

今週のテーマ

1. 一週間のまとめ
 - (1) 与党陣営の動き
～軍部高官、閣僚らを一斉に交代～
..... 1p
 - (2) 野党陣営の動き
～特筆する動きなし～
..... 3p
 - (3) 外国の動き
～米国 渡航警戒レベルを引き下げ～
..... 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. 制裁ライセンス No.52 の内容と分析
..... 6p
3. 25年のベネズエラ GDP 成長率考察
..... 8p

債券指標の動き

4. ベネズエラ債券・経済指標の増減
..... 12p

カントリーリスク分析



(写真) World Baseball Classic@WBCBaseball

“ベネズエラ ワールド・ベースボール・クラシックで優勝”

一週間のまとめ (2026年3月15日～3月20日)

(1) 与党陣営の動き ～軍部高官、閣僚らを一斉に交代～

3月18日 デルシー・ロドリゲス暫定政権は閣僚交代を発表した。

交代したのは、国防相、住宅住居相、労働相、交通相、大学教育相、文化相、電気エネルギー相。また、大統領府護衛長および軍部内を監視する警察組織 DGCIM のトップも交代した(新たに就任した人物の名前は「ベネズエラ・トゥデイ No.1346」を参照)。

特筆すべきは国防相の交代。暫定政権はグスタボ・ゴンサレス・ロペス氏を国防相に任命。2015年から国防相を務めてきたパドリーノ・ロペス国防相が交替した。

POINT

暫定政権 閣僚・軍高官を一斉に交代。

軍部新体制のトップには米国から個人制裁を受けている人物が3名(暫定大統領を含めると4名)。

米国政府は今回の交代について特段の反応はしていない。

また、翌日にはベネズエラ軍の最高役職である「CoeFANB 総司令官」「CoeFANB 副司令官」「陸軍総司令官」「海軍総督」「空軍総司令官」「国家防衛隊総司令官」「民兵総司令官」「国軍監察総監」らの交代も発表された。

10年以上続いたパドリーノ・ロペス国防相の交代、軍トップの一斉交代はベネズエラ軍内部に大きな動揺を起こしていることは想像に難くない。

なお、グスタボ・ゴンサレス・ロペス新国防相を含めて、新たな軍トップのうち3人は米国の個人制裁の対象者となっている(下図参照)。

この発表と同じタイミングで米国上院の外交委員会の議員団がベネズエラを訪問し、国会議長、暫定大統領らと面談しているが、この任命について議員団が異議を呈したという報道は確認できていない。



POINT

暫定政権の動きが激しく、野党のメディアでの露出は低迷。

米国 カラカス・マラカイボなどベネズエラの渡航警戒レベルを引き下げ。

米交通省 AA の子会社 Envoy の米国—ベネズエラ間の運行を許可したが、具体的な再開日程は未定。

他、3月17日には PDVSA 経営陣の人事を発表した（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1345](#)」）。Héctor Obregón 社長を含めて留任する人物もあり、「暫定政権下での PDVSA 役員を正式に決定した」という意味合いが強そうだ。

（2）野党陣営の動き ～特筆する動きなし～

野党については特筆するような動きは確認できない。

米国と暫定政権に関連する動きが激しく、特に今週は WBC でのベネズエラ優勝もあり、野党の扱いは小さくなっている。

（3）外国の動き ～米国 渡航警戒レベルを引き下げ～

3月19日 トランプ政権は、一部地域を除いてベネズエラの渡航警戒レベルを「カテゴリー3（渡航の再検討を推奨）」に引き下げた（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1346](#)」）。

米国政府がベネズエラの渡航警戒レベルを引き上げたのは2019年。マドゥロ政権との外交関係が断絶したことを受けて「カテゴリー4（渡航禁止）」としていたが、7年越しの引き下げとなる。

ただし、カテゴリー3への引き下げはベネズエラ全土ではない。タチラ州、アマゾナス州、アプレ州、アラグア州、グアリコ州、ボリバル州内陸などは引き続きカテゴリー4を維持しており、部分的な引き下げになる。

とは言え、米国人が出張などで移動するカラカス、マラカイボ地域などはカテゴリー4には分類されておらず、出張目的での渡航は基本的に可能な状況になっていると言えそうだ。

なお、米交通省は3月上旬に American Airlines の子会社「Envoy」に対して、カラカス—マイアミ間、マラカイボ—マイアミ間の運航を許可したと報じられている（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1340](#)」）。

ただし、運航再開に当たり調整しなければならないことが多いのか、現時点でいつ再開するのが具体的な日程は決まっていない。

（４）今週、来週の主なイベント

今週の最大のニュースはWBCのベネズエラ優勝だろう（「[ベネズエラ・トゥデイ No.1345](#)」）。

米国との関係改善、経済制裁の緩和、中東紛争を受けたベネズエラ原油の注目の高まりなど2026年に入ってからベネズエラに追い風になるようなニュースが多い。

ただし、軍部トップの交代は既得権益グループの反発を招く恐れがあり、今後揺れ動かしが起きる可能性も否定できない。このまま安定的に政治・経済がソフトランディングすることを期待したい。

表： 3月15日～3月20日に起きた主なイベント

日付			内容
3月	15日	日	
	16日	月	
	17日	火	WBC 米国代表破りベネズエラ代表が優勝
			インドからジェネリック医薬品の輸入について合意
			暫定政権 PDVSAの役員人事を発表
	18日	水	WBC優勝を受けて、3月18日は急遽休日に
			暫定政権 閣僚らを一斉に交代
			米国上院の外交委員会議員団がベネズエラ訪問（19日まで）
			OFAC 制裁ライセンスNo.52を発行
	19日	木	暫定政権 軍幹部を一斉に交代
			OFAC 制裁ライセンスNo.5を更新
	20日	金	

表： 3月15日～3月22日に予定されている主なイベント

日付			内容
3月	21日	土	
	22日	日	
	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（3月20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	3,145.0	7,145.0
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	25,713.4	56,805.4
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	44,282	103,102

(出所) Av Security よりベネインベストメント作成

POINT

OFAC GL52 を発行。

GL52 で許可されている内容自体は、GL46、48、49 で既に許可されている内容。

つまり、GL52 の発行により許可される取引内容が増えたということはない。

2. 制裁ライセンス No.52 の内容と分析

今週、米国の外国資産管理局 (OFAC) は制裁ライセンス No.52 (以下、GL52) を発行した。

制裁ライセンス No.52 は、米国企業を対象に「2018 年、19 年に発行した大統領令 13884 号および 13850 号 (ベネズエラ政府、政府系企業含むとの取引を禁止する趣旨の大統領令) に関して、PDVSA および PDVSA が直接・間接的に 50% 以上の株式を保有する企業 (以下、PDVSA 関連企業) を条件付きで対象外にする」という内容である。

GL52 には、具体的にどのような取引が許可されるのかは明示されていないが、OFAC は FAQ にて具体的な許可内容を明示している。

FAQ にて明示されている GLNo.52 の許可内容は以下の通り。

-
- ・ベネズエラ産原油またはベネズエラ産石油製品の積み出し、輸出、再輸出、販売、再販売、供給、保管、販売促進、購入、引渡し、または輸送
 - ・石油、ガス、または石油化学製品分野における探査、開発、または生産活動に必要な希釈剤、物品、サービスおよび技術のベネズエラへの提供
 - ・ベネズエラの石油、ガス、または石油製品分野における探査、開発、または生産活動に関する新規投資契約の締結
 - ・上記活動に関連するベネズエラにおける新たな合弁事業 (JV) またはその他の法人の設立
 - ・上記の活動に通常付随し、かつ必要な全ての取引 (これには商業、法務、技術、安全、環境に関するデューデリジェンスおよび評価の実施が含まれる)
-

GL46、48、49 については前号「[カントリーリスク・レポート No.449](#)」を確認されたいが、ここで明示されている許可内容は、基本的に GL46、GL48、GL49 に書かれている。従って、GL52 で許可される内容が新たに増えたということではない。

POINT

GL52 の最大の特徴は、
許可対象となる企業が
増えたことである。

これまでの GL は「既に
PDVSA と取引関係が
ある企業」を前提とし
た内容だったが、GL52
はそのような前提を排
除している。

そのため適用対象が拡
大したと解釈されてい
る。

GL52 で変わったのは、取引可能な主体が広がった(と理解できる)点である。

GL46、48、49 は、実質的に「ベネズエラで既に活動している、あるいは取引が成立している企業」を前提とした内容であり、Chevron など既にベネズエラと取引関係がある一部企業だけが適用できるような制裁ライセンスだったとされている。

しかし、GL52 は上記のような制限を除外しており、**米国企業(25年1月29日以前に設立)**であれば PDVSA および PDVSA 関係企業と取引可能になったと解釈されている。これが GL52 の最大の特徴と言える。

なお、GL52 も GL46、48、49 と同様に、適用にはいくつかの条件がある。制裁ライセンス No.52 を適用するための条件は原則以下の通り。

1. PDVSA (PDVSA 関連企業含む) との取引契約の際に「米国法を準拠法とすること」「紛争の解決が米国内で行われること」を明記すること。
2. 凍結対象者への金銭支払いは、「外国政府預託基金」または米財務省が指示する口座に入金すること(ただし現地税、許認可費用、手数料を除く)

また、以下の行為は許可されていない。

- ・ 債券・債務関連取引
- ・ PDVSA 持分の売却・担保化
- ・ SDN 対象者との取引 (PdVSA 除く)
- ・ 非商業的条件 (GOLD・暗号資産) による支払い
- ・ ロシア・イラン・北朝鮮・キューバ関係者の関与
- ・ 中国企業が支配する企業の関与
- ・ 凍結資産の解除
- ・ 制裁対象船舶の関与

今回の制裁ライセンスの発行は、イランの紛争悪化を受けて原油調達を拡大するための手段の1つと報じられている。

POINT

ベネズエラ中銀

25年の経済成長率は

前年比8.7%増。

3. 2025年のベネズエラ GDP 成長率考察

「ベネズエラ中央銀行 (BCV)」は、2025年の業種別 GDP 成長率 (実質) を更新した。以下では、その内容を紹介、考察したい。

BCV が公表した「ベネズエラの業種別 GDP 成長率 (2021~25年)」によると、ベネズエラ経済は21年から回復が続いており、特に22年に14.7%増と大きく回復した後、24年、25年は8.7%増の成長が続いている。

しかし、その成長率を業種別に精査すると、その成長は一様ではないことが確認できる。本稿では、業種別の動向を分析するとともに、統計を解釈する上での留意点を整理する。

表:ベネズエラの業種別GDP成長率(2021年~25年)

(単位:%)

部門・業種	2021年*	2022年*	2023年*	2024年*	2025年*
石油分野+非石油分野	1.1	14.7	4.7	8.7	8.7
石油分野	12.2	15.6	4.8	15.7	15.2
非石油分野	△ 3.5	13.9	4.4	5.6	6.4
農業	△ 7.8	5.1	4.7	6.2	4.5
鉱業	6.3	5.0	0.8	14.8	10.9
製造業	7.0	27.2	2.1	6.7	8.1
電気・水道業	△ 4.5	3.7	4.7	6.1	2.1
建設業	86.2	44.6	0.5	20.2	30.7
商業・自動車補修業	1.9	19.6	2.7	7.0	9.2
交通・倉庫業	△ 1.3	32.4	2.2	2.4	5.0
宿泊・食事サービス業	9.9	31.4	2.9	8.0	9.6
情報通信業	8.0	4.9	11.1	4.4	4.9
金融・保険業	△ 21.1	23.1	7.4	23.8	12.7
不動産業、専門技術職	△ 8.0	6.2	4.5	4.7	4.9
教育・医療・娯楽・その他サービス	△ 3.1	29.9	6.2	5.7	5.5
政府サービス	△ 17.6	11.3	1.0	1.1	1.7

(出所)ベネズエラ中央銀行、※2021年~25年まで全て暫定値

POINT

**2025年の石油部門
の成長率は前年同期比
15.2%増。**

**GDPは「収益性」より
も「生産量」を反映する
統計。**

**25年は産油量が増加
したため、収益の観点
で問題があってもGDP
は増加したとされる。**

(1) 2025年 石油部門高成長のカラクリ

石油部門は2021年以降高成長を維持しており、24年は15.7%増、25年は15.2%増と、全体平均を大きく上回る伸びを示している。

2021年～24年の成長については、「制裁緩和による輸出回復」「希釈剤供給の改善」「外資パートナーとの協力再開」などで説明がつくが、2025年については、トランプ政権下での制裁再強化によりベネズエラの原油輸出に混乱が生じた。原油価格も低迷しており、15.2%増という大きな成長には疑問が生じる。

この原因はGDPの計算方法にあるとされる。

① 数量ベースの増加

GDPは「付加価値」をベースとする統計であるが、実務上は生産量の変化が強く反映されるため、「収益性」よりも「生産量」の動向に近い形で数値が動く傾向がある。つまり、GDP統計は「儲かっているか」よりも「どれだけ生産したか」を反映しやすい。

実際に2025年の石油部門は制裁強化の中でも産油量は大きく増加していた。従って、2025年の石油部門の高成長の理由は、「収益性の改善」ではなく「産油量の回復」を反映している可能性がある。この点は、統計上の成長と実体経済の状況を評価する上で重要な留意点と言える。

② ディスカウント輸出が加味されない

2025年は米国による制裁強化により販路が少なくなり、中国向け輸出の依存度が高まった。しかし、PDVSAは中国企業へ原油を輸出するにあたり大幅なディスカウントを余儀なくされていた。また、制裁回避のために複雑な流通方法を取らざるを得ず、これが輸送コストを上昇させるなど、PDVSAの収益性を悪化させていた。

しかし、前述の通り、GDPは生産量で計上されるので、この収益性の悪化については十分に加味されておらず、統計と実態に乖離が生じている。

その意味で、25年の石油部門の成長率は、他の年と比較して実体経済を適切に反映していない可能性が高いと考えられる。

POINT

非石油部門は都市部での消費増に伴い、一部の業種で回復。

(2) 非石油部門は限定的回復、回復の度合いも業種により異なる

非石油部門は2021年のマイナス成長から回復し、25年には6.4%増となったが、石油部門と比較すると伸びは限定的である。

「高成長」に分類できる業種は

「建設業(30.7%増)」「金融・保険業(12.7%増)」「鉱業(10.9%増)」「宿泊・飲食業(9.6%増)」「商業(9.2%増)」。

「鉱業」を除き、都市部・ドル経済圏がけん引する形で回復した分野と言える。これは、回復が全国的なものではなく、都市部のドル流動性に依存した限定的な回復であることを示唆している。

製造業も8.1%増と高成長と言える業種だろう。

なお、民間製造業が加盟する経済団体「Conindustria」が加盟企業を対象に行ったアンケート調査では、25年の生産量は前年比5.4%増としており、BCVの公表値と大きく乖離していない(下図)。



(出所) Conindustria “Encuesta de Coyuntura Industrial IV Trimestre 2025”

POINT

**建設業が他を圧倒する
増加率になっている要
因は、経済回復前の建
設業の数値があまりに
も低かったため。**

なお、建設業は21年以降、極めて高い成長率を示しているが、これは建設業が好調という意味ではないとの理解が一般的である。つまり、2014年～20年にかけて建設業の縮小が激しすぎたため、少しの限定的な商業・住宅プロジェクトの再開でも前年と比べると数字上は大きな増加になるという意味である。

また、「電力・水道（2.1%増）」「政府サービス（1.7%増）」など財政的な制約により政府系事業の成長は低迷している。

BCV 統計では2025年も8.7%増と比較的高い成長を示しているが、「実経済は伸び悩んでいる」との認識が一般的。

なお、IMF は2025年のベネズエラの実質 GDP を前年比0.5%増としている。IMF は国際比較可能な手法で推計を行っており、石油部門の過大評価を抑制する傾向があるため、より実体経済に近い値を示している可能性がある（[「ウィークリーレポート No.431」](#)）。

（3）2026年は好材料が揃い、プラス成長を予見

2026年は制裁緩和、原油価格の上昇、石油産業の回復、外国からの投資増などが予見され、高い経済成長が期待できる。

BCV の統計を見る限り、ベネズエラ経済は回復の方向に向かっているものの、その実態は依然として限定的であり、今後の回復が持続的なものとなるかは、制裁環境、石油市場、対外関係の動向に大きく依存する。

その意味では、2026年は、「米国との政治的関係の急接近」「経済制裁の緩和」「外国投資の増加」「産油量の増加」「原油価格の上昇」などベネズエラ経済にとってポジティブな材料が揃っている。

これらの材料は政治・外部的な要因に大きく依存しており、不確実性があることが前提だが、現状の流れが続くのであればプラス成長となる可能性は高い。

4. ベネズエラ債券・経済指標の増減(3月20日時点)

銘柄	利率	満期	BID	ASK	平均	先週比
2018-I	13.625	2018/8/15	50.40	53.05	51.73	8.84
2018-II	13.625	2018/8/15	51.20	52.70	51.95	7.45
2018	7	2018/12/1	38.65	40.05	39.35	4.38
2019	7.75	2019/10/13	41.60	43.00	42.30	6.55
2020	6	2020/12/9	38.70	40.05	39.38	5.99
2022	12.75	2022/8/23	51.00	52.35	51.68	5.84
2023	9	2023/7/5	45.35	46.70	46.03	6.23
2024	8.25	2024/10/13	43.50	45.00	44.25	6.37
2025	7.65	2025/4/21	42.90	44.25	43.58	6.28
2026	11.75	2026/10/21	51.65	52.75	52.20	6.04
2027	9.25	2027/9/15	49.45	50.80	50.13	5.92
2028	9.25	2028/5/7	46.55	47.60	47.08	7.11
2031	11.95	2031/8/5	51.60	52.70	52.15	7.53
2034	9.375	2034/1/13	48.20	49.80	49.00	5.83
2038	7	2038/3/31	42.40	43.55	42.98	5.78
電力債 2018	8.5	2018/4/10	32.30	33.95	33.13	6.08

	利率 %	満期	BID	ASK	平均	先週比
2020	8.5	2020/10/27	103.30	104.15	103.73	1.00
2021	9	2021/11/17	40.30	41.10	40.70	3.89
P 2022	12.75	2022/2/17	46.65	47.25	46.95	6.16
D 2022(N)	6	2022/10/28	32.25	33.00	32.63	4.07
V 2024	6	2024/5/16	36.65	37.45	37.05	5.86
S 2026	6	2026/11/15	36.35	37.10	36.73	5.23
A 2027	5.375	2027/4/12	35.55	36.10	35.83	6.78
2035	9.75	2035/5/17	42.50	43.10	42.80	5.94
2037	5.5	2037/4/12	35.25	35.90	35.58	5.80

	百万ドル	先週比
外貨準備	13,986	△ 2.88

為替レート	ボリ/ドル	先週比
両替テーブル	457.08	2.30
並行レート(Binance)	655.20	4.85

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

解説

今週のベネズエラ債は国債で先週比6.41%増。PDVSA社債で同4.97%増。カラス電力社債で同6.08%増と大きく上昇した。

特に3月17日午後~18日にかけて需要が高まった。

恐らく最大の要因は、WBCでのベネズエラ優勝だろう。

3月17日(米国時間)にベネズエラ代表が米国代表を破り優勝した(「[ベネズエラ・トゥデイ No.1345](#)」)。ご祝儀的な買い需要が殺到したと思われる。

また、今週Morgan Stanleyがベネズエラ債は値上がり余地があるとして購入を推奨するレポートを発行した。

これも買い需要を拡大させた要因とされる。

以上