なラインで、仮に現在の制裁方針が維持されるのであれば同4.5%のプラス成長が可能。最大限の圧力政策が再開された場合、同15%のマイナス成長に陥るリスクがあると思われる。

上記はあくまで現時点で収拾できる情報をベースにした予想である。

トランプ次期大統領が当選後に対ベネズエラ方針について言及したことはない。もし「マドゥロ大統領とディールを行いたい」などマドゥロ政権をベネズエラ政府と認識し、交渉を求めるようなサプライズ発言をサラッとしたとすれば、この予想は大きく楽観的な方向に触れるだろう。債務再編への期待感も高まり、債券価格が回復することも期待できる。

25年のGDP成長率は前年比△15%～4.5%まで変動する可能性。

ただし、この発言は野党グループ（特にMCM氏陣営）に極めて大きな失望を与えることになる。

ベネズエラの未来は米国的手中にあり、トランプ次期大統領の采配により如何様にも変わる。引き続き、今後のトランプ次期大統領の発言に注目する必要がある。

4. ベネズエラ債券・経済指標の増減（11月22日時点）

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	15.15	18.65	16.90	△ 0.73
2018-II	13.625	2018/8/15	16.3	17.5	16.90	1.05
2018	7	2018/12/1	10.7	11.9	11.30	△ 1.74
2019	7.75	2019/10/13	11.6	12.8	12.20	△ 1.01
2020	6	2020/12/9	10.95	12.1	11.53	△ 3.15
2022	12.75	2022/8/23	14.15	15.55	14.85	△ 2.46
2023	9	2023/7/5	12.7	14	13.35	△ 2.73
2024	8.25	2024/10/13	12.7	13.95	13.33	△ 1.48
2025	7.65	2025/4/21	12.5	13.8	13.15	△ 2.23
2026	11.75	2026/10/21	14.25	15.55	14.90	△ 3.25
2027	9.25	2027/9/15	14.3	15.6	14.95	△ 2.76
2028	9.25	2028/5/7	13.3	14.65	13.98	△ 2.27
2031	11.95	2031/8/5	13.95	15.15	14.55	△ 3.64
2034	9.375	2034/1/13	14.95	16.25	15.60	△ 3.11
2038	7	2038/3/31	12.45	13.75	13.10	△ 5.24
電力債 2018	8.5	2018/4/10	6.75	9	7.88	△ 2.48

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	85.85	87.55	86.70	△ 3.05
2021	9	2021/11/17	9.9	10.85	10.38	△ 2.12
P 2022	12.75	2022/2/17	10.45	11.55	11.00	△ 2.44
D 2022(N)	6	2022/10/28	7.35	8.7	8.03	△ 3.31
V 2024	6	2024/5/16	8.85	10.15	9.50	△ 6.17
S 2026	6	2026/11/15	9	10.15	9.58	△ 4.73
A 2027	5.375	2027/4/12	8.85	10.1	9.48	△ 6.88
2035	9.75	2035/5/17	10.2	11.5	10.85	△ 5.65
2037	5.5	2037/4/12	9.35	10.45	9.90	△ 3.41

	百万ドル	先週比
外貨準備	10,179	△ 0.31

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	46.62	1.81
並行レート	56.50	6.22

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

解説

一部債権を除いてベネズエラ公社債（国債・PDVSA社債）は、2週連続で先週比マイナスとなった。

米国政府のブリンケン国務長官が、ベネズエラ大統領選に出馬した野党統一候補のエドムンド・ゴンサレス候補について「当選大統領」との認識を示したことで、米国下院議会で「ポリバル法」が承認されたことが債券市場でネガティブに評価されたことが要因とされる。

また、為替レートについては、並行レートが大きくポリバル安に傾き、公定レートとの乖離が拡大した。

以上