

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ

(1) 与党陣営の動き

～野党と USAID の資金問題を追及～

..... 1 p

(2) 野党陣営の動き

～UNT・MVP 正式に選挙参加表明～

..... 3 p

(3) 外国の動き

～米 不法移民190人の送還に成功～

..... 4 p

(4) 今週、来週の主なイベント

..... 5 p

(5) 債券の元利不払い状況

..... 6 p

2. トランプ政権の発足を受けた

2025年の経済見通し

..... 7 p

債券指標の動き

3. ベネズエラ債券・経済指標の増減

..... 10 p

カントリーリスク分析



(写真) 米国ホワイトハウス X

“米国 ベネズエラ人不法移民190人をベネズエラに送還”

一週間のまとめ（2025年2月9日～2月15日）

(1) 与党陣営の動き ～野党と USAID の資金問題を追及～

今週の「与党陣営の動き」として、特筆すべきは

「① USAID の問題に関連した野党政治家への追及」

「② マドゥロ大統領による憲法改定の提案」

「③ 米国からベネズエラ人不法移民190人を送還したこと」
だろう。

③については「1. (3) 外国の動き」で後述するので、「1. (1) 与党陣営の動き」では①、②について記載したい。

POINT

マドゥロ政権 野党の

USAID 支援金の不正利
用を追及。マドゥロ大統領 憲法
改定案を国会に提出。改定対象になる条文の
数は約80。

① USAID の問題に関連した野党政治家への追及

マドゥロ政権は、「米国国際開発銀行（USAID）」による資金援助問題を熱心に追及しており、USAID の援助資金を着服、あるいは政治活動や政権倒壊の工作のために使用したとされる野党政治家への圧力を強めている。

2月9日 タレク・ウィリアム・サアブ検事総長は、USAID の援助金横領を理由にファン・グアイド氏（元暫定大統領）を逮捕するよう「国際警察（Interpol）」に要請した（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1176](#)」）。

サアブ検事総長は、ベネズエラの公金を不正に使用したとして「国際警察（Interpol）」にグアイド氏の逮捕を要請しているが、今回は USAID の支援金横領を理由とする逮捕要請のようだ。

また、カベジョ内務司法相は、USAID の援助金捜査に関連してグアイド氏が所属する政党「大衆意思党（VP）」の Luis Somaza 氏を逮捕したことを明らかにした。カベジョ内務司法相によると、Luis Somaza 氏は非政府系団体（NGO）を運営しており、USAID の援助金が同 NGO を通じて汚職や犯罪行為に使用されていたという。

他、「国連人道問題調整事務所（OCHA）」は、2024年のベネズエラ支援実績を発表。ベネズエラ国内にある人道団体を通じて350万人を支援したと報告したが、イバン・ヒル外相はこの報告を拒絶。「USAID の問題を隠すために数字を改ざんした虚偽の報告をしている」と訴えた。

② マドゥロ大統領による憲法改定の提案

2月15日 マドゥロ大統領は憲法改定案を国会に提出した。

具体的な改定内容は公開されなかったが、マドゥロ大統領は、憲法改定の大枠について

「直接民主主義の確立と拡大」

「ボリバル思想を基軸とした価値観による新たな社会の想像」

「他国に依存しない自給型の多様な経済モデルの構築」

「政治・司法的な観点から憲法を現在に準じた形に修正する」の4原則をベースに行ったと説明している。

POINT

選挙ボイコットは憲法

改定が成立するリスク

を上げることになる。

野党 UNT・MPV、マド

ウロ政権下の選挙に参

加することを正式に決

定。

MCM 氏を中心とする

野党グループと決別。

また、改定される憲法条文は約80になると述べている。

野党のリーダーであるマリア・コリナ・マチャド氏（MCM）やエドムンド・ゴンサレス候補を中心とする野党グループは選挙ボイコットを掲げているが、マドゥロ政権は憲法改定選挙を断行するだろう。

野党を支持する有権者が憲法改定選挙に参加しなければ、結果的に憲法改定の賛成者が投票総数の過半数を超えることになり、マドゥロ政権が望むような憲法改定が実現するリスクが高まる。

（2）野党陣営の動き ～UNT・MPV 正式に選挙参加表明～

今週は、主要野党を中心に構成されている野党連合「統一プラットフォーム（PUD）」に属する2政党が4月27日に予定されている国会議員選、州知事・州議会議員選に出馬することを発表した（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1177](#)」[「No.1178」](#)）。

選挙参加を表明したのは「新時代党（UNT）」「ベネズエラ行動党（MPV）」。

これにより両党は、MCM 氏の方針に背くことになる。

率直に言って、MPV は政党としての規模は小さく、MPV の離反がベネズエラ野党に与える実質的な影響は小さい。しかし、UNT は主要4政党の1つであり、UNT の離反は野党の結束に大きな亀裂を生じさせる。

今後、UNT は急進野党や他の主要政党（特に「大衆意思党（VP）」と「第一正義党（PJ）」）からネガティブキャンペーン的な批判を受ける懸念がある。

ただし、UNT を批判すれば野党分裂のイメージが強まり、結果的に両グループともに損をする Lose-Lose の構図になる。そのような事情を考慮し、UNT への批判を控える可能性もありそうだ。

なお、現時点では MCM 氏も VP も PJ も UNT の選挙参加について特段の見解を表明していない。

POINT

マドゥロ政権 米国からベネズエラ不法移民190人を送還。

MCM グループは、国際社会の圧力強化を求めているが、現在の流れはマドゥロ政権への圧力緩和に向かっている。

（3）外国の動き ～米 不法移民190人の送還に成功～

2月11日 マドゥロ政権は、米国からベネズエラ不法移民190人を送還した（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1177](#)」）。

1月31日にトランプ政権の Grenell 特使と不法移民の送還で合意。この合意からわずか10日間で第1回目の移民送還が実現した。

なお、2月7日 米国紙「The New York Times」は、トランプ政権のトム・ホーマン国境管理責任者のインタビュー記事を掲載。同インタビューで、ホーマン国境管理責任者は「30日以内に送還を開始することになるだろう」とコメントしていたため、トランプ政権にとっても想定以上のスピードで送還が実現したことが伺える。

マドゥロ大統領は、Grenell 特使との交渉の後に「我々はいくつかのテーマで第一歩となる合意を交わした」「この合意が順守されれば、新たな協議に続くだろう」「両国の利益と米州大陸の利益のためにも、今後新たな合意に至ることを期待している」と述べていた（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1173](#)」）。

不法移民送還の早期実現は、マドゥロ政権がトランプ政権との関係改善を強く望んでいる意思の表れであり、次の協議につながる可能性がある。

なお、MCM 氏率いる野党グループは、国際社会に対してマドゥロ政権への圧力強化を強く求めているが、トランプ政権はマドゥロ政権への圧力を強化するどころか接近している。

周辺諸国もトランプ政権のイニシアティブが無ければベネズエラ問題について積極的に関与しない。率直に言って、国際社会のマドゥロ政権への圧力は緩和傾向にある。

なお、3月1日にウルグアイで左派系の Yamandú Orsi 氏が大統領に就任する。報道によると、Orsi 氏はマドゥロ大統領を大統領就任式の招待者リストに入れて招待を試みたようだが、Luis Lacalle Pou 現大統領がマドゥロ大統領へ招待状を送ることを拒否したという。Lacalle 大統領はマドゥロ政権との関係が悪かったが、Orsi 新大統領はマドゥロ大統領の実効支配を認識することになりそうだ。

（４）今週、来週の主なイベント

2月14日 トランプ政権は、米国に留まっているベネズエラ不法移民100人超をキューバにあるグアンタナモ米軍基地に収容した。

バイデン政権によるベネズエラ移民受け入れ政策は、「独裁政権に苦しむベネズエラ国民への連帯の証」であり、ベネズエラ野党への支持の表明の側面もあったため、トランプ政権のベネズエラ移民排斥的な動きは野党にとって向かい風と言える。

なお、再来週の話になるが、2月25日は「国会議員選、州知事・州議会議員選の候補者申請日」である。CNEがウェブサイトを開鎖しているため、選挙スケジュールがはっきりしないが、恐らく立候補者の申請日は2月25日の1日のみと思われる。

表： 2月9日～2月15日に起きた主なイベント

日付			内容
2月	9日	日	
	10日	月	野党「ベネズエラ行動党（MPV）」 4月27日の選挙参加を発表
	11日	火	マドゥロ政権 米国からベネズエラ人不法移民190名を送還
	12日	水	
	13日	木	野党「新時代党（UNT）」 4月27日の選挙参加を発表
	14日	金	米国 キューバのグアンタナモ基地にベネ不法移民100人超を収容
	15日	土	マドゥロ大統領 憲法改定案を国会に提出

表： 2月16日～2月23日に予定されている主なイベント

日付			内容
2月	16日	日	
	17日	月	
	18日	火	
	19日	水	有権者情報の登録・更新期限（暫定）
	20日	木	
	21日	金	
	22日	土	
	23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	1,450.2	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	1,440.0	3,440.0
	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	560.0	1,560.0
	国債20	20年12月9日	6.00%	6/9 12/9	1,500	675.0	2,175.0
	国債34	34年1月13日	9.38%	1/31 7/13	1,500	1,054.7	2,554.7
	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	2,677.5	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	22,100.9	53,192.9
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	3,060	6,060.0
	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	16,035.9	43,113.7
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	38,524	97,343

（出所）Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

トランプ政権 移民問題解決のため、マドゥロ政権に対して現実路線で対応。

マドゥロ政権 不法移民の送還受け入れを開始。

両国の関係改善が期待できる中、24年11月に作成した2025年の経済見通しを修正。

2. トランプ政権発足を受けた2025年の経済見通し

以前「[カントリーリスク・レポート No.383](#)」にて、「2025年のベネズエラ石油産業と経済成長率」というテーマで2025年の経済見通しを予想した。

当時、トランプ政権の国務省人事を理由にマドゥロ政権への圧力回帰を前提とした考察を行ったが、トランプ政権は、当選前の公約通り不法移民問題の解決を最優先課題として取り組んでおり、イデオロギーに振り回されることなくマドゥロ政権と対峙している（詳細は「[カントリーリスク・レポート No.392](#)」（トランプ政権 発足19日の動き）を参照）。

マドゥロ政権は国営航空会社「Conviasa」の機体2機を米国に送り、190人のベネズエラ不法移民を本国に送還した。

マドゥロ大統領は、トランプ大統領がベネズエラへ派遣した Grenell 特使との協議の後に「我々はいくつかのテーマで第一歩となる合意を交わした」「この合意が順守されれば、新たな協議に続くだろう」と述べた（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1173](#)」）。今回の移民送還の実現の速さは、マドゥロ政権が協議の進展を強く望んでいる証拠と言えるだろう。

トランプ政権としても、不法移民の送還を継続するためにマドゥロ政権と外交関係を継続する必要がある。また、ベネズエラ移民増加の根本的な原因はベネズエラの経済低迷であり、経済低迷の原因は米国の経済制裁である。

ベネズエラ移民増加の根本的な問題を排除するためには、経済制裁を緩和しなければならないという事実があり、トランプ政権にとっても経済制裁を緩和するメリットがある。

また、トランプ政権はベネズエラ野党を支持する姿勢を見せておらず、MCM 氏およびゴンサレス候補の求心力は低下。既にゴンサレス候補は欧州に戻っており、大統領就任宣誓の期待感はない。MCM 氏の国外亡命も時間の問題と言える状況にある。

トランプ政権は、野党を仲介させることなくマドゥロ政権と直接交渉する雰囲気がある。与野党協議のような形で、野党が交渉の仲介役になると制裁緩和のハードルが上がるが、直接協議であれば、交渉はスムーズになる。

POINT

筆者は経済制裁緩和に懐疑的だったが、トランプ政権発足から現在までの流れを見ると経済制裁緩和が期待できる状況にあると考えている。

この状況を踏まえて、「[カントリーリスク・レポート No.383](#)」で予想した2025年のベネズエラの経済見通しを以下のように上方修正した。

**現実的なシナリオは、
米国の利益になる企業
へ個別に制裁ライセン
スを発行（緩やかな制
裁緩和）。**

「現実路線」は、トランプ政権が米国の利害に沿う外国企業に対して制裁ライセンスを個別に発行するシナリオ。

大幅な経済制裁緩和ではないが、一部の外国企業がベネズエラの石油産業に参入することで一定の増産・輸出増が期待できる。この場合、25年の平均産油量は日量101.3万バレル。輸出量は同95.5万バレル。原油価格は2024年の平均とほぼ同じ1バレル65ドルを想定している。

この場合、ベネズエラは前年比3%前後のプラス成長が期待できる。なお、IMFも25年のGDP成長率を同3%と予想している。また、「ベネズエラ金融観測所（OVF）」は、同△1.0～2.5%増と予想している。

表： 2025年の原油輸出額・GDP成長率予測

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	1,151	1,061	80	21,139	2,833	23,972	8.0
現実的	1,013	955	65	17,225	2,833	20,058	3.0
悲観的	829	796	50	10,694	2,833	13,527	△ 8.0

2024年	921	884	66.2	15,659	2,833	18,492	6.1
2023年	783	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

悲観的なシナリオは、
両国の協議の破断。
マドゥロ政権への制裁
強化方針の再開。
原油価格の下落が重
なれば GDP△8%も。

楽観的なシナリオは、
特定企業に限らない制
裁緩和。米国政府によ
るマドゥロ政権の実効
支配認識。

この場合、債務再編交
渉の開始も期待でき
る。

「悲観的なシナリオ」では、現在は順調に進展しているマドゥロ政権とトランプ政権の協議が何らかの理由で破断し、トランプ政権が再びマドゥロ政権に対して懲罰的な措置を講じるシナリオである。

これはトランプ大統領・マドゥロ大統領ともに望まないシナリオだが、両者の接近を望まない政治グループは一定数存在しており、交渉を妨害しようとする政治的な策略は確実に存在する。

また、原油価格の動向にもよるが、25年の平均原油価格が1バレル50ドルまで下落するようなことがあれば、GDP 前年比8%減もあり得るだろう。

「楽観的なシナリオ」では、トランプ政権とマドゥロ政権が経済制裁緩和に向けて明確な交渉プロセスに入り、一定の制裁緩和が実現。また、トランプ政権が（ベネズエラ選挙の民主主義に疑問を投げかけながらも）マドゥロ政権がベネズエラを実効支配していることを公に認識するケース。

「楽観的なシナリオ」は、トランプ政権が米国の利害に沿う外国企業に対して制裁ライセンスを個別に発行するシナリオ（現実的なシナリオ）ではなく、全ての外国企業に対してベネズエラでの石油事業を許可するシナリオである。また、仮にトランプ政権がマドゥロ政権のベネズエラ実効支配を公に認識すれば、マドゥロ政権は金融関係者と債務再編交渉を本格的に始めることが可能になる。

「国際通貨基金（IMF）」もマドゥロ政権がベネズエラ政府との前提で金融支援を行うことが可能になり、2017年から続いているデフォルト問題がいつに解決するかもしれない。直近では、マドゥロ政権が債務再編交渉の再開に向けて IMF と接触を図っていると報じられている（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1177](#)」）。

ベネズエラが国際金融市場に復帰することが出来れば、融資を得ることも可能になり、経済回復の大きな原動力になる。

これが実現できれば2025年だけではなく、今後数年間ベネズエラは大きな経済成長が期待できる。人道的な知見からマドゥロ政権を批判する声は残るが、ベネズエラ移民の増加は食い止められるだろう。

3. ベネズエラ債券・経済指標の増減（2月14日時点）

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	16.85	18.85	17.85	△ 2.19
2018-II	13.625	2018/8/15	19.55	20.9	20.23	△ 1.82
2018	7	2018/12/1	14.65	15.9	15.28	△ 1.29
2019	7.75	2019/10/13	15.85	17.15	16.50	△ 1.35
2020	6	2020/12/9	14.45	15.7	15.08	△ 2.90
2022	12.75	2022/8/23	19.3	20.5	19.90	△ 2.93
2023	9	2023/7/5	17.05	18.3	17.68	△ 3.28
2024	8.25	2024/10/13	16.95	18.1	17.53	△ 3.18
2025	7.65	2025/4/21	16.75	17.8	17.28	△ 4.69
2026	11.75	2026/10/21	20.15	21.25	20.70	△ 1.78
2027	9.25	2027/9/15	20.05	21	20.53	△ 3.30
2028	9.25	2028/5/7	18	19.05	18.53	△ 2.37
2031	11.95	2031/8/5	20.05	21.1	20.58	△ 2.95
2034	9.375	2034/1/13	20.35	21.35	20.85	△ 2.34
2038	7	2038/3/31	16.75	17.75	17.25	△ 2.13
電力債 2018	8.5	2018/4/10	6.6	8.1	7.35	2.44

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	92.65	94.45	93.55	0.54
2021	9	2021/11/17	13.7	14.8	14.25	3.64
P 2022	12.75	2022/2/17	15.65	16.95	16.30	0.62
D 2022(N)	6	2022/10/28	11.35	12.75	12.05	0.84
V 2024	6	2024/5/16	13.7	14.8	14.25	1.24
S 2026	6	2026/11/15	13.8	14.85	14.33	1.24
A 2027	5.375	2027/4/12	13.5	14.7	14.10	△ 0.70
2035	9.75	2035/5/17	15.15	16.35	15.75	△ 0.63
2037	5.5	2037/4/12	13.55	14.75	14.15	0.71

	百万ドル	先週比
外貨準備	10,353	△ 0.42

為替レート	ボリ／ドル	先週比
両替テーブル	62.07	2.56
並行レート	76.01	5.41

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

解説

今週は、ベネズエラ債に限らず、世界的に債券価格が下落。ベネズエラ公社債（国債・PDVSA 社債）もその流れを受けて、週前半は大きく下落した。

PDVSA は週後半から需要が増え、最終的に先週比プラスの銘柄が多かった。

一方、国債は週前半の下落が大きかったことと、週後半も需要が伸び悩んだことで全ての銘柄で先週比マイナス（平均は先週比△ 2.57%）となった。

為替レートは引き続きボリバル安の傾向が続いており、特に並行レートは先週比5.4%増と大きくボリバル安に傾いた。

以上