

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
 - (1) 与党陣営の動き
～外圧続くもベネズエラ国内は平常～
..... 1p
 - (2) 野党陣営の動き
～特段の動きなし～
..... 3p
 - (3) 外国の動き
～NY裁 PDVSA 20債は合法～
..... 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. 麻薬取り締まりオペレーション
 本当の目的は？
..... 6p
3. トランプ政権の交渉テーマは？
..... 10p

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) Truth Social@トランプ大統領

”9月15日に発表した船舶爆撃の瞬間を映した映像”

一週間のまとめ (2025年9月14日～9月20日)

(1) 与党陣営の動き ～外圧続くもベネズエラ国内は平常～

トランプ政権によるカリブ海での麻薬取り締まりオペレーションは現在も続いており、同オペレーションによる米国軍の武力行使は続いている。

前号「[カントリーリスク・レポート No.424](#)」で紹介した通り、9月2日に米国軍は麻薬を密輸していたとされる船舶を爆撃。これにより11人の乗組員が死亡したと発表した。

トランプ政権は殺害した11人について犯罪組織「Tren de Aragua (以下、TDA)」のテロリストと説明しているが、氏名は公表しておらず、麻薬密輸船を拿捕することなく爆撃した理由についても説明していない。

POINT

トランプ政権 ベネズエラから出発したとされる麻薬密輸船4隻を爆撃。

少なくとも17名の殺害を発表。

政治対立が深化する一方、ベネズエラ国内の経済活動は基本的に通常通り。

爆撃の正当性に疑念がもたれる中、9月15日にトランプ大統領は新たに麻薬を密輸していたとされる船舶を爆撃したと発表。この攻撃によりベネズエラ人テロリスト3名を殺害したと発表した（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1270](#)」）。

翌9月16日には「実際のところ、我々は3隻を破壊した」と発言。既に3回目の攻撃を実施していたことを明らかにした。

そして、9月19日にトランプ大統領は新たな船舶攻撃を発表。この攻撃により3人のテロリストを殺害したと説明した。

従って、現時点で米国軍は、麻薬取り締まりオペレーションに関連して、少なくとも4隻を攻撃し、17人を殺害していることになる。

前述のトランプ政権の爆撃について、マドゥロ政権は「米国によるカリブ海での軍事力展開の目的は、麻薬取り締まりではなく、ベネズエラへの侵略」と主張。ベネズエラ国軍は、米国の軍事圧力に対抗する趣旨の軍事演習を実施し、国民に団結を呼びかけている。

とはいえ、ベネズエラの一般市民からすれば、「いつもの米国との政治衝突」という印象はぬぐえず、特段の動揺なく、経済活動は普段通り続いている。

経済系メディア「Bancaynegocios」は、米国のエネルギー会社 Chevron も政治的な対立に影響されることなく、通常通り活動を続けていると報じている。



（写真） Truth Social@トランプ大統領

“9月19日に発表した船舶爆撃の瞬間を映した映像”

POINT

トランプ政権とマドゥ
ロ政権の対立に関心が
集まり、野党について
は注目されず。

NY 裁、PDVSA 20 債
の合法性を認識。

これにより CITGO の
競売プロセスが一時停
止に。

(2) 野党陣営の動き ~特段の動きなし~

野党については特筆するような動きはない。

カリブ海での麻薬取り締まりオペレーションが始まったことで、「トランプ政権 Vs マドゥロ政権」に関心が集まっており、野党の活動はほとんど注目されていない。

MCM 氏率いる野党主流派はトランプ政権を支持する一方で、ベネズエラ人への攻撃に明確な支持を表明することも出来ず、率先してトランプ政権を支持するのも難しい。

マドゥロ政権との交渉を求める穏健野党グループの主張は、現在の政治の流れと逆行しており、現地メディアで取り上げられることはほとんどない。

(3) 外国の動き ~NY 裁 PDVSA 20 債は合法~

9月18日 米国ニューヨーク (NY) 裁判所は、PDVSA が2016年に発行した社債「PDVSA 20 債」が「合法的に発行された社債である」との判決を下した ([「ベネズエラ・トゥデイ No.1271」](#))。

PDVSA 20 債の合法性を巡る裁判が起こされた理由については、[「ベネズエラ・トゥデイ No.1271」](#)を確認されたい。

PDVSA 20 債は、CITGO 株式50.1%が担保に設定されているため、今回の決定は、現在最終審議に入っている CITGO 競売にも影響を与える。

今回の判決を受けて、CITGO 競売は一時的にプロセスを停止しているが、基本的には投資ファンド「Elliott Investment Management」の子会社「Amber Energy」が落札する方向で協議が続いている。

ただし、「CITGO 競売はマドゥロ政権との交渉ツール」とも言われている。CITGO 売却が完了すれば、トランプ政権はマドゥロ政権との重要な交渉ツールを失うことになるため、政治的な理由から競売を引き延ばしているとの指摘もある。

(4) 今週、来週の主なイベント

9月15日 トランプ大統領は、米国議会に大統領決定表明書を提出。この表明書の中で麻薬対策に関する記述があり、ベネズエラに関して、違法麻薬の主要な生産、密輸国に加えることが記載されている。

ベネズエラは麻薬(コカイン)密輸ルートの1つであることは広く知られているが、麻薬の生産国ではないことも広く知られており、トランプ政権の「ベネズエラを違法麻薬の主要な生産国に加える」とのスタンスは一般的な認識とは異なる(「[ベネズエラ・トゥデイ No.1270](#)」)。

また、9月18日に米国下院にて「Ley Pana」が可決された。同法案は、「マドゥロ政権関係者の汚職資産をベネズエラの再構築のために使用する」という趣旨の法案。カリブ海での麻薬取り締まりオペレーションと併せて、米国は多方面からマドゥロ政権に圧力をかけている。

表： 9月14日～9月20日に起きた主なイベント

日付		内容
9月	14日 日	
	15日 月	米国軍 ベネズエラから出発したとされる麻薬密輸船を爆撃 トランプ政権 ベネズエラを麻薬生産国と認識?
	16日 火	
	17日 水	PDVSA 販売・供給担当役員が交代
	18日 木	米国NY裁 PDVSA 20債の合法性を認める 米国下院 マドゥロ政権関係者の汚職資産の使用に関する法案を承認
	19日 金	米国軍 ベネズエラから出発したとされる麻薬密輸船を爆撃
	20日 土	

表： 9月21日～9月28日に予定されている主なイベント

日付		内容
9月	21日 日	
	22日 月	
	23日 火	
	24日 水	
	25日 木	
	26日 金	
	27日 土	
	28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（9月19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	4,015.2	8,215.2
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	327.0	627.0
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	819.7	1,571.7
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	3,060.0	6,060.0
	国債27	27年9月15日	9.25%	3/15 9/15	4,000	2,960.0	6,960.0
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	23,813.4	54,905.4
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	3,251	6,251.3
	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	17,081.5	44,159.3
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	41,309	100,129

（出所）Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

2. 麻薬取り締まりオペレーション 本当の目的は？

9月に入り、トランプ政権は、カリブ海での麻薬取り締まりオペレーションを精力的に進めている。

実際のところ、ベネズエラ経由で米国へ流れる麻薬は割合としては少なく、カリブ海で麻薬取り締まりに注力しても、問題の根幹は解決しない（「[ウィークリーレポート No.421](#)」）。

従って、「麻薬取り締まり」は口実であり、本当の目的は「マドゥロ政権へ圧力をかけること」であるのは明らかだろう。

ここで疑問なのは「マドゥロ政権へ圧力をかけることで、トランプ政権は何を狙っているのか？」という点である。

以下では、トランプ政権が何を求めてマドゥロ政権へ圧力をかけているのかについて考察してみたい。

マドゥロ政権に圧力をかけることで、トランプ政権が狙っていることとして考えられるのは以下のいずれかになるだろう。

- (1) マドゥロ大統領を退陣に追い込むため
- (2) ベネズエラの状況改善・安定を妨害するため
- (3) ルビオ国務長官の個人的なパフォーマンスのため
- (4) マドゥロ政権の制裁回避取引を妨害するため
- (5) 交渉を有利に進めるため

(1) マドゥロ大統領を退陣に追い込むため

1つ目の可能性は「マドゥロ大統領を退陣に追い込むため」。

ベネズエラ近海に軍事力を展開することで、マドゥロ政権内の混乱を誘い、離反者・協力者を作ることによって内部崩壊を起こさせる。

トランプ政権によるカリブ海での麻薬取り締まりオペレーションの真の目的は「マドゥロ政権への圧力強化」

どのような目的をもって、マドゥロ政権に対して圧力をかけているのか？

POINT

(1) 政権交代のため

過去、何度も試みてきたが実現できず。

過去と比べて今回の圧力は小さく、政権交代の実現には不十分。

武力行使も正当な理由がなく、国際的な支持は得られず、米国内でも支持は得られない。

トランプ政権がこの可能性を全く狙っていないとは思わないが、実際のところ、実現する可能性はかなり低いと考えている。

圧力をかけることでマドゥロ政権の内部崩壊を誘う作戦は、2017年(連日の抗議行動による政治闘争)、2019年(グアイド暫定政権の発足に伴う国内外の圧力)に試みられたが、失敗に終わっている。

率直に言って、現在のトランプ政権による圧力は、2017年、2019年当時にマドゥロ政権が受けた圧力とは比べものにならないほど小さい。

マドゥロ政権は圧力耐性が出来ている。

米国が本当にベネズエラ領土に直接的な攻撃を加えるとすれば話は別だが、そうでない限り内部崩壊に至る可能性は低だろう。

米国軍がベネズエラへ軍事侵攻する場合は、政権交代の可能性は高まるが、米国軍が軍事侵攻する可能性はかなり低いと考えている。

前述の通り、軍事侵攻する際の口実は「麻薬取り締まり」になるが、「国連薬物・犯罪事務所(UNODC)」の麻薬報告書はもちろん、米国の「麻薬取締局(DEA)」の報告書でさえも、ベネズエラが主要な麻薬密輸ルートという記述はない。太平洋ルートが米国への主な麻薬流入ルートであることが一般的な認識である。

麻薬対策としてベネズエラへ軍事侵攻することを支持する国は少数になると思われ、米国の立場は悪くなる。米国内でもベネズエラへの軍事侵攻を支持する意見は多くないと思われる。

そもそも軍事侵攻には膨大な費用と労力を費やす必要があり、軍事侵攻しても政権交代が実現できるかは未知数。

また、仮に政権交代が成功した場合、ベネズエラ国内に反米テロ組織ができる可能性が高く、米国の国家安全保障上の脅威を生み出すことになる。

総合的に考えて、軍事侵攻は米国にとってリスクの大きな選択肢だろう。

POINT

ベネズエラと対立し、
ベネズエラのイメージ
を悪くすることで、他
国とベネズエラの関係
修復、経済回復を妨害
するため。

ルビオ国務長官の任期
中にマドゥロ政権との
関係が改善するのは、
彼の政治生命に関わる
ため、対立イメージを
強化したい。

(2) ベネズエラの状況改善・安定を妨害するため

個人的にはこの可能性は高いと考えている。

経済が不安定化すれば、国民の政権に対する不満は高まる。逆に言えば、経済が安定すると国民の不満が縮小し、政権が安定する。

米国はベネズエラの政権交代を望んでおり、ベネズエラの経済の回復を妨害する必要がある。

25年8月に Chevron がベネズエラで事業を再開し、普通であれば他国のエネルギー企業もベネズエラで活動を再開することになるが、「現在は麻薬政権と対決している」との理由で Eni、Repsol、Reliance への制裁ライセンス発行を遅らせるなど、ベネズエラ経済の回復に一定の楔を打つのが目的の1つと想像している。

また、ベネズエラのネガティブイメージを拡散し、米国との対立イメージを演出することで、他国がベネズエラとの関係を改善しにくくすること自体も目的の1つだろう。

(3) ルビオ国務長官の個人的なパフォーマンスのため

これも麻薬取り締まりオペレーションの大きな理由の1つだと考えている。

あくまで筆者の感覚だが、トランプ大統領はベネズエラ移民問題の解決には関心があるが、マドゥロ政権の倒壊にはそこまで強い関心がない。

トランプ大統領の麻薬取り締まりオペレーションに関連する言葉やトーンは、どこか業務的で、熱意を感じない。そもそもソーシャルメディア上での投稿が多く、彼が率先して情報を発信している印象を受けない。トランプ大統領が自分の関心事項について語っている時は、声のトーンが違ふし、生き生きと発言している。

今回の麻薬取り締まりオペレーションは、トランプ大統領自身の関心事項ではなく、(何らかの政治的なディールの結果) トランプ大統領がルビオ国務長官の関心事項に付き合っているという印象を受ける。

POINT

ベネズエラ近海に軍を派遣することで、PDVSA の制裁回避スキームを理解・分析し、今後の対策の材料にするため。

軍事圧力を材料にマドゥロ政権との交渉を有利に進めるため。

マルコ・ルビオ国務長官は、反マドゥロ政権の急先鋒として知られる人物で、マドゥロ政権を強く非難することで支援者、資金提供者を集めてきた政治家である。

その彼が国務長官の時にマドゥロ政権と米国の関係が改善することは、彼の沽券（こけん）に関わり、政治生命に影響を与える。

「現実的な観点から見て、ベネズエラの原油は必要だが、自身の国務長官在任中にマドゥロ政権と米国の関係が接近したというイメージは付けられたくない」という政治的なバランス感覚の上で、今回の政治パフォーマンスを始めた可能性は高いだろう。

（4）マドゥロ政権の制裁回避取引を妨害するため

これも理由の1つと思われる。

トランプ政権は制裁を科すことで、ベネズエラの原油取引を制限し、ベネズエラへの外貨流入を制限しているが、PDVSA は海上で原油を受け渡し、他国の原油と混ぜて、産地を変えることでアジア（主に中国）へ原油を輸出し、収入を得ている。

ベネズエラ近海に軍を派遣することで、海上での原油受け渡しを妨害する、あるいは制裁回避取引の実態を把握し、今後の政策立案に役立てるために今回の麻薬撲滅オペレーションを行っている可能性もある。

（5）交渉を有利に進めるため

前述の（1）～（4）は、トランプ政権が今回のオペレーションを実行した理由として多かれ少なかれあると思うが、一番の目的は「マドゥロ政権との交渉を有利に進めるため」だと思われる。

具体的にどのような交渉を狙っているのかについては、本稿「[3. トランプ政権の交渉テーマは？](#)」にて考察したい。

POINT

マドゥロ政権への圧力

作戦は「2」で指摘した

(1)～(4)の目的が
ありつつも、最終的に
交渉で決着。

具体的な交渉内容は、

「米国の利害を念頭に
置いたテーマ」と

「将来的な政権交代の
可能性を高める内容」

3. トランプ政権の交渉テーマは？

トランプ大統領は、交渉を通じた「取引（ディール）」を好む。

今回のオペレーションには前述の（1）～（4）のような狙いがあると想像しているが、圧力を材料に交渉を有利に進めるのが最終的な落としどころだと思われる。なお、交渉は水面下で行われ、特段の発表もないまま静かに決着するかもしれない。

では、具体的にどのような交渉が想定されるのかについて考察したい。筆者が考えるトランプ政権が求めるであろう内容は以下の通り。

- (1) ベネズエラ人の送還に関する合意
- (2) エネルギー分野で米国の利益になる合意
- (3) 中国やロシアとの接近を阻害するような合意
- (4) 米国の国家安全保障に関してベネズエラの脅威を減らすような合意
(麻薬密輸や TDA 関連の情報提供)
- (5) マドゥロ政権が来年行おうとしている憲法改定に関連する合意
- (6) ベネズエラの選挙に関する合意
- (7) 拘束中の野党関係者の解放に関する合意

大きく分けると（1）～（4）は、米国の利害を念頭に置いた内容で、（5）～（7）は将来的な政権交代の可能性を高めるための内容になる。

独裁政権のメリットは、物事の決定に時間がかからないこと。

マドゥロ政権は、少数の中枢グループだけで物事を決めるため、意思決定の障害が少なく、ディールがまとまりやすい相手とも言える。上記の内容について、米国側が行き過ぎた要求をしない限り、合意は十分可能である。

なお、これまでもそうだったが、マドゥロ政権は政権交代を前提とするような交渉を受け入れることはないだろう。

トランプ政権は、次のベネズエラの大統領選でマドゥロ大統領以外の人物を出馬させるよう働きかけるかもしれないが、マドゥロ政権が米国の要求で大統領選の候補者を変えるというのはイデオロギー的に難しい印象がある。

4. ベネズエラ債券・経済指標の増減（9月19日時点）

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	17.35	18.90	18.13	2.98
2018-II	13.625	2018/8/15	21.80	22.90	22.35	△ 3.14
2018	7	2018/12/1	17.05	18.45	17.75	△ 4.05
2019	7.75	2019/10/13	17.25	18.25	17.75	△ 3.92
2020	6	2020/12/9	16.80	18.15	17.48	△ 4.51
2022	12.75	2022/8/23	21.40	22.70	22.05	△ 4.23
2023	9	2023/7/5	18.50	20.00	19.25	△ 6.21
2024	8.25	2024/10/13	18.50	19.75	19.13	△ 6.36
2025	7.65	2025/4/21	18.75	19.95	19.35	△ 5.26
2026	11.75	2026/10/21	22.50	23.30	22.90	△ 4.18
2027	9.25	2027/9/15	22.40	23.50	22.95	△ 4.08
2028	9.25	2028/5/7	21.40	22.25	21.83	△ 4.69
2031	11.95	2031/8/5	22.25	23.00	22.63	△ 5.33
2034	9.375	2034/1/13	26.00	27.20	26.60	△ 5.08
2038	7	2038/3/31	20.50	21.30	20.90	△ 5.00
電力債 2018	8.5	2018/4/10	7.40	8.95	8.18	3.15

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	98.50	100.50	99.50	1.48
2021	9	2021/11/17	15.55	16.70	16.13	△ 1.53
P 2022	12.75	2022/2/17	17.30	18.60	17.95	△ 2.05
D 2022(N)	6	2022/10/28	13.15	14.35	13.75	△ 1.43
V 2024	6	2024/5/16	15.25	16.45	15.85	△ 1.86
S 2026	6	2026/11/15	15.20	16.50	15.85	△ 1.86
A 2027	5.375	2027/4/12	15.30	16.55	15.93	△ 1.85
2035	9.75	2035/5/17	17.35	18.55	17.95	△ 1.64
2037	5.5	2037/4/12	14.95	16.30	15.63	△ 2.50

	百万ドル	先週比
外貨準備	12,270	0.23

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	166.58	3.82
並行レート(Binance)	265.40	10.82

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

解説

トランプ政権の麻薬取り締まりオペレーションの開始を受けて、米国がマドゥロ政権の倒壊に本格的に乗り出すのではないかとの期待から債券価格は上昇した。

しかし、オペレーション開始から3週間近くが経過し、中だるみ感が出ており、政権交代の期待感が下がっている。

また、9月18日にトランプ大統領が記者から質問を受けた際に「政権交代について協議していない」とコメントしたことも債券価格を押し下げた（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1271](#)」）。

ただし、「[1. \(3\) 外国の動き](#)」で紹介した通り、PDVSA 20債については、米国ニューヨーク州裁判所が、合法性を認めたことで債券価格が上昇している（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1271](#)」）。

以上