

## 今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
  - (1) 与党陣営の動き  
～サブ検事総長が辞任～  
..... 1p
  - (2) 野党陣営の動き  
～恩赦法で政治犯解放も原則は維持～  
..... 3p
  - (3) 外国の動き  
～イラン軍事攻撃 原油価格に影響か～  
..... 4p
  - (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. 外貨準備の内訳と考察  
(25年12月末)  
..... 7p

## 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) @globovision

“タレク・ウィリアム・サブ検事総長 国会に辞任意向を通知”

### 一週間のまとめ (2026年2月22日～2月28日)

#### (1) 与党陣営の動き ～サブ検事総長が辞任～

2月25日 タレク・ウィリアム・サブ検事総長の辞任が報じられた(「[ベネズエラ・トゥデイ No.1337](#)」)。

サブ検事総長は2017年から検事総長を務めてきた人物。

検事総長は、拘束者の起訴・不起訴を判断する権限を有する検察庁のトップ。サブ検事総長の采配の下で犯罪性の有無が決まり、国内の治安が維持されてきた。

サブ検事総長は、マドゥロ政権の人権分野の象徴とも言える人物の1人で、同氏の辞任はベネズエラ政治に大きな影響を与える。

## POINT

### サアブ検事総長 辞任 を表明。

### 国会主導で新たな検事 総長の選定プロセスが 進行。

### ロドリゲス兄妹にとっ て都合の良い体制作り 進む。

筆者が見る限り、サアブ検事総長は極めてマドゥロ大統領に忠実だった。

サアブ検事総長は、野党政治家について政治犯とは認識せず、テロを共謀し、国家秩序を乱した一般犯罪者と認識し、起訴してきた。

また、マドゥロ政権内部の政敵排除の面でもマドゥロ大統領に協力的だった。過去、何人も PDVSA 総裁が汚職容疑で拘束されたが、サアブ検事総長はこれらの犯罪性を認め、起訴に踏み切った。マドゥロ政権下で大きな権力を持っていたタレク・エル・アイサミ元石油相についても、その汚職を認め、起訴に踏み切っている。

サアブ検事総長の辞任は、今後のベネズエラに大きな影響を与えることだろう。

なお、現在のところ Larry Devoe という人物が、暫定的に検事総長に就いている。Devoe 氏は、政治家としての知名度はほぼ無いが、「米州人権裁判所 (CIDH)」のベネズエラ代表を務めた弁護士で、与党内で人権系のキャリアを歩んだ人物のようだ。

今後は国会が新たな検事総長を決定するための委員会を発足し、国会主導で検事総長が決められる。なお、国会はデルシー・ロドリゲス暫定大統領の兄であるホルヘ・ロドリゲス氏が国会議長を務めており、ロドリゲス暫定政権にとって望ましい人物が検事総長に就任することになるだろう。

ロドリゲス暫定政権発足後、アレックス・サアブ氏が政権中枢から降ろされ、次はタレク・ウィリアム・サアブ検事総長が検事総長を辞任した。

マドゥロ政権色を変えるため、今後交代する可能性がある人物は、ディオスタード・カベジョ内務司法相、パドリーノ・ロペス国防相、イバン・ヒル外相だろう。

なお、ロドリゲス暫定大統領は現在も石油相を兼任しており、PDVSA 総裁を含めて石油・エネルギー分野については自身の取り巻きを置いている。

ロドリゲス兄妹（暫定大統領、国会議長）を中心とする暫定政権は、彼らにとって都合の良い基盤固めを進めていると言えそうだ。

## POINT

### (2) 野党陣営の動き ~恩赦法で政治犯解放も原則は維持~

恩赦法が発効され、政治犯の解放が進んでいる。

人権団体「Foro Penal」は、2月9日時点で政治犯が644人(うち民間人459人、軍人185人)収容されていると発表していたが、2月25日時点で568人(民間人386人、軍人182人)と発表。

この2週間で76人が解放されたと認識していることになる。

政治犯の解放が進む一方で、急進野党を取り締まる方針は変わっていない。

2月27日 野党指導者マリア・コリナ・マチャド氏のアシスタントを務めていたラウラ・アコスタ氏は自身のSNSにてカラカスの自宅にある自身の所有物を押収されたと非難した。アコスタ氏によると、彼女の自宅は2025年3月から軍部に占拠されていたという。

政治犯の解放進むが、  
急進野党系の取り締まりは継続。



(写真) Foro Penal (左は2月9日時点の拘束者情報、右は2月25日時点の拘束者情報)

## POINT

米国・イスラエル イ  
ランへの攻撃を開始。

児童・民間人含み20  
0名超が死亡か。

ホルムズ海峡はエネル  
ギー輸送の要衝であ  
り、同海峡の混乱はエ  
ネルギー供給の混乱、  
原油価格の高騰を引き  
起こす。

ベネズエラにとっては  
外貨収入増を意味す  
る。

### (3) 外国の動き ～イラン軍事攻撃 原油価格に影響か～

日本でも大々的に報じられている通り、2月28日に米国軍とイスラエル軍がイランへの攻撃を開始。イラン赤新月社によると、イラン全土で201人が死亡。国営メディアは、小学校が空爆の対象となり、児童ら108人が死亡したと報じている。

また、直近ではイランの国営メディアが最高指導者ハメネイ師の死亡を報じており先行きの不透明感が増している。

イランの産油量は日量約330万バレルで「石油輸出国機構（OPEC）」の加盟国の中では4番目の産油国。世界の産油量の約3%を占めている。イランの産油量減少自体が世界のエネルギー供給に影響を与えるのはもちろんだが、実際の影響力は更に大きいとされる。

ロイター通信は、今回の攻撃を受けて、イラン革命防衛隊がホルムズ海峡を封鎖した可能性について報じている。

イランは、サウジアラビアやイラクなどペルシャ湾に位置する主要産油国の原油を含めて、世界の原油の約5分の1が通過する海上輸送路、ホルムズ海峡の片側に位置している。

ホルムズ海峡は原油に加え、ディーゼルやジェット燃料など精製燃料の輸出の要衝でもある。世界第3位の液化天然ガス（LNG）輸出国カタールもホルムズ海峡を経由してLNGを輸出している。

仮にホルムズ海峡が封鎖されれば、世界のエネルギー市場は著しい混乱を引き起こし、原油価格の上昇が予想される。

原油価格の高止まりが長期化すれば、原油輸出国であるベネズエラにとっては原油輸出収入の増加を意味する。特に米国政府は各国に対して、ロシア産、イラン産原油の購入を停止し、ベネズエラ産原油を購入するよう働きかけているところでもある。

イランは暫定政権にとって政治的な友好国ではあるが、イランの窮地は暫定政権の経済的利益になるという矛盾した状況にある。

## (4) 今週、来週の主なイベント

何となく騒々しい状況が続くベネズエラだが、今週はサブ検事総長の辞任以外は特筆するような動きはなかった。

ロイター通信は、米国政府が、マドゥロ政権下で PDVSA と民間企業が交わした生産委託契約の見直しを行っている」と報じた。見直し対象の契約は19あるようで、契約を締結した事業者には中国企業・米国企業・南米企業・ベネズエラ企業らが含まれているという。

この報道を受けてか、ロドリゲス暫定大統領は石油関係企業らを集めてイベントを実施。

ロドリゲス暫定大統領は、これまでにベネズエラ国内で産油活動を行ってきた民間企業を称賛し、「企業の投資を保証する」「ベネズエラの道は、法的秩序と尊重と生産投資の道である」と主張。ベネズエラへの投資不安の解消を試みている。

表： 2月22日～2月28日に起きた主なイベント

日付		内容
2月	22日 日	
	23日 月	野党政治家 ベネズエラ外務省の欧米担当次官に就任
	24日 火	
	25日 水	タレク・ウィリアム・サブ検事総長 辞任を表明
	26日 木	
	27日 金	
	28日 土	米国・イスラエル イランへ軍事攻撃

表： 3月1日～3月8日に予定されている主なイベント

日付		内容
3月	1日 日	
	2日 月	
	3日 火	
	4日 水	
	5日 木	
	6日 金	
	7日 土	
	8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27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	1,643.6	4,138.6
	国債24	24年10月13日	8.25%	4/13 10/13	2,495	1,749.6	4,244.6
	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	2,996.3	5,996.3
	国債23	23年7月5日	9.00%	1/5 7/5	2,000	1,620.0	3,620.0
	国債28	28年5月7日	9.25%	5/7 11/7	2,000	1,572.5	3,572.5
	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	1,195.3	2,695.3
	国債31	31年8月5日	11.95%	2/5 8/5	4,200	4,266.2	8,466.2
	国債18	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	300	347.4	647.4
	国債18F	18年8月15日	13.63%	2/15 8/15	752	870.9	1,622.9
	国債22	22年8月23日	12.75%	2/23 8/23	3,000	3,251.3	6,251.3
	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	700.0	1,950.0	
グレースピリオド満了未払					31,092	25,528.4	56,620.4
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	2,295	6,795.0
	PDVSA24	24年5月16日	6.00%	5/16 11/16	5,000	2,550	7,550.0
	PDVSA21	21年11月17日	9.00%	5/17 11/17	2,394	1,831	4,225.4
	PDVSA35	35年5月17日	9.75%	5/17 11/17	3,000	2,486	5,486.3
	PDVSA220	22年2月17日	12.75%	2/17 8/17	3,000	3,443	6,442.5
	PDVSA27	27年4月12日	5.38%	4/12 10/12	3,000	1,371	4,370.6
	PDVSA37	37年4月12日	9.75%	4/12 10/12	1,500	1,243	2,743.1
	PDVSA22	22年10月28日	6.00%	4/28 10/28	3,000	1,620	4,620.0
	PDVSA20	20年10月27日	8.50%	4/27 10/27	1,684	1,288	2,971.9
グレースピリオド満了未払					27,078	18,127.0	45,204.8
電力債18	18年4月10日	8.50%	4/10 10/10	650.0	442.0	1,092.0	
グレースピリオド満了未払					650.0	442.0	1,092.0
合計					58,820	44,097	102,917

(出所) Av Security よりベネインベストメント作成

## POINT

**2025年12月末時点の外貨準備は前年比29.7%増の約133.1億ドル。**

## 2. 外貨準備の内訳と考察(2025年12月末)

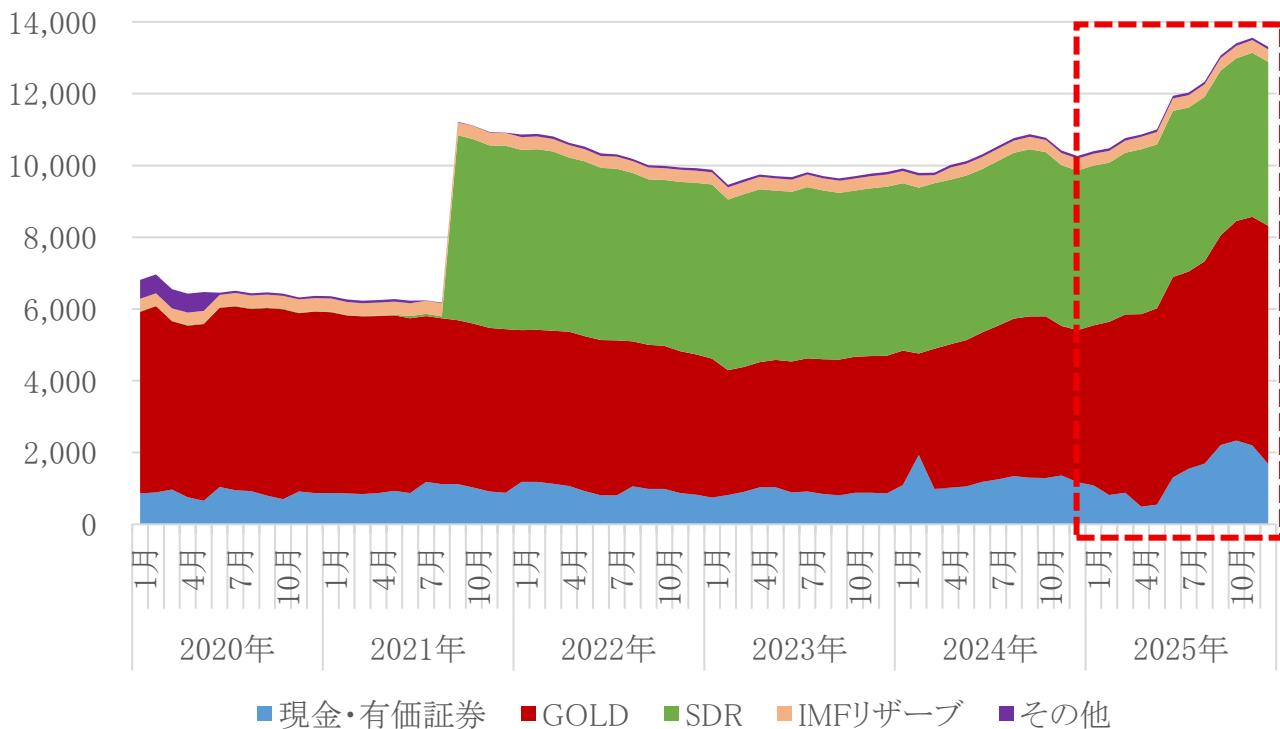
ベネズエラ中央銀行が2025年12月末時点の外貨準備の内訳を公表した。本稿では、25年12月末時点の外貨準備の詳細について分析してみたい。

中央銀行の統計によると、25年12月の外貨準備は約133.1億ドル。24年12月の外貨準備は約102.6億ドルだったので、前年同期から約30.4億ドル増、前年同期比29.7%増と大きく増加したことになる。

なお、25年10月、11月を除いて、133.1億ドルよりも多い外貨準備を計上したのは、2016年2月(当時は約135.7億ドル)。

つまり、現在の外貨準備は過去9年10カ月以来の水準ということになる。

グラフ: 外貨準備高の推移(2020年1月~25年12月) (単位: 100万ドル)



(出所) 中央銀行(現金・有価証券、GOLD、外貨準備総額、その他)、IMF(SDR、IMFリザーブ)

(注) 現金・有価証券、GOLD、その他について、各年6月、12月は確定値だが、それ以外の月は予測値

## POINT

前ページの外貨準備グラフの内訳(24年12月~25年12月)を示したのが下の表になる。

2025年12月時点の各項目は以下の通り。

「現金・有価証券」 約16.9億ドル(前年同期比44.0%増)

「GOLD」 約66.4億ドル(前年同期比56.3%増)

「SDR」 約45.7億ドル(前年同期比2.7%増)

「IMFリザーブ」 約3.5億ドル(前年同期比5.1%増)

「その他」 約0.7億ドル(前年同期比0.1%増)

### GOLD は前年同期比5

6.3%増。

### 現金・有価証券は同4

4%増。

特筆すべきは「GOLD」と「現金・有価証券」の増加だろう。

GOLDは前年同期から23.9億ドルも増えている。

また、「現金・有価証券」は前年同期から約5.2億ドル増えている。

両者の増加は合計で約29.1億ドルであり、この1年間の増加分は

「GOLD」と「現金・有価証券」の増加に起因していると言える。

表: ベネズエラの外貨準備推移(2024年12月~25年12月)

	2024年	2025年					
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
現金・有価証券	1,171	1,082	818	884	491	551	1,311
GOLD	4,244	4,465	4,823	4,964	5,364	5,464	5,580
SDR	4,446	4,445	4,435	4,502	4,595	4,570	4,629
IMFリザーブ	332	332	334	339	346	346	350
その他	70	70	70	70	70	70	70
合計	10,263	10,394	10,479	10,759	10,865	11,001	11,940

	2025年							前年 同期比
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	割合	
現金・有価証券	1,550	1,692	2,208	2,331	2,203	1,687	12.7	44.0
GOLD	5,497	5,640	5,846	6,126	6,367	6,635	49.9	56.3
SDR	4,564	4,584	4,592	4,525	4,570	4,566	34.3	2.7
IMFリザーブ	345	348	348	349	348	349	2.6	5.1
その他	70	70	70	70	70	70	0.5	0.1
合計	12,027	12,334	13,064	13,401	13,558	13,306	100.0	29.7

(出所) ベネズエラ中央銀行、IMFから弊社作成 ※緑色で塗られている箇所は暫定値

## POINT

**中央銀行の GOLD 保有量は、2024年12月末の52.96トンから25年12月末には47.02トンと5.94トン減少。ただし、GOLD 評価額が大きく増加したため、25年12月末の GOLD 保有額は前年より増加。**

**12月末時点で、外貨準備は流動性を懸念する水準にはない。**

また、GOLD が急増した要因は、中央銀行が GOLD の保有量を増やしたからではなく、GOLD の市場価格が上昇したためである。

中央銀行の発表によると、2025年12月の GOLD の価格は4389.45ドル/トロイオンス。2024年12月は2492.58ドル/トロイオンス。つまり、GOLD の価格は12カ月間で約76.1%も増加している。

一方、前述の通り、25年12月の GOLD 保有額は約66.4億ドル。そして、24年12月の GOLD 保有額は約42.4億ドル。12カ月間で約56.3%増と大きな増加ではあるが、GOLD 価格の増加率(76.1%)よりも小さい。

これは24年12月~25年12月にかけて中央銀行が GOLD の一部を売却したことを意味する。

中央銀行の発表値から計算したところ、25年12月時点の GOLD 保有量は約47.02トン。24年12月は約52.96トンだったので、2025年中に中央銀行は5.94トンを売却し、現金化したことが分かる。

GOLD を売却した時期について、過去の中央銀行の発表から少なくとも2025年1~6月中には GOLD を売却していないことが確認されている([「カントリーリスク・レポート No.429」](#)参照)。

そして、2025年8月から9月にかけて「現金・有価証券」の金額が約16.9億ドルから約22.1億ドルに増加している。外貨準備の変動を踏まえると8月中に GOLD を現金化した可能性が高そうだ。

なお「現金・有価証券」は1月~4月にかけて減少傾向が続き、4月には約4.9億ドルと著しく低い水準まで落ちた。しかし、5月から増加に転じ、10月には23.3億ドルと大きく回復。

11月から再び減少し、12月には16.9億ドルまで減ったが、それでも流動性の危機を懸念する状況にはない水準と言える。

## POINT

**経済制裁や政府認識を理由に外貨準備の一部はロドリゲス暫定政権に裁量権がない。**

**暫定政権が自由に使用できる外貨準備は約40.2億ドル(うち現金が16.9億ドル、GOLDが22.6億ドル)と推測される。**

前述の通り、2025年12月末時点の外貨準備は133.1億ドルと過去数年単位で見てもかなり多い金額と言える。しかし、ベネズエラは経済制裁やベネズエラ政府の認識を理由に外貨準備のかなりの部分は使用できない。

まず「特別引出権 (SDR)」、「IMF リザーブ」はIMFの加盟国がその国の財政的な緊急事態の際に使用することが出来る資金だが、IMFはマドゥロ政権をベネズエラ政府と認識していないため、ベネズエラ政府が使用することは出来ない。マドゥロ大統領夫妻の拘束以降、米国が対ベネズエラ方針を変え、ロドリゲス暫定政権によるSDR、IMFリザーブの使用可能性について検討がされているようだが、少なくとも現時点で使用は解禁されていない。

「GOLD」も「SDR」「IMFリザーブ」と近い状態にある。

中央銀行が保有している47.02トンのGOLDのうち約31トンは英国銀行で保管されている。そして、英国政府は暫定政権の中央銀行を正式な中央銀行と認識しておらず、この認識に従い、英国銀行も暫定政権によるGOLD使用を拒んでいる。つまり、47.02トンのうちの31トンは凍結されており、凍結されているGOLDの評価額は約43.8億ドルになる。

「SDR」「IMFリザーブ」「GOLD(英国銀行保管)」を合わせると、凍結されている金額は約92.9億ドルにのぼる。つまり、本当の意味で中央銀行が使用できる外貨準備は約40.2億ドルということになる。

表:ベネズエラ中央銀行の使用できる資金

(単位:100万ドル)

	2025年 12月	凍結 資産	使用可 資産
現金・有価証券	1,687		1,687
GOLD	6,635	△ 4,375	2,260
SDR	4,566	△ 4,566	0
IMFリザーブ	349	△ 349	0
その他	70		70
合計	13,306	△ 9,290	4,016

(出所) 中央銀行公表値から弊社試算

※表は小数点以下を四捨五入しているので、合計が一致しないことがある。

### 3. ベネズエラ債券・経済指標の増減(2月27日時点)

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	44.80	48.10	46.45	0.70
2018-II	13.625	2018/8/15	45.80	47.35	46.58	1.53
2018	7	2018/12/1	35.70	37.10	36.40	△ 2.02
2019	7.75	2019/10/13	37.05	38.45	37.75	△ 2.83
2020	6	2020/12/9	34.80	36.20	35.50	△ 3.40
2022	12.75	2022/8/23	46.15	47.60	46.88	△ 2.45
2023	9	2023/7/5	40.00	41.45	40.73	△ 2.98
2024	8.25	2024/10/13	38.65	40.05	39.35	△ 3.67
2025	7.65	2025/4/21	38.25	39.65	38.95	△ 3.35
2026	11.75	2026/10/21	46.00	47.25	46.63	△ 3.72
2027	9.25	2027/9/15	44.10	45.35	44.73	△ 4.08
2028	9.25	2028/5/7	41.20	42.40	41.80	△ 4.78
2031	11.95	2031/8/5	45.35	46.65	46.00	△ 3.72
2034	9.375	2034/1/13	43.60	44.95	44.28	△ 4.22
2038	7	2038/3/31	38.25	39.55	38.90	△ 4.48
電力債 2018	8.5	2018/4/10	28.75	31.25	30.00	△ 0.74

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	101.35	102.35	101.85	△ 0.39
2021	9	2021/11/17	37.15	38.10	37.63	△ 3.77
P 2022	12.75	2022/2/17	41.65	42.50	42.08	△ 2.72
D 2022(N)	6	2022/10/28	28.75	29.60	29.18	△ 2.26
V 2024	6	2024/5/16	31.65	32.20	31.93	△ 5.41
S 2026	6	2026/11/15	31.55	32.25	31.90	△ 6.04
A 2027	5.375	2027/4/12	30.65	31.30	30.98	△ 5.49
2035	9.75	2035/5/17	37.80	38.85	38.33	△ 5.66
2037	5.5	2037/4/12	30.90	31.60	31.25	△ 4.14

	百万ドル	先週比
外貨準備	14,405	1.53

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	419.99	3.61
並行レート(Binance)	605.05	5.85

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

## 解説

今週は、Bloomberg がベネズエラ債に関して買いを推奨する記事を報じた。

米国大手銀行 JP Morgan および Bank of America のストラテジストは、ベネズエラ債の累積利息に注目。

現在のベネズエラ債の市場価格は累積利息が考慮されていないと考察し、この累積利息が債券保有者に利益をもたらす可能性を指摘した(「[ベネズエラ・トゥデイ No.1337](#)」)。

しかし、筆者の認識では、累積利息を含めても現在の価格は「適性」あるいは「過大評価」と理解している。

いずれにしても市場は、この記事には反応せず、2018年満期の国債を除き、先週比マイナスとなった。

以上