

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
 - (1) [与党陣営の動き](#)
～大統領選後の拘束者100名超解放～
..... 1p
 - (2) [野党陣営の動き](#)
～沈黙続き、野党支持者からも批判～
..... 3p
 - (3) [外国の動き](#)
～マルコ・ルビオ議員 米国務長官に～
..... 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. [米国の制裁強化が](#)
[ベネズエラ原油価格に与える影響](#)
..... 6p

債券指標の動き

3. [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

“トランプ次期大統領 国務長官にマルコ・ルビオ議員を指名”

一週間のまとめ(2024年11月10日～11月16日)

(1) 与党陣営の動き ～大統領選後の拘束者100名超解放～

11月16日 ベネズエラ検察庁は、7月28日の大統領選後の一連の騒動で拘束した野党支持者らの解放を開始した。

人権団体「Foro Penal」のアルフレド・ロメロ代表は、Yare III 刑務所、Tocorón 刑務所、Tocuyito 刑務所、La Crisálida 刑務所などから107名の拘束者が解放されたと発表している。

囚人解放の議論は先週から急に動き出した印象がある。

野党グループはクリスマスを前に政治犯の解放を要求する動きを開始（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1140](#)」）。

POINT

**マドゥロ政権 大統領
選後に拘束した囚人の
解放を開始。**

**既に100名超が解放
済み。**

**サアブ検事総長は22
5名の解放について裁
判所に提案しており、
クリスマスまでに更に
囚人の解放が進む可能
性がある。**

検察庁は「大統領選後に拘束されたのは公共物の破壊などベネズエラの法律に抵触した犯罪者であり、政治犯ではない」と主張。

しかし、マドゥロ大統領がサアブ検事総長・最高裁に対して、「ベネズエラの大統領として、サアブ検事総長および裁判官らに呼び掛ける」「もし拘束の過程で何らかの誤りがあったとすれば、見直す必要がある」「認識を変えなければいけない事象があるのであれば、再検討を要請する」と発言。

これを受けて、サアブ検事総長は態度を一変し、拘束者の解放に向けた検討を開始。11月15日には裁判所に対して、225名の拘束者の解放を検討するよう要請したことを明らかにした。

そして、この発表翌日から拘束者の解放が始まっている。現在確認できている時点では107名だが、今後も拘束者の解放が続きそうだ。

また、11月16日、スペイン領事館はスペイン系メディア「ABC」に対して、「マドゥロ政権が、拘束していたスペイン人2名（名前は明らかにされていない）を解放した」と伝えたという。

なお、今回の拘束者解放に先立ち「第一正義党（PJ）」のエンリケ・カプリレス元知事を中心とする政治家34名は、マドゥロ政権に対して政治犯の解放を求める趣旨の書面を送っていた（[「ベネズエラ・トゥデイ No.1140」](#)）。

他、「新時代党（UNT）」のマニユエル・ロサレス党首（スリア州知事）も、「現在の政治混乱を解決するためにはマドゥロ政権と交渉をする必要がある」との見解を示しており、両名は2025年の全国地方選（市長・州知事選）および国会議員選に参加するための準備を進めているように見える。

なお、マドゥロ大統領は2025年に予定されている全国地方選（市長・州知事選）および国会議員選について、「市長選（市議会選）」「州知事選（州議会選）」「国会議員選」を3つに分けて実施することを提案している。

通常だと、「全国地方選（市長・州知事選）（市議会・州議会選含む）」は1度に行われるが、「市長選（市議会選）」と「州知事選（州議会選）」を分けるとなると2025年3～5月など早い段階で1つ目の選挙（恐らく市長選）が実施されることを意味する。

POINT

囚人の解放に MCM 氏が関与した形跡は見えず。

MCM 氏の活動実態は表には見えてこない。

ルビオ議員の国務長官指名により、米国の対ベネズエラ方針が懐柔する可能性は著しく低くなったと考えるのが妥当。

(2) 野党陣営の動き ～沈黙続き、野党支持者からも批判～

現在の野党のリーダーであるマリア・コリナ・マチャド氏(以下、MCM)は、「政権交代以外のテーマでマドゥロ政権との交渉は行わない」と表明している。

野党は水面下で今回の拘束者解放のために動いていたのかもしれないが、表向きには MCM 陣営が拘束者解放のために動いたような形跡は見えず、あくまでマドゥロ政権が独自の判断で拘束者を解放したように見えている。少なくとも今回の拘束者解放を MCM 氏の成果と認識する人は少数派だろう。

その意味で、今週も野党が何か活動をしたような雰囲気は見えない。野党の活動実態が見えない中、これまで MCM 氏を支持していたグループからも MCM 氏を批判するような声が出てきている。

急進野党系メディア「Factores de Poder」では、MCM 氏がビデオメッセージで発言した「いつになるか分からないが、マドゥロ政権は必ず倒壊する」とのコメントを引用し、「MCM はマドゥロ政権が倒壊する時期が分からない、計画がないからだ」と指摘。先行きに悲観的な見通しを示している。

2025年1月まで今の状況が続くことが予想されるが、その後どのように振る舞うかが注目される。

(3) 外国の動き ～マルコ・ルビオ議員 米国務長官に～

今週の最も大きなニュースは、トランプ次期大統領がマルコ・ルビオ上院議員を自政権の国務長官に任命したことだろう([「ベネズエラ・トゥデイ No.1142」](#))。

ルビオ議員はマドゥロ政権の天敵と言える人物で、同氏がマドゥロ政権に懐柔的な方針を執るとは考えにくい。

各種メディアは、「2017年当時と現在の米国を取り巻く環境は違う」としており、「2025年の米国の対ベネズエラ方針は不透明」とする論調が多いが、個人的にはルビオ議員が国務長官に留まる限り、マドゥロ政権と米国の関係が改善方向に進むことはないと思われている。制裁についても、「良くて現状維持」と考えるのが妥当ではないだろうか。

(4) 今週、来週の主なイベント

「囚人解放」「ルビオ議員の国務長官任命」以外に気になったニュースは、ロシアの自動車メーカー「KAMAZ」のベネズエラ進出（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1140](#)」）。露メディア「Sputnik」によると、KAMAZはベネズエラにトラック組み立て工場を建設することを検討しているという。

既にベネズエラ側のパートナー会社「J,C. International」とベネズエラ進出に関する覚書を締結しており、同覚書には「双方はKAMAZのシャーシを使用した特殊車両とバスを組立キットで組み立てるプロジェクトを立ち上げることに関心がある」と書かれているという。

トランプ政権がベネズエラへの圧力を強化するのであれば、マドゥロ政権はロシア・中国・イランなどへの接近を加速することになる。今後はこれまで以上にロシアのプレゼンスが拡大するのかもしれない。

表： 11月10日～11月16日に起きた主なイベント

日付		内容
11月	10日	日 露KAMAZ ベネズエラに自動車組み立て工場建設か
	11日	月
	12日	火 マドゥロ大統領 検察庁・最高裁に拘束者の解放検討を要請
	13日	水 トランプ氏 マルコ・ルビオ議員の国務長官任命を正式に発表
	14日	木 Conindustria 24年Q3の製造業生産量は前年同期比7.6%増
	15日	金 サアブ検事総長 225名の解放候補者リストを裁判所に提出
	16日	土 大統領選後の拘束者100名超が解放される

表： 11月17日～11月24日に予定されている主なイベント

日付		内容
11月	17日	日
	18日	月
	19日	火
	20日	水
	21日	木
	22日	金
	23日	土
	24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（11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	1,260.0	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

2. 米国の制裁強化がベネズエラ原油価格に与える影響

次期トランプ政権がベネズエラに対してどのような対応を執るのかについて、多くのメディアが考察記事を公開している。

個人的には、トランプ大統領の再選、反マドゥロ政権の急先鋒であるマルコ・ルビオ上院議員の国務長官の抜擢によりベネズエラへの対応が圧力政策に触れる可能性が高まっていると感じている。

制裁再強化が原油価格

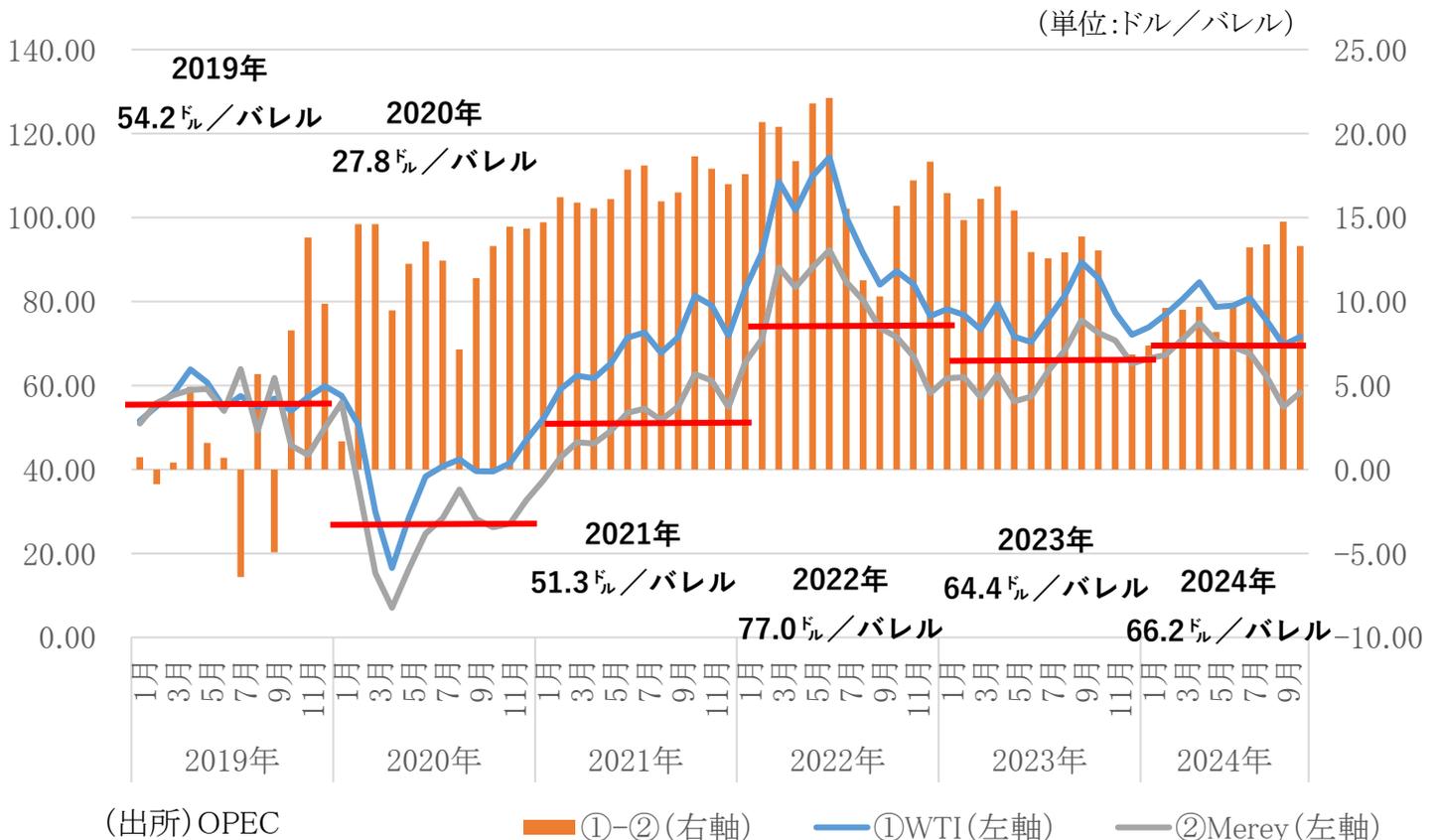
に与える影響について

考察。

以下では、仮に制裁が強化された場合、ベネズエラ産原油の価格にどの程度影響が生じるのかについて、過去の統計を基に考察してみたい。

下グラフは、2019年1月～24年10月までのベネズエラの代表油種「Meray原油(以下Meray)」と「WTI」の原油価格の推移である。

グラフ: WTIとベネズエラ産原油(Meray)の原油価格(2019年1月～2024年10月)



POINT

2019年 米国がベネズエラ石油産業に制裁を科した当時、駆け込み需要が生じ、一時的に Meroy 原油の価格が WTI を超える。

19年10月以降、石油産業への制裁が定着したことで、Meroy 原油は WTI より5～15ドル／バレル安く取引される。

WTI の価格は、水色の折れ線グラフ（左軸）、Meroy の価格は、グレーの折れ線グラフ（左軸）。オレンジ色の棒グラフは、「WTI と Meroy 原油の価格差（WTI - Meroy）（右軸）」で示している。また、赤色の線は、「各年の Meroy 原油の平均価格」を意味している。

グラフの通り、「Meroy 原油の平均価格」は2020年の27.8ドル／バレル～2022年の77ドル／バレルまでかなり幅が広い。原油価格の増減により、国家の収入が大きく変動する。これが産油国の経済が安定しない理由の1つと言えるだろう。

本稿で特に注目したいのは、オレンジ色の、「WTI と Meroy 原油の価格差（右軸）」である。

次ページのグラフは、先のグラフの「2019～21年」の部分だけを切り取ったグラフである。

同グラフを見ると、米国の経済制裁の内容に応じて WTI と Meroy 原油の価格が変化していることが確認できる。

最初に同グラフ①の「2019年に米国政府がベネズエラの石油産業に経済制裁を科した当初の原油価格」を確認したい。

19年1月、米国政府は PDVSA に経済制裁（PDVSA 原油の購入禁止）を科したが、同制裁の完全な適用には一定のインターバル期間があり、米国企業がベネズエラ産原油の購入を完全に停止するには数カ月を要した。

19年前期は、今後ベネズエラ産原油が購入できなくなるとの理由から駆け込み需要が生じ、しばらくは Meroy が WTI よりも高値で取引される時期があった。

しかし、PDVSA への経済制裁が定着し始めた19年10月頃からは Meroy が WTI よりも安価で取引されるようになり、両者の差が拡大。19年10月以降は Meroy が WTI と比べて5～15ドル／バレルほど安く取引される状態が続いた。

POINT

20年に入り他国もベネズエラ原油の購入を停止。需要低下により両者の価格差は拡大。

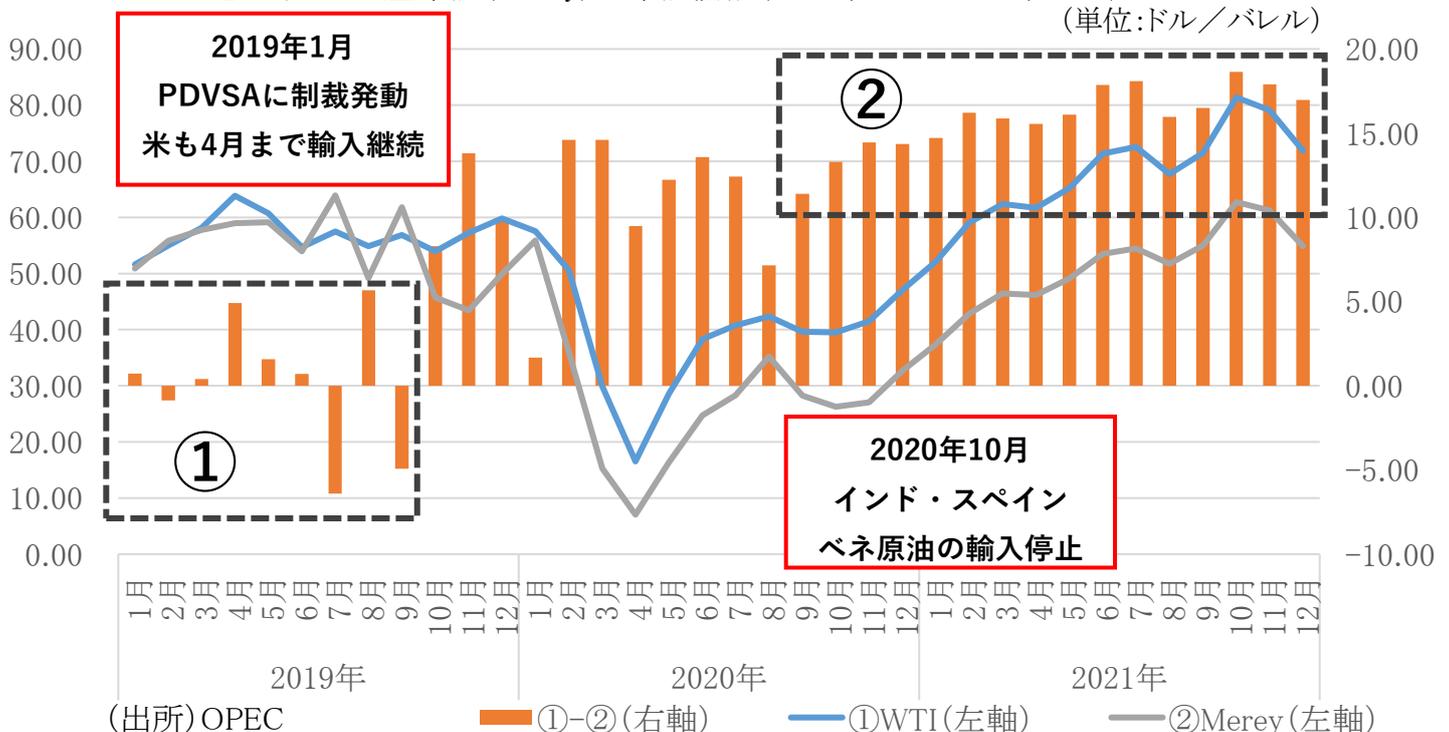
2019年に米国が PDVSA に経済制裁を科したことで、米国企業はベネズエラ産原油の購入を控えるようになったが、ベネズエラ産原油の主要購入国であるインドや欧州企業は引き続きベネズエラ産原油の購入を続けていた。

2020年2月にトランプ大統領(当時)はインドを訪問。インドに対して、米国の経済制裁に従うよう圧力をかけ、ベネズエラ産原油の購入を停止するよう求めた(「[ベネズエラ・トゥデイ No.413](#)」)。これを受けて、インド(Reliance、Nayara Energy)は2020年10月からベネズエラ産原油の購入を停止した。

また、同時期にトランプ大統領(当時)はベネズエラ産原油の購入を続けるスペイン(Repsol)にも苦言を呈し、スペインも20年10月からベネズエラ産原油の輸入を停止した。

インド・スペインがベネズエラ産原油の購入を停止したことで、Mereyの需要は更に低下。WTIとMereyの価格差は、下グラフ②の通り、10~20ドルの間で推移するようになった。

グラフ: WTIとベネズエラ産原油(Merey)の原油価格(2019年1月~2021年12月)



POINT

Chevron のベネズエラ

原油購入再開は Meroy

原油の取引価格にほと

んど影響を与えず。

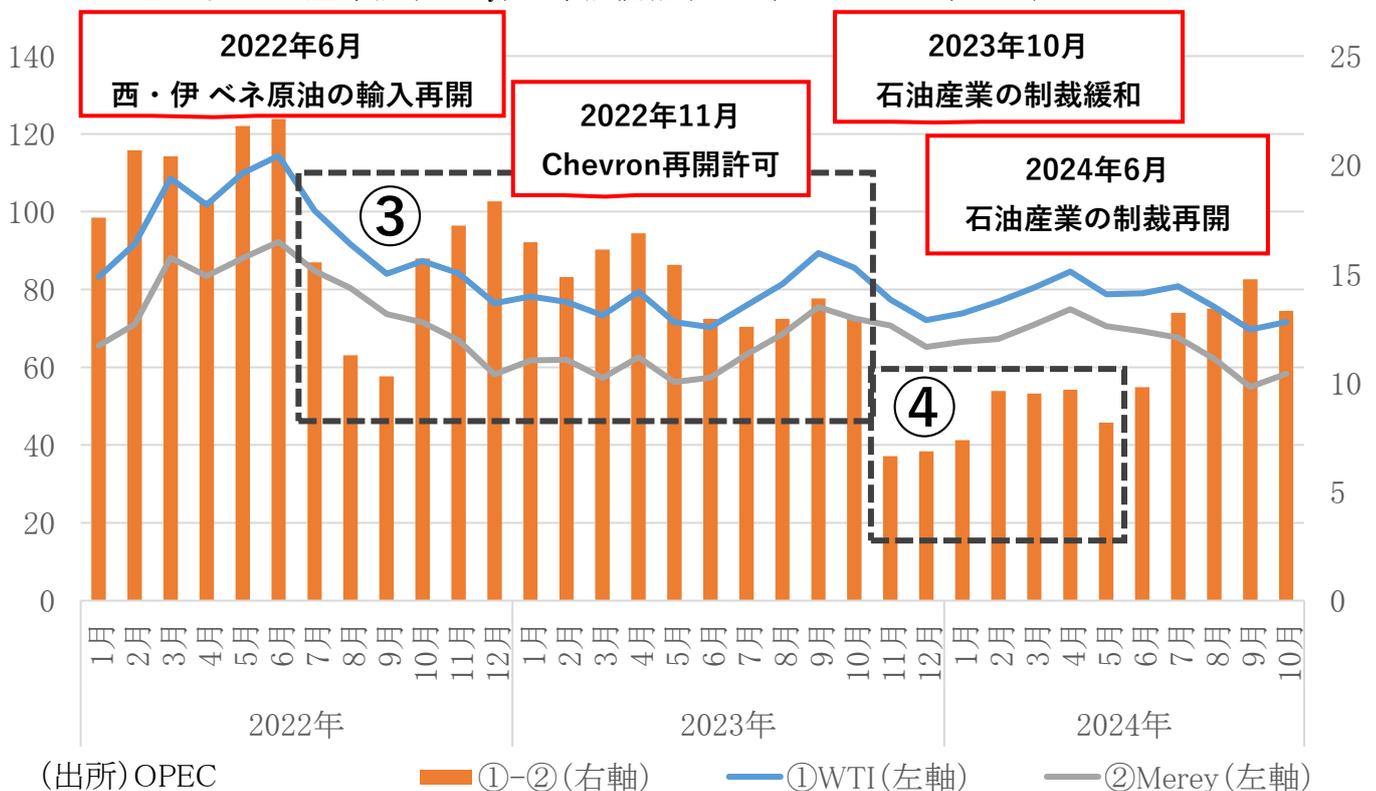
2021年1月にバイデン政権が発足してから1年半、ベネズエラの石油産業は同様の制裁を受けていたが、22年6月頃から変化が表れ始める。

2022年6月からイタリア・スペインがベネズエラ産原油の購入を再開したことで価格差はやや縮小(グラフ③)。そして、22年11月に米国政府はChevronに対して、ベネズエラ産原油の購入を許可。23年1月からChevronはベネズエラ産原油の米国向け輸出を再開した。

ただし、グラフを見る限り、Chevronによるベネズエラ産原油の輸出再開はMeroy原油の市場価格にあまり影響を与えなかったようだ。Chevronは自社が産出したベネズエラ産原油を米国に送っているだけなので、既存の需給バランスに変化を与えていないことが要因と思われる。

その後、2023年10月に大統領選の実施に向けた具体的な与野党合意(バルバドス合意)が成立したことを受けて、米国はベネズエラ石油産業への制裁を大きく緩和。外国企業によるベネズエラ産原油の購入を時限的に許可した。

グラフ: WTIとベネズエラ産原油(Meroy)の原油価格(2022年1月~2024年10月) (単位:ドル/バレル)



POINT

23年10月の制裁緩和で一時的に WTI と Merey の価格差は5～10ドル／バレルまで縮小。

米国による石油産業への制裁は、その強度に応じて、1バレル当たり5～15ドルほど収入を得る機会を失わせる。

23年10月の制裁緩和を受けて、これまでベネズエラ産原油の購入を控えていた外国企業がベネズエラ産原油の購入を再開。前ページのグラフ④の通り、23年11月から WTI と Merey の価格差は5～10ドルまで縮小した。

しかし、6カ月後の24年4月に米国政府は、「マドゥロ政権がバルバドス合意を順守していない」との理由からベネズエラ産原油の制裁緩和措置の解除を発表。2024年5月末をもって過去の制裁体制に戻すことを決めた。

これを受けて、24年7月から再び WTI と Merey の価格差は10～15ドルの水準に拡大し、現在に至っている。

・制裁の度合いに応じて、1バレル当たり5～15ドルの機会損失

米国がベネズエラの石油産業に制裁を科す以前、WTI と Merey の価格差は1バレル当たり5～10ドル前後の月が多かった。

しかし、強い制裁を受けていた時期（2021年～22年半ば）は、WTI と Merey の価格に1バレル当たり15～20ドルほどの開きがある月が多かったことが確認できる。

これを踏まえると、制裁の強度に応じてベネズエラ産原油は1バレル当たり5～15ドルほど収入を得る機会を失うことを意味する。

更に言えば、2021年～22年半ばの主要輸出相手国は中国だったが、中国に原油を販売するのと、米国に原油を販売するのでは輸送コストが大きく異なる。

加えて、制裁を回避するために原油を積んだタンカーの追跡装置を停止し、移動ルートを分からなくした状態で、海上にて原油を別のタンカーに積み替え、マレーシア・ドミニカ共和国など他国で原油を混ぜるなどして、ベネズエラ産原油であることを隠した状態で輸出をしなければならない。これらの追加コストにより収入は更に減ることになる。

トランプ政権2期目が再び制裁強化に触れるのであれば、Merey の需要が低下し、PDVSA が収入を得る機会を逸することになる。もちろんベネズエラ経済全体に悪影響を与えることになるだろう。

3. ベネズエラ債券・経済指標の増減（11月15日時点）

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	16.35	17.7	17.03	0.15
2018-II	13.625	2018/8/15	16.05	17.4	16.73	△ 2.48
2018	7	2018/12/1	10.85	12.15	11.50	△ 7.26
2019	7.75	2019/10/13	11.75	12.9	12.33	△ 8.36
2020	6	2020/12/9	11.15	12.65	11.90	△ 6.85
2022	12.75	2022/8/23	14.6	15.85	15.23	△ 6.74
2023	9	2023/7/5	13.05	14.4	13.73	△ 7.26
2024	8.25	2024/10/13	12.9	14.15	13.53	△ 7.99
2025	7.65	2025/4/21	12.8	14.1	13.45	△ 8.03
2026	11.75	2026/10/21	14.9	15.9	15.40	△ 8.20
2027	9.25	2027/9/15	14.7	16.05	15.38	△ 7.38
2028	9.25	2028/5/7	13.75	14.85	14.30	△ 7.89
2031	11.95	2031/8/5	14.6	15.6	15.10	△ 8.07
2034	9.375	2034/1/13	15.6	16.6	16.10	△ 8.00
2038	7	2038/3/31	13.35	14.3	13.83	△ 7.37
電力債 2018	8.5	2018/4/10	6.95	9.2	8.08	5.21

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	88.6	90.25	89.43	△ 0.75
2021	9	2021/11/17	10.15	11.05	10.60	△ 3.42
P 2022	12.75	2022/2/17	10.7	11.85	11.28	△ 5.05
D 2022(N)	6	2022/10/28	7.8	8.8	8.30	△ 3.77
V 2024	6	2024/5/16	9.55	10.7	10.13	△ 5.59
S 2026	6	2026/11/15	9.45	10.65	10.05	△ 8.22
A 2027	5.375	2027/4/12	9.6	10.75	10.18	△ 7.29
2035	9.75	2035/5/17	10.85	12.15	11.50	△ 6.69
2037	5.5	2037/4/12	9.7	10.8	10.25	△ 7.03

	百万ドル	先週比
外貨準備	10,211	△ 0.71

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	45.79	2.43
並行レート	53.19	2.68

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

解説

先週は米国大統領選でトランプ候補が当選したことを受けて、ベネズエラ公社債の価格は上昇した。

しかし、今週は一転して国債・PDVSA社債ともに先週比マイナスとなった。

理由はマルコ・ルビオ上院議員の国務長官任命。

反マドゥロ政権の急先鋒であるルビオ議員が国務長官を務めている間は、マドゥロ政権と米国の接近は考えにくく、マドゥロ政権主導の債務再編は起きないとの観測から債券価格が大きく崩れた。

ベネズエラ国民の懸念事項となっている為替レートについては公定レート（両替テーブル）、並行レートともに先週比2ポイント超ボリバル安になっており、両レートに大きな差はつかなかった。

以上