

今週のテーマ

カントリーリスク分析

1. 一週間のまとめ

(1) 与党陣営の動き

～マドゥロ大統領辞任も視野?～

..... 1p

(2) 野党陣営の動き

～制裁の譲歩がカギ～

..... 3p

(3) 外国の動き

～米国 マドゥロ退陣前提の議論要請～

..... 4p

(4) 今週、来週の主なイベント

..... 5p

(5) 債券の元利支払い状況

..... 6p

2. JP Morgan

EMBI 指数からベネズエラ債除外

～債券価格、先週比40%減も～

..... 7p

3. 野党経済ブレーンの

債務再編ガイドライン

..... 9p

債券指標の動き

4. ベネズエラ債券・原油価格の増減

..... 11p



1° de julio de 2019

OFICINA DEL PROCURADOR ESPECIAL DE LA REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA

LINEAMIENTOS PARA LA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA HEREDADA DEL PERÍODO CHÁVEZ/MADURO.

*
El presente memorando describe las políticas que guiarán al Gobierno Interino y a la Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela, encabezado por el Presidente Juan Guaidó (en adelante las "Autoridades") ante la inminente renegociación de las reclamaciones privadas denominadas en moneda extranjera en contra de la República y del sector público venezolano (es decir, las reclamaciones exigidas por entes del sector privado, no por entes del sector público). Este memorando ha sido preparado por la comisión asesora designada por Procurador Especial José Ignacio Hernández G., compuesta por Ricardo Hausmann y Alejandro Grisanti. Asimismo, se contó con los consejos de Lee Buchheit, quien es el asesor estratégico de las Autoridades en materia de deuda pública.

**

(写真) ホセ・イグナシオ・エルナンデス会計監査総長ツイッター
“グアイド政権 対外債務再編ガイドラインを公表”

1. 一週間のまとめ (7月7日～7月13日)

(1) 与党陣営の動き ～マドゥロ大統領辞任も視野?～

前回の「[カントリーリスク・レポート No.106](#)」では、クーデター計画の容疑で拘束されていたラファエル・アルバン海軍将校の死亡を受けて、与野党交渉の継続に暗雲が立ち込めていると紹介した。

しかし、交渉を継続する方針を維持するようだ。

7月7日 グアイド議長は自身のツイッターでノルウェー政府の仲裁による与野党交渉を継続すると発表した(「[ベネズエラ・トゥデイ No.314](#)」参照)。

なお、これまで交渉はノルウェーで行われていたが、今回はベネズエラから近いカリブ海の島国バルバドスで行われた。

POINT

与野党交渉の模索を再開。**現在は与野党の代表が直接面談して、協議をしている。****主なテーマは****「大統領選の実施」****「出馬する候補」****「選挙の実施時期」****「CNE 役員の任命」****など。**

7月9日にはバルバドスで交渉を再開。

これまで与野党交渉では与党も野党もノルウェー政府を介して伝言ゲームのような協議をしていたが、今回からは与野党交渉窓口が直接面談して交渉を実施しているようだ。

交渉の内容は「[ウィークリーレポート No.105](#)」、「[ベネズエラ・トゥデイ No.316](#)」の通り。簡単に言えば、以下が争点となっている。

- ・マドゥロ大統領の進退

野党は「マドゥロ大統領が大統領職を強奪している」とのスタンスを示しており、「大統領職の強奪を終わらせる」と繰り返し訴えてきた。交渉でもマドゥロ大統領の即時退任を求めている。この点は与党側が拒否しているようだ。

- ・大統領選挙の実施

野党側は国際監視団の受け入れと新たな選挙管理委員会（CNE）役員の下での大統領選挙実施を求めている。新たな大統領選の実施時期は2020年2月～6月頃と提案しているようだ。

マドゥロ政権側も大統領選のやり直し、国際監視団の受け入れ（どの機関を想定しているのかは不明）は概ね合意しているようだが、CNE 役員の交代は拒否していると報じられている。なお、ディオスダード・カベジョ制憲議長は「大統領選の早期実施は無い」と明言しており、与党内の足並みは必ずしも一致していないようだ。

- ・与党側の出馬候補

野党側はマドゥロ大統領が再出馬しないよう求めている。この点も与党側は基本的にネガティブのようだ。

他方、マドゥロ大統領の後任としてミランダ州知事のエクトル・ロドリゲス氏の名前が頻りに挙がっている（他にホルヘ・ロドリゲス情報通信相、ディオスダード・カベジョ制憲議長、タレク・エル・アイサミ経済担当副大統領の名前も挙がっている）。

POINT

エクトル・ロドリゲス知事は与党の中では国民の拒否感が少ない政治家で、マドゥロ大統領のお気に入りでもある。

18年5月の大統領選の際も、マドゥロ大統領の後任としてエクトル・ロドリゲス知事の名前が挙がっており、最有力候補と言えそうだ。

マドゥロ大統領は最近、エクトル・ロドリゲス知事を自身の演説の場に呼び賞賛するなど、選挙の事前準備の様な動きもみられる。

マドゥロ政権側の要請

(2) 野党陣営の動き ～制裁の譲歩がカギ～

上記の議論は野党側の要求事項。

「国会議員選の実施」

与党側が求めているのは以下の点。

- ・国会議員選の実施

「マドゥロ大統領を大

統領と認識すること」

大統領選の実施と同時に国会議員選も行うことを提案。

現在の国会議員の任期は2021年1月に切れる。従って2020年中には国会議員選が実施されることは避けられない。その意味では、野党側が提案している大統領選の実施時期(20年2月～6月)での国会議員選実施は合意できる条件だろう。

「米国による経済制裁

の緩和」

- ・大統領選の実施後も移行まではマドゥロ大統領が留任

与党側は、仮に大統領選が行われ、当選者がマドゥロ大統領ではなかったとしても、正式な就任まではマドゥロ大統領が大統領として留任することを提案。野党側はそもそもマドゥロ大統領の即時退陣を求めており、出だしの部分からかみ合っていない。

- ・制裁の解除

与党側は米国の経済制裁の一部解除を要請。7月10日に与野党交渉は取り敢えず終了し、野党は制裁解除の受け入れ可否について協議しているようだ。制裁緩和は与党側の絶対条件と言える。この点で妥協できないのであれば、交渉は最初から意味のないものだと言えよう。

POINT

諸外国は交渉がスムーズに進むよう、交渉についての見解は控えている印象。

他方、米国政府は与野党交渉について

「マドゥロの退陣を前提とした議論」である

ことを要請。

与党側が内政干渉と非難している。

このように現時点では合意出来ていることは少ない。

与野党ともに継続的に交渉を続けること自体には合意しており、7月14日にでも新たな交渉が行われる可能性がある。

しかし、7月13日に問題が起きた。

与党がグアイド議長のボディガード2名を武器密売の容疑で拘束。

ホルヘ・ロドリゲス情報通信相は、国軍の銃器5丁が売却されそうになっていたと発表。証拠らしき写真を示している。

グアイド議長は政府が偽物の証拠を提示していると訴えており、交渉が破談になりそうな懸念が生じている。

(3) 外国の動き ～米国 マドゥロの退陣を前提とした議論を要請～

国際社会は概して与野党交渉を支持し、その進展に協力的なスタンスを示している。多くの国は交渉がスムーズに進むよう交渉についての発言には気を使っている印象を受ける。

例外があるとすれば米国だろう。米国国務省の報道官は「いかなる議論もマドゥロの退陣を前提としなければいけない」と交渉の内容に釘を刺し、マドゥロ政権に内政干渉と非難されている。

他、今後尾を引く懸念があるとすれば、国連の報告書。

バチェレ弁務官率いる国連人権高等弁務官事務所のミッション団はベネズエラ視察報告書を公開。内容はマドゥロ政権の人権侵害を非難し、経済制裁がベネズエラに悪影響を与えているとの非難は最小限に抑えたものとなった。

7月8日 マドゥロ大統領自身が国連の報告書について意見を表明。

国連の報告書は虚偽の情報を採用しており、数字は全て米国が公表したものを採用していると主張。「国連は米国政府の圧力に屈した」と報告書の内容を非難した。

マドゥロ政権は国連には比較的協力的なスタンスを示してきた。

仮に大統領選を国際監視団受け入れの下でやり直すのであれば、国際監視団は国連になる可能性があるが、マドゥロ政権側に「国連は米国の手先」と認識されれば、それは不可能になってしまう。

(4) 今週、来週の主なイベント

今週は与野党交渉に注目が集まった一週間だった。

他には6月末に DGCIM 拘束中に死亡したラファエル・アコスタ海軍将校が埋葬された（「[ベネズエラ・トゥデイ No.316](#)」参照）。野党は拷問死を訴え第三者の検死を求めているが、野党側が求める検死が行われないうまま埋葬された。

また、DGCIM が拘束者に拷問をしていたことを理由に米国政府は DGCIM に制裁を科した。とは言え、DGCIM と取引を行う米国の個人・法人がいたとは思えず、この制裁がベネズエラ経済に与える影響は軽微だろう。

グアイド議長のパトローガード拘束で与野党交渉の継続に暗雲が立ち込めているが、予定通りであれば来週には与野党交渉の続きが行われる見通しだ。

表： 7月7日～7月13日に起きた主なイベント

日付			内容
7月	7日	日	与野党交渉再開を発表
	8日	月	
	9日	火	バルバドスで与野党交渉実施
	10日	水	アコスタ海軍将校 埋葬される
	11日	木	米国政府 DGCIMに制裁
	12日	金	
	13日	土	グアイド議長のパトローガード2名 武器密売容疑で拘束される

表： 7月14日～7月21日に予定されている主なイベント

日付			内容
7月	14日	日	与野党交渉の模索 再開？
	15日	月	
	16日	火	
	17日	水	
	18日	木	
	19日	金	
	20日	土	
	21日	日	

(出所) 各種報道からベネインベストメント作成

(5) 債券の元利支払い状況

表：グレースピリオドの期限を迎える債券の現状（7月12日時点）

(単位：100万ドル)

種類	債券	猶予期間 失効日	元本	利息
国債	国債19	5月13日	0	386.9
	国債24	5月13日	0	411.8
	国債25	5月21日	0	244.8
	国債26	5月21日	0	705.0
	国債23	6月7日	0	360.0
	国債28	6月7日	0	370.0
	国債18	7月1日	1,000	105.0
	国債20	7月9日	0	180.0
	国債36	7月29日	0	487.5
	国債34	8月13日	0	210.9
	国債31	9月7日	0	753.0
	国債18	9月15日	1,053	102.6
	国債18F	9月15日	0	40.8
	国債22	3月17日	0	573.8
	国債27	10月15日	0	555.0
	国債38	10月30日	0	131.4
グレースピリオド満了未払			2,053	5,618.4
	電力債18	4月10日	650.0	27.6
グレースピリオド満了未払			650.0	27.6
グレースピリオド切れの未払計			2,703.0	9,011

(出所) ベネインベストメント作成

種類	債券	猶予期間 失効日	元本	利息
PDVSA	PDVSA37	11月13日	0	41.3
	PDVSA27	11月13日	0	80.6
	PDVSA20	11月27日	841.9	143.1
	PDVSA22N	11月27日	0	90.0
	PDVSA17	12月4日	1,121	47.6
	PDVSA26	6月15日	0	540.0
	PDVSA24	6月16日	0	600.0
	PDVSA21	6月17日	0	430.8
	PDVSA35	6月17日	0	584.8
	PDVSA220	3月17日	0	573.8
	PDVSA27	11月12日	0	241.9
	PDVSA37	11月12日	0	123.8
	PDVSA20	5月27日	0	107.4
	PDVSA22	11月28日	0	270.0
	PDVSA20	10月29日	841.9	107.4
	PDVSA20	5月27日	0.0	71.6
グレースピリオド満了未払			0	3,365.0
	国債36	7月29日	0	162.5
	国債34	8月13日	0	70.3
グレースピリオド期間中未払			0.0	232.8
グレースピリオド期間含む未払計			2,703.0	9,243.8
総計				11,946.8

	グレースピリオド期間中
	政府組織100%保有債券
	支払済/着金予定
	グレースピリオド切れ(1回目)

	グレースピリオド切れ(2回目)
	グレースピリオド切れ(3回目)
	グレースピリオド切れ(4回目)

債務者	Grace Period 満了	Grace Period 期間中含む
政府	7,671.4	7,741.7
PDVSA	3,365.0	3,365.0

債務者	Grace Period 満了	Grace Period 期間中含む
電力公社	677.6	677.6
合計	11,714.0	11,784.3

POINT

2. JP Morgan EMBI 指数からベネズエラ債除外

～債券価格先週比40%減も～

JP Morgan 5カ月以内に EMBI 指数からベネズエラ債を外す方針を公表。

同発表を受け、売りが増加し、債券価格は急落。

銘柄によっては先週比40%減も。

これまで複数回にわたり紹介してきたが、JP Morgan がついにベネズエラ債を EMBI 指数から外すことを決定した。

今後、7月末から EMBI 指数に占めるベネズエラ債務の構成比率を徐々に減らし、5カ月間でゼロにする方針だという。

これまでも紹介してきた通り、多くの投資銀行が EMBI 指数を基準に運用しており、ベネズエラ債が EMBI 指数から外れることは、これらの投資銀行がベネズエラ債を売却することを意味する。

今年1月に米国が経済制裁を科し、ベネズエラ債の流通市場での取引を禁止してから JP Morgan がベネズエラ債を EMBI 指数から外すとの懸念は存在していた。

特に6月下旬からはベネズエラ債が EMBI 指数から外されるとの観測が強まっており、3週間ほど前から多くのベネズエラ債券で先週比10%超のマイナスが記録されていた。

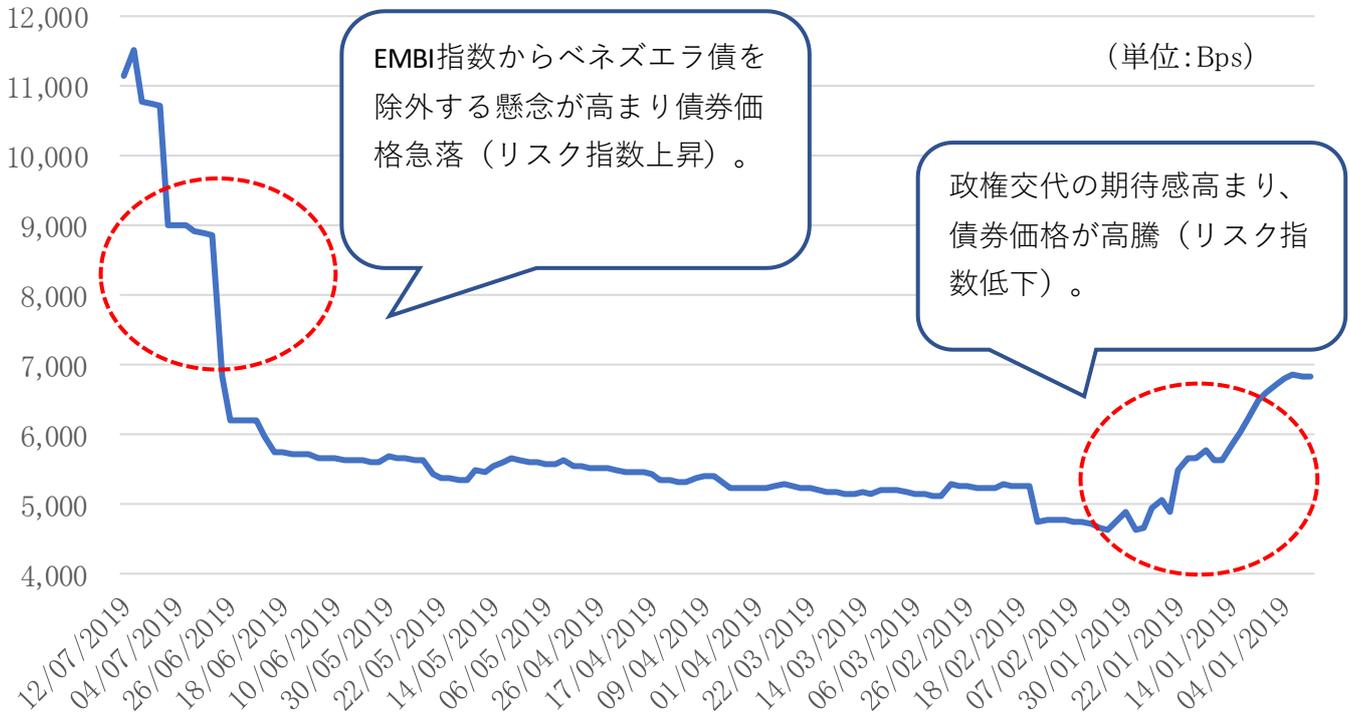
しかし、今週の下落幅はこれまでの比ではない。

本稿「[4. ベネズエラ債券・原油価格の増減](#)」の通り、銘柄によっては先週比40%以上下がっている。下落率で言えば、2017年11月にマドゥロ大統領が債務再編を宣言した時と同じかそれ以上となる（[「カントリーリスク・レポート No.19」](#) 参照）。

次のページに2019年に入ってからからのベネズエラ債 EMBI 指数の推移を示した。EMBI は簡単に言えばリスク指数のようなもので、EMBI 指数が高いということは市場が当該金融商品のリスクを高く評価していることになる。リスクが高い債券は市場で安く売買されるので、EMBI 指数が高くなった時は基本的に債券価格は下がっている。

2019年に入り最初の1カ月はグアイド議長が登場と政権交代の期待感からベネズエラ債が買われ、EMBI 指数は低下した。

グラフ：ベネズエラのEMBI指数推移(19年1月3日～19年7月12日)



(出所) JPMorgan

POINT

政権交代が起きれば債券価格は回復する。

前向きな前進は「圧力」ではなく「対話」にあるだろう。

また、米国政府は1月28日にPDVSAへの制裁を発動。

米国人(米国籍の法人・個人、外国にある米国企業含む)がベネズエラ債を流通市場で購入することを禁止した。債権の売却は可能だが、制裁の影響でベネズエラ債券の取引は低迷。ベネズエラの債券価格は増減を繰り返しつつも6月まで特筆するほど大きな動きは見られなかった。

しかし、JP MorganがEMBI指数からベネズエラ債を外すとの観測が高まったことで債券価格が急落。正式な発表を受けて、投げ売りが加速し、20%後半で取引されていた債券価格は現在は15%前後まで下がっている。

本稿「[野党経済ブレーンの債務再編ガイドライン](#)」の通り、野党側が政権交代後に行う債務再編交渉の大方針を発表している。

19年初めに政権交代の期待感から債券価格は上昇した。政権交代が起き政治問題が解消すれば債券価格は上昇するだろう。与野党交渉の前向きな展開を期待したい。

POINT

**野党側の経済ブレーン
政権交代後の債務再編
のガイドラインを公
表。**

**外貨建債券、民間セク
ターへの商業債務、接
収賠償金なども債務再
編対象。**

3. 野党経済ブレーンの債務再編ガイドライン

野党の経済ブレーンであるリカルド・ハウスマン氏らは、政権交代後に予見される債務再編について3ページほどの短いガイドラインを公表した。

詳細と言えるほど詳しいことは書かれていないが、債務再編に向けた今後の野党の方針が示されている。

以下、野党側が公表したガイドラインを紹介したい。

グアイド暫定政権とベネズエラ国会は、公的セクターの債務再編は避けられないと考えている。

債務再編交渉が始まるのは、マドゥロ政権による大統領職の強奪が終わり、米国政府がマドゥロ政権に対して科した制裁が解除された後から。

大統領職の奪回と制裁解除が完了次第、債務再編チームは秩序だった債務再編に向けて以下の4つの原則で行動をとる。

1. 包括的な債務再編

ベネズエラの新政権は包括的に債務再編を実施する。具体的には、サプライヤーへの未払いインボイス、接收賠償金などベネズエラの民間セクターによる公的セクターへの外貨建て支払い要請も再編の対象とする。

新政権はこの債務再編の機会にできるだけ多くの案件を解決することを期待している。

2. 債務額の突合

新政権は債務再編のための特別チームを組織し、債務請求の金額と内容が適正なものか突合を行う。

POINT

新政権は、外貨建て債券、貸付金など多くの対外債務は突合が容易であると考えている。また、債務再編の対象になるのは未払い元本と契約条件に準じた延滞利息とする。

しかし、異常なディスカウントで発行され、その後第三者に売却された債券や手形、汚職の可能性がある貸付など十分な精査が必要となる案件もある。

債務案件の精査を行う**特別チームを発足予****定。**

新政権は公的債務として返済を求められる案件が正当なものであるか精査し、債務再編の対象にするかどうかを決める権利を有する。

3. 平等条件

債務再編の対象額が決定し、債権者が債務再編に合意した場合、債務再編交渉に移行する。

正式な対外債務額の決**定後に債務再編交渉を****実施。**

債務再編は既に法的な決着がついている特別な案件などを除き、原則同じ条件で合意することになる。言い換えれば、債券・商業債務・貸付金・接收賠償金など性質に関わらず、同じ条件で合意することを求める。また、ベネズエラ政府・PDVSA・その他公的セクターなど組織体の違いに関わらず、同様の条件となることを求める。

4. 返済期間

原則として全ての債務**は同じ条件で合意す****る。**

新政権は国際通貨基金（IMF）やその他国際機関にベネズエラの深刻な人道危機を克服するため、持続可能な経済開発を実現させるための支援を求める。

新政権は、今の経済問題を克服するためには極めて多大な労力と時間をかける必要があると考えている。従って、債務再編には一定の期間が必要になる。

返済期間はIMFなど外**国の協力などにより変****動。**

具体的な債務再編プランはIMFによる経済アセスメントとIMFの支援意志に依存する部分が多い。

新政権は、IMFの支援状況を踏まえながら、新規債券を発行するなどの手段を用い、債権者と新たな条件で折り合うための交渉を持つことになる。

債券指標の動き

解説

4. ベネズエラ債券・原油価格の増減(7月12日終値)

銘柄	利率	満期	取引 価格	先週比	
国債	2020	6	2020/12/9	16.25	-27.16
	2022	12.75	2022/8/23	16.55	-34.48
	2023	9	2023/7/5	15.79	-32.52
	2024	8.25	2024/10/13	15.58	-34.29
	2025	7.65	2025/4/21	15.74	-33.87
	2026	11.75	2026/10/21	16.44	-30.07
	2027	9.25	2027/9/15	15.62	-32.50
	2028	9.25	2028/5/7	16.74	-27.63
	2031	11.95	2031/8/5	16.81	-26.24
	2034	9.375	2034/1/13	16.75	-26.86
2038	7	2038/3/31	15.38	-34.83	

	利率 %	満期	取引 価格	先週比	
P D V S A	2020	8.5	2020/10/27	77.84	-8.09
	2021	9	2021/11/17	22.43	1.59
	2022	12.75	2022/2/17	22.78	0.04
	2024	6	2024/5/16	14.92	-40.51
	2026	6	2026/11/15	14.82	-37.28
	2027	5.375	2027/4/12	14.71	-18.14
	2035	9.75	2035/5/17	15.18	-34.65
	2037	5.5	2037/4/12	14.81	-17.72

		取引 価格	先週比
原油	WTI	60.29	6.14
	Brent	66.85	5.61
	Venezolano	60.89	-1.92

(出所) Rendivalores、石油省

本稿「[JP Morgan EMBI 指数からベネズエラ債を除外](#)」の通り、債券価格は大幅に暴落した。

1カ月前までベネズエラ国債、PDVSA社債ともに額面の20%後半で取引されることが多かったが、同発表を受けて15%前後まで下がっている。

与野党交渉で合意に至れば多少の回復はあるかもしれないが、政権が交代しない限り、大きな回復は期待できない。

(クーデターなど予期せぬ出来事による政権崩壊を除き) 現在の交渉を見る限り、政権交代が2019年中に起きる可能性は低い。良くて20年前半だろう。

以上