

今週のテーマ

- 1. 一週間のまとめ
 - (1) 与党陣営の動き
～拘束者交換を機に米国との関係前進～
..... 1p
 - (2) 野党陣営の動き
～7月28日に外国で抗議行動実施～
..... 3p
 - (3) 外国の動き
～トランプ政権 Chevron 再開承認～
..... 3p
 - (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. 中国のマレーシアからの
原油・石油製品輸入が増加
..... 7p
- 3. マレーシアの貿易統計からみる
中国による制裁回避規模
..... 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

一週間のまとめ (2025年7月20日～7月26日)

(1) 与党陣営の動き ～拘束者交換を機に米国との関係前進～

前号「カントリーリスク・レポート No.416」で紹介した通り、トランプ政権とマドゥロ政権は拘束者の交換取引で合意。

これにより、トランプ政権はエルサルバドルの犯罪者収容施設 Cecot に収容されていたベネズエラ人252人を解放。

一方、マドゥロ政権はベネズエラで拘束していた米国人10人を全員解放。かつベネズエラの政治犯とされる約80人(正確な人数は不明)を解放した。米国人10名が解放されたことで、現在ベネズエラ国内の刑務所に収容されている米国人はゼロになった。

なお、10人の中にはスペインで女性3人を殺害した米国人も含まれているようで、一般犯罪者も米国へ引き渡されたことになる。

POINT

**マドゥロ政権 ブケレ
政権による拘束者への
人権侵害を訴え。**

なお、米国へ送還された殺人者は米国とベネズエラの二重国籍保有者である。

今回の拘束者交換について、マドゥロ政権は、トランプ政権に感謝を示す姿勢を見せており、トランプ政権への批判は極力抑えている。一方、ベネズエラ人収容を受け入れたエルサルバドルのブケレ政権については極めて敵対的な姿勢を示している。

**トランプ政権・マドゥ
ロ政権 拘束者の交換
取引を機に関係前進。**

7月23日 サアブ検事総長は、Cecot から解放されたベネズエラ人の証言映像を公表し、拘束者が Cecot で拷問や虐待的な扱いを受けていたと主張。ブケレ大統領および同国の司法相、刑務所総長らに対して、人権侵害の捜査を行うと発表した ([「ベネズエラ・トゥデイ No.1246」](#))。

これに対して、ブケレ大統領は人権侵害の訴えを拒絶。

解放された252人の中で、送還用の飛行機に自分の足で上ったが、飛行機を降りる際には足を負傷したふりをして飛行機を降りている人物がいたと指摘。マドゥロ政権が人権侵害を捏造していると訴えた。

**Chevron のベネズエラ
事業再開を許可。米国
に残っていたベネズエ
ラ児童を送還。**

また、7月25日にはトランプ政権が「ベネズエラに拘束されていた人々の多くは拷問あるいは虐待的な扱いを受けていた」と発表 ([「ベネズエラ・トゥデイ No.1247」](#))。マドゥロ政権側の訴えと同じような内容の主張をした。

ただし、両政府の交渉が暗礁に乗り上げることはなく、両親と引き離され、米国で拘束されていたベネズエラ人児童はベネズエラに送還されており、後述するがトランプ政権は Chevron の事業再開を承認した。

**外交官再派遣について
も協議。**

また、外交官の再派遣についても協議を進めているという。

2019年、トランプ政権(1期目)は、グアイド暫定政権をベネズエラの正当な政府と認識した。これを受けて、マドゥロ政権とトランプ政権の外交関係が断絶し、両国政府は外交官の引き上げを決定。大使館・領事館は閉鎖した(米国にあるベネズエラ大使館はグアイド暫定政権が使用していたが、2022年に暫定政権が解散したことで現在は使用されていない)。

外交官の再派遣は、トランプ政権がマドゥロ政権の外交官を受け入れるということになり、米国が正式にマドゥロ政権をベネズエラ政府と認識すると理解されかねない。実現すれば、野党側にとって大きな痛手となるだろう。

POINT

MCM 氏 7月28日

(ベネズエラ大統領選
から1年)に外国で抗
議行動の実施を呼びか
け。

Chevron の制裁ライセ
ンス失効後も中国企業
らの活動によりベネズ
エラの産油活動は減少
せず。

(2) 野党陣営の動き ～7月28日に外国で抗議行動を実施～

上記の通り、一時はマドゥロ政権への圧力を強めていたトランプ政権だが、拘束者の解放を機に再び現実路線へのシフトが見られる。

外国政府に対して、マドゥロ政権への圧力を強めるよう求めているマリア・コリナ・マチャド氏 (MCM) のグループにとって望ましくない方向に流れている。

MCM 氏は今後の方針が見えず、現状を打開するような具体的な動きは確認できない。

直近では MCM 氏は7月28日に外国に住む支持者に対して抗議行動を実施するよう呼び掛けている。

一年前の2024年7月28日は、ベネズエラで大統領選が行われた日であり、MCM 氏のグループにとっては「野党統一候補に選ばれたエドムンド・ゴンサレス候補が勝利したにも関わらず、マドゥロ政権が国民の信託に背いた日」ということになる。

ただし、現地メディアでのこの抗議行動の呼びかけについての扱いは非常に小さく、認知度も期待度も低い。この抗議行動をきっかけに何かが変わるといえる可能性は低いだろう。

(3) 外国の動き ～トランプ政権 Chevron 再開承認～

今週の最も大きな出来事は、トランプ政権が Chevron に対してベネズエラで事業を再開することを許可したことだろう。

トランプ政権は5月27日に制裁ライセンス No.41 を失効させ、Chevron に対してベネズエラ国内で産油活動やベネズエラ産原油の輸出を禁止した。

同ライセンスの失効から2カ月が経過したが、マドゥロ政権は「生産委託契約 (CPP)」の枠組みで中国など外国企業に Chevron 撤退の空白を埋めさせており、少なくともこの2カ月は産油量が減少しなかった。

POINT

Chevron の制裁ライセンス失効は結果的に中国に有利に働く。

方針変更の必要からか Chevron の事業再開を許可。

新たな制裁ライセンスは非公開だが、報道によると既存の制裁ライセンスと似た内容。

また、これまで米国へ輸出されていたベネズエラ産原油は全て中国が輸入しており、ベネズエラの原油輸出にも目立った減少はなかった。むしろ、制裁を受けてディスカウントを余儀なくされたベネズエラ産原油を中国が購入できるようになり、トランプ政権にとって敵国である中国に塩を送るような状況になっていた。

このような状況もあってか、最終的にトランプ政権はマドゥロ政権と、Chevron の事業再開で合意した。

なお、今回は制裁ライセンス No.41 を発行し、Chevron の事業再開は対外的に発表されたが、今回は非公開形式の制裁ライセンス発行になる。

また、7月25日にマドゥロ大統領が「Chevron は、米国政府からベネズエラでの事業再開ライセンスの発行を受けたとデルシー・ロドリゲス副大統領に通知した」と発表しており、制裁ライセンスは発行済みと理解できる。

前述の通り、今回の制裁ライセンスは非公開形式なので、今後 Chevron がどのような活動まで可能なのか、何が禁止されているのかなど具体的な内容を確認することはできない。

しかし、報道を見る限り、5月27日以前に Chevron が活動していた内容と同じ条件と思われる。

つまり、Chevron は PDVSA に対して金銭的な支払いをすることはできず、ベネズエラ原油輸入の代金は、石油製品（希釈材など）を輸出することで相殺あるいは Chevron の債権回収に回るといったもの。

それでも、Chevron がベネズエラで活動を再開すれば、Chevron はマドゥロ政権に直接ではなくても間接的にベネズエラに資金を投下する。両替市場に外貨が流れ、ベネズエラ経済にプラスの影響が出る。石油製品が調達できることもベネズエラにとってメリットがあるだろう。

経済団体・経済専門家らは、一様に今回の Chevron の活動再開をポジティブに受け取る見解を表明している。

(4) 今週、来週の主なイベント

7月27日はベネズエラにて全国市長・市議会議員選が行われる。

また、このタイミングで、「コミュン」で実施する社会プログラムを決定する選挙が行われる。

コミュンとは、マドゥロ政権が進めている地方自治システムで、州や市よりも細かい行政単位になる。

マドゥロ政権は、各コミュンが自律的に政治に参加する仕組みづくりを進めており、今回の選挙により各コミュンで実施する社会プログラムを決める。なお、マドゥロ政権は、各コミュニティの社会プログラムに予算を割り当てて、地域活動を支援する。

聞こえは良いが、これは州や市の運営に政府が直接介入する行為であり、憲法上問題がある。

また、結果的にマドゥロ政権が各コミュンの代表を決めることになり、マドゥロ政権による地域コントロールが強化されることになり、野党側はコミュン基盤の強化に反対している。

表： 7月20日～7月26日に起きた主なイベント

日付			内容
7月	20日	日	
	21日	月	
	22日	火	
	23日	水	
	24日	木	全国市長・市議会議員選の選挙キャンペーン終了
			シモン・ボリバル生誕記念日
	25日	金	マドゥロ大統領 Chevronのベネズエラでの事業再開を発表
	26日	土	

表： 7月27日～8月3日に予定されている主なイベント

日付			内容
7月	27日	日	全国市長・市議会議員選およびコミュン選挙当日
	28日	月	MCM氏 外国での抗議行動実施を呼びかけ
	29日	火	
	30日	水	
	31日	木	
8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（7月25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	1,546.9	4,041.9
	国債24	24年10月13日	8.25%	4/13 10/13	2,495	1,646.7	4,141.7
	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	2,291.3	5,291.3
	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	3,764.3	7,964.3
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	306.6	606.6
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	768.5	1,520.5
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	2,868.8	5,868.8
	国債27	27年9月15日	9.25%	3/15 9/15	4,000	2,775.0	6,775.0
国債38	38年3月31日	7.00%	3/31 9/31	1,250	656.3	1,906.3	
グレースピリオド満了未払					31,092	23,114.5	54,206.5
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	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	3,060	6,060.0
	PDVSA27	27年4月12日	5.38%	4/12 10/12	3,000	1,290	4,290.0
	PDVSA37	37年4月12日	9.75%	4/12 10/12	1,500	1,170	2,670.0
	PDVSA22	22年10月28日	6.00%	4/28 10/28	3,000	1,530	4,530.0
	PDVSA20	20年10月27日	8.50%	4/27 10/27	1,684	1,217	2,900.3
グレースピリオド満了未払					27,078	16,890.2	43,968.0
電力債18	18年4月10日	8.50%	4/10 10/10	650.0	414.4	1,064.4	
グレースピリオド満了未払					650.0	414.4	1,064.4
合計					58,820	40,419	99,239

(出所) Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

中国 マレーシアからの原油・石油製品の輸入額が10年間連続で増加。

2015年の57.7億ドルから2024年には516.4億ドルに。

2. 中国のマレーシアからの原油・石油製品輸入が増加

「[ウィークリーレポート No.415](#)」にて、米国の経済制裁を回避する原油取引について紹介した。

当時のレポートでも触れたとおり、ベネズエラの原油は、海上で受け渡され、別の国の原油（特にマレーシア）に変えて最終的に中国へ輸出されている。

本稿では、中国のマレーシアからの原油輸入がどのようになっているのかを両国の統計から確認してみたい。

次ページの表は、国際貿易統計データベース「International Trade Center (ITC)」が公表している中国によるマレーシアからの主要輸入品の輸入額推移（2015年～24年）である（元データは中国統計当局）。

同データによると、中国が最も多く輸入している輸入品目は「鉱物性燃料・鉱物油等（つまり、原油・石油製品）」で、2024年は約516.4億ドルとマレーシアからの輸入総額の約46.6%を占めている。

また、2015年時点で「鉱物性燃料・鉱物油等」の輸入額は輸入全体の約10%だったが、マレーシアからの「鉱物性燃料・鉱物油等」の輸入額は10年連続で増加し、24年にはマレーシアからの輸入額の約半分を占めるまでに至った。

ベネズエラが制裁回避スキームを用い始めたのは2019年と言われているが、中国はベネズエラだけではなく、イランなど米国から経済制裁を受けている国からも同様のスキームで原油を輸入しているとされており、増加にはイラン・ベネズエラ原油が含まれていると推測される。

なお、「鉱物性燃料・鉱物油等」を更に細かくした品目も次ページ表に掲載している。2024年は「石油及び歴青油（原油に限る）」が約382.8億ドル。「石油及び歴青油（原油除く）、同調整品」が約69.1億ドル。「石油ガスその他のガス状炭化水素」が約40.9億ドル、「歴青質混合物（アスファルト・天然ピチューメン等）」が約22.5億ドルと続いている。

表：中国のマレーシアからの輸入統計（上位10品目）

（単位：百万ドル、％）

品目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年	
											割合	増加率
1 鉱物性燃料・鉱物油等	5,774	3,999	8,062	12,440	13,921	14,065	25,096	38,910	45,456	51,642	46.6	13.6
石油及び歴青油（原油に限る）	105	814	2,631	4,836	5,620	3,796	8,880	21,741	28,229	38,284	34.5	35.6
石油及び歴青油（原油を除く）、同調整品	402	461	705	2,422	2,906	2,683	4,006	2,395	7,365	6,906	6.2	△ 6.2
石油ガスその他のガス状炭化水素	1,505	900	1,523	2,690	3,248	1,788	4,268	6,994	4,430	4,094	3.7	△ 7.6
歴青質混合物（アスファルト、天然ピッチューメン等）	2,623	664	1,510	463	437	3,542	6,280	7,599	5,321	2,248	2.0	△ 57.8
その他	1,138	1,159	1,694	2,028	1,710	2,256	1,662	181	110	111	0.1	0.4
2 電気機器、その部分品等	32,608	31,795	30,545	33,871	38,854	38,824	43,707	40,717	31,084	30,783	27.8	△ 1.0
3 原子炉、ボイラー、機械類、同部分品	3,323	3,037	3,655	4,070	3,732	4,471	5,949	7,631	6,602	8,142	7.3	23.3
4 銅及びその製品	636	430	449	753	1,805	2,025	3,203	2,809	2,791	2,909	2.6	4.2
5 光学機器、写真用機器、測定機器、検査機器等	1,021	1,308	1,249	1,539	2,077	2,355	3,436	3,418	2,579	2,678	2.4	3.8
6 アルミニウム及びその製品	358	403	344	94	313	833	1,423	1,781	1,665	2,210	2.0	32.7
7 プラスチック及びその製品	1,296	1,117	1,258	2,001	2,399	2,215	2,395	2,140	1,828	2,086	1.9	14.1
8 動物性、植物性又は微生物性の油脂	1,781	1,444	1,634	1,418	1,501	2,002	2,057	2,422	1,578	1,590	1.4	0.8
9 ゴム及びその製品	1,433	1,208	1,900	1,504	1,356	1,638	1,884	1,556	1,180	1,431	1.3	21.3
10 有機化学品	864	988	1,172	1,585	1,317	986	1,313	1,306	1,322	1,310	1.2	△ 0.9
その他	4,164	3,389	3,692	4,046	4,635	5,760	7,729	7,189	6,428	6,074	5.5	△ 5.5
合計	53,258	49,118	53,961	63,322	71,910	75,174	98,193	109,879	102,513	110,856	100.0	8.1

（出所）International Trade Centerのデータより弊社作成

POINT

マレーシアから中国向けの原油・石油製品の輸出統計は2015年の37.7億ドルから24年は45億ドルとほぼ横ばい。

中国の貿易当局のマレーシアからの原油・石油製品の輸入額と大きく異なる。

この差額が制裁回避による輸入規模か。

3. マレーシア貿易統計からみる中国による制裁回避規模

マレーシアも産油国であり、単純にマレーシアで産出した原油が増えており、その結果中国向けの原油・石油製品の輸出が増えているのではないかとの指摘もあるだろう。

そこで、以下ではマレーシア側から見た中国向けの原油・石油製品輸出額をマレーシアの貿易当局のデータから確認してみたい。

次ページの表が「中国のマレーシアからの輸入統計（鉱物性燃料・鉱物油等）」と「マレーシアの中国向け輸出統計（鉱物性燃料・鉱物油等）」を比較した表である。

本来であれば、マレーシアの輸出統計と中国の輸入統計は若干の誤差はありつつも近い数字になるはずだが、両者を比べてみると著しい差があることが確認できる。

例えば、2024年の「マレーシアの中国向け輸出統計（鉱物性燃料・鉱物油等）」は約45億ドルであるのに対して、同年の「中国のマレーシアからの輸入統計（鉱物性燃料・鉱物油等）」は約516.4億ドル。

両者の差は約471.4億ドルである。

つまり、中国の貿易当局は、マレーシアから中国に向けて輸出されていない「鉱物性燃料・鉱物油等」を、マレーシアから輸入したと認識したことになる。

筆者は、この差がイランやベネズエラなどが海上で原油を受け渡し、産地を変えて中国に輸出された原油・石油製品だと想像している。

イランやベネズエラの原油は海上で受け渡されているため、マレーシアの港を出ることなく、中国に向けて輸出されている。そのため、マレーシアの中国向け輸出額には計上されないが、実際に原油を輸入した中国側の統計には計上されるということであれば辻褄があう。

表で確認できる通り、両者の差は年々拡大している。制裁拡大により、こういった制裁回避取引が拡大していることが垣間見えるのではないだろうか。

表：中国のマレーシアからの輸入統計（鉱物性燃料・鉱物油等）

（単位：百万ドル、％）

品目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	前年比 増加率
鉱物性燃料・鉱物油等	5,774	3,999	8,062	12,440	13,921	14,065	25,096	38,910	45,456	51,642	13.6
石油及び歴青油（原油に限る）	105	814	2,631	4,836	5,620	3,796	8,880	21,741	28,229	38,284	35.6
石油及び歴青油（原油を除く）、同調整品	402	461	705	2,422	2,906	2,683	4,006	2,395	7,365	6,906	△ 6.2
石油ガスその他のガス状炭化水素	1,505	900	1,523	2,690	3,248	1,788	4,268	6,994	4,430	4,094	△ 7.6
歴青質混合物（アスファルト、天然ピチューメン等）	2,623	664	1,510	463	437	3,542	6,280	7,599	5,321	2,248	△ 57.8
その他	1,138	1,159	1,694	2,028	1,710	2,256	1,662	181	110	111	0.4

表：マレーシアの中国向け輸出統計（鉱物性燃料・鉱物油等）

鉱物性燃料・鉱物油等	3,771	2,664	4,670	5,188	4,891	4,374	5,369	5,350	4,412	4,502	2.0
石油及び歴青油（原油に限る）	111	114	197	175	54	246	143	55	131	179	36.6
石油及び歴青油（原油を除く）、同調整品	347	648	644	1,429	1,228	1,528	1,528	784	688	738	7.2
石油ガスその他のガス状炭化水素	1,050	801	1,398	2,282	2,516	1,592	3,181	4,311	3,484	3,464	△ 0.6
歴青質混合物（アスファルト、天然ピチューメン等）	1,400	576	1,480	395	405	218	42	96	1	0	△ 88.5
その他	863	526	951	907	688	790	476	104	108	121	11.8

中国側の輸入統計とマレーシア側の輸出統計の差	2,003	1,335	3,392	7,251	9,030	9,691	19,727	33,561	41,044	47,141	14.9
------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------	------

（出所）International Trade Centerのデータより弊社作成

4. ベネズエラ債券・経済指標の増減 (7月25日時点)

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.63	2018/8/15	17.55	18.65	18.10	16.77
2018-II	13.63	2018/8/15	20.75	22.15	21.45	8.75
2018	7	2018/12/1	13.90	14.95	14.43	1.41
2019	7.75	2019/10/13	15.75	17.25	16.50	8.02
2020	6	2020/12/9	15.45	16.55	16.00	12.28
2022	12.75	2022/8/23	19.50	20.95	20.23	9.03
2023	9	2023/7/5	18.45	19.65	19.05	11.57
2024	8.25	2024/10/13	18.30	19.80	19.05	11.40
2025	7.65	2025/4/21	18.40	19.80	19.10	11.53
2026	11.75	2026/10/21	21.70	22.65	22.18	7.52
2027	9.25	2027/9/15	21.80	23.05	22.43	9.79
2028	9.25	2028/5/7	20.00	21.10	20.55	11.68
2031	11.95	2031/8/5	20.85	22.05	21.45	11.57
2034	9.375	2034/1/13	25.85	27.00	26.43	13.17
2038	7	2038/3/31	19.60	20.80	20.20	11.60
電力債 2018	8.5	2018/4/10	6.00	7.50	6.75	3.05

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	89.45	91.45	90.45	0.03
2021	9	2021/11/17	14.05	15.30	14.68	9.31
P 2022	12.75	2022/2/17	15.60	16.85	16.23	6.92
D 2022(N)	6	2022/10/28	11.50	12.75	12.13	5.90
V 2024	6	2024/5/16	13.90	15.05	14.48	10.29
S 2026	6	2026/11/15	13.80	15.10	14.45	10.94
A 2027	5.375	2027/4/12	13.50	14.85	14.18	9.04
2035	9.75	2035/5/17	15.90	17.20	16.55	10.15
2037	5.5	2037/4/12	13.65	15.00	14.33	10.62

	百万ドル	先週比
外貨準備	11,406	0.27

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	122.17	2.54
並行レート(Binance)	161.46	6.37

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

解説

ベネズエラ国債・PDVSA社債の価格は、ともに先週から大きく上昇した。

理由はもちろんトランプ政権とマドゥロ政権の合意とChevronの事業再開の発表。

また、将来的にトランプ政権とマドゥロ政権が外交官を再派遣するとの報道も債券価格にプラスの影響を与えた。

仮にトランプ政権がマドゥロ政権をベネズエラ政府と正式に認識した場合、暗礁に乗り上げているベネズエラの債務再編交渉はマドゥロ政権が引き受けることになる。

仮にそうなれば、債権者と具体的な合意を交わすことも可能だろう。

以上