

転機を迎えるベネズエラ

体制転換の可能性と原油・金融市場への影響

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川 珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

- ベネズエラでは、反米左派マドゥロ政権が二期目に入ったが、再選挙を要求する野党のグアイド国民議会議長が暫定大統領就任を宣言し、20年ぶりに体制転換が生じる機運が高まっている
- 米国による経済制裁強化により、マドゥロ政権の資金繰りは悪化し、対外債務返済は一層困難に。利権供与でつなぎとめてきた軍部が離反するか否かが、体制転換のカギを握る
- ベネズエラの国際原油・金融市場における存在感は大きくない。原油供給量の減少による原油価格の高騰や、デフォルトによる新興国債務危機の引き金を引くリスクは限定的と考えられる

1. 20年ぶりの体制転換の機運が生じるベネズエラ

「21世紀の社会主義革命」を掲げた反米左派・チャベス前政権の誕生（1999年2月）から20年を経て、ベネズエラは大きな転機を迎えている。チャベス路線を継承するマドゥロ政権（ベネズエラ統一社会党、PSUV）が2013年に発足して以降、ベネズエラ経済は混迷の一途をたどってきた。実質GDP成長率は、原油安の影響もあり2014年以降マイナス成長が継続し、経済規模は半分以下に縮小している。一方、通貨増発による財政赤字ファイナンスや外貨不足による物資不足で、ハイパーインフレが進行している。消費者物価上昇率は100万%を超え、2019年には1,000万%に達すると予測されている（2018年10月時点のIMF予想）（図表1）。

長期化する経済低迷によりマドゥロ政権への支持は低下し、2015年の国民議会選挙では、野党連合・民主統一会議（MUD）が圧勝した。しかし、マドゥロ政権は、経済政策の見直しではなく強権化によって体制維持を図ろうとしてきた。2017年3月、政権を支持する最高裁が国民議会の立法権無効化

図表1 ベネズエラの主要経済指標

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
実質GDP成長率	前年比%	1.3	▲ 3.9	▲ 6.2	▲ 16.5	▲ 14.0	▲ 18.0	▲ 5.0
名目GDP	10億ドル	234	212	243	236	210	96	87
一人当たりGDP	ドル	7,869	7,030	7,923	7,688	6,890	3,300	3,100
消費者物価	前年比%	43.5	57.3	111.8	254.4	1087.5	1,370,000	10,000,000
人口	100万人	30	30	31	31	30	29	28
	前年比%	-	1.4	1.4	0.3	▲ 0.7	▲ 4.3	▲ 3.8
財政収支	GDP比%	▲ 14.1	▲ 16.5	▲ 17.6	▲ 17.8	▲ 31.8	▲ 30.5	▲ 30.0
経常収支		2.0	2.3	▲ 6.6	▲ 1.6	2.0	6.1	4.0

（注）GDP、物価、経常収支は2016年以降、人口は2010年以降、財政収支は2013年以降IMFによる推計・予測。
（資料）IMFより、みずほ総合研究所作成

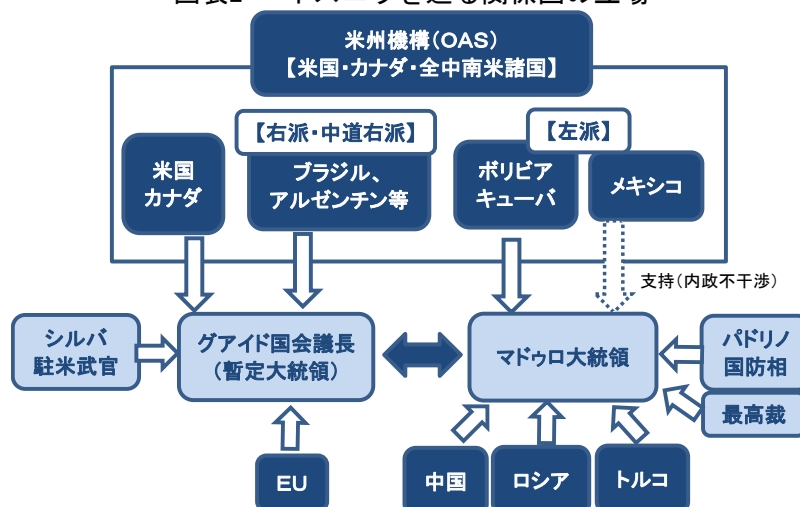
を発表（後に撤回）したことを契機に、大規模な反政府デモが発生し、政情は一段と緊迫化した。同8月には、憲法改正を目的とした制憲議会が発足し、国民議会の立法権を剥奪した。2018年5月には、野党候補の参加を実質的に排除する形で大統領選挙を強行し、マドゥロ大統領は得票率68%で圧勝したが、投票率は46%（前回2013年80%）にとどまった。

米州各国が不公正な選挙結果を受け入れない姿勢を示すなか、マドゥロ大統領は2019年1月10日に二期目をスタートさせた（任期6年）。これに対し、野党のグアイド国民議会議長（大衆意思党、VP）は、選挙結果は無効であるとして再選挙を要求し、自ら暫定大統領に就任することを宣言した（1月23日）。ベネズエラ憲法では、大統領不在の場合は30日以内に選挙を実施し、新大統領就任までは国民議会議長が大統領職務を遂行すると規定されている。

グアイド議長の暫定大統領就任を巡る国際社会の対応は割れている。米州機構（OAS、ベネズエラは2017年6月に脱退）参加国では、トランプ米大統領がグアイド氏の暫定大統領就任を承認した（1月23日）¹⁾ほか、カナダやブラジル、アルゼンチン等の中南米の右派・中道右派国がグアイド氏を支持しているのに対し、左派のポリビア、キューバはマドゥロ大統領を支持している。従来、ベネズエラの民主化を推進してきたメキシコは、左派のロペス・オブラドール政権誕生により方針転換し、内政不干渉の原則から現体制を支持している。米州域外では、英国やEUがグアイド氏を支持する一方、中国、ロシア、トルコはマドゥロ政権支持を表明している（図表2）。

社会主義・独裁政治からの体制転換が実現するか否かは、マドゥロ政権を支持してきた軍部の動向次第とされる。マドゥロ大統領は、石油利権や政権主要ポストを与えることで軍部を懐柔してきたが、グアイド氏は恩赦を提示して政権からの軍人の離反を促している。パドリノ国防相をはじめ、軍部の大勢はマドゥロ政権を支持する姿勢を維持しているが、在米ベネズエラ大使館のシルバ武官がグアイド氏支持を表明したほか、下級軍人による反政府活動の動きもあるなど、軍部の支持は盤石とは言い難い。カリスマ性ではなく利権供与で軍部をつなぎとめてきたマドゥロ政権が、資金繰りに一段と窮すれば、軍部の離反が加速する可能性がある。体制維持の可否を占うには、資金繰りに大きな影響を及ぼす石油関連の経済制裁と対外債務返済問題を、注視する必要がある。

図表2 ベネズエラを巡る関係国の立場



(注) 白抜き矢印は、承認・支持を示す。水色はベネズエラ、紺色は国外。

右派・中道右派は、他にチリ、コロンビア、ペルー等。

(資料) 各種報道等より、みずほ総合研究所作成

2. 米政府による経済制裁と原油市場への影響

(1) トランプ政権は経済制裁を一段と強化

米国はオバマ政権以降、マドゥロ政権の強権化に対して、人権侵害等を理由とした経済制裁を段階的に強化してきた。ベネズエラ要人に対して米国内の資産凍結や米国との事業禁止、入国制限等の経済制裁が実施されており、トランプ政権はマドゥロ大統領を制裁対象に追加（国家元首に対する経済制裁としては4人目、2017年7月）した。このほか、ベネズエラ国債および国営石油会社PDVSA債取引への関与禁止（2017年8月）や、ベネズエラが発行する仮想通貨取引（2018年3月）・金部門との取引（同11月）を対象とする制裁も発動されている。

トランプ大統領は、「あらゆる選択肢が机上にある」（1月23日）と発言している。ポンペオ国務長官は、同盟国に対し「マドゥロ体制を金融システムから遮断し、ベネズエラ国民の資産を正しい統治者に帰属させる」ための協力を呼び掛けており（1月26日）、資金調達を広範に制限することにより、マドゥロ政権に圧力をかける方針だ。

(2) 石油取引に対する経済制裁を発動、ベネズエラの資金調達を制限

さらに米国は、石油取引に対する経済制裁を発動した。ベネズエラの主要輸出産品である石油取引への制裁は、資金調達を決定的に制限することになる。米財務省は1月28日、米国の管轄内にあるPDVSAの資産および資産に係る権益を凍結する等の制裁を発表した。米国内に製油所等を有する米子会社CITGOとの親子間取引も制限される。ボルトン大統領補佐官（国家安全保障担当）は、約70億ドルのPDVSA資産が凍結され、ベネズエラは今後1年で約110億ドルの輸出収入を失うと説明している。

米政府はこれまでも、ベネズエラ産原油の対米輸出禁止や、ベネズエラによる米国からの軽質油（重質油の希釈剤）の輸入禁止等の措置を検討してきたとされる。しかし、石油業界出身で国際協調派のティラーソン前国務長官の存在や、中間選挙前の米国内ガソリン価格への影響を回避したい思惑等もあり、直接的に石油取引を制限する具体的な措置の発動は見送られてきた。

最近では、ベネズエラを「正当性のないマフィア国家」と非難するポンペオ国務長官や、ベネズエラ、キューバ、ニカラグアを「独裁のトロイカ」と呼ぶボルトン大統領補佐官など、米政府内で強硬派が勢力を増している。米大統領選挙年にあたる2020年の制裁発動は難しいと考え、2019年内にベネズエラの民主化に向けて可能な限りの措置を発動しておこうとする思惑もあったとみられる。

ムニューシン財務長官は、今後もグアイド議長を支援するため、あらゆる外交的・経済的手段を講じる方針を示し、グアイド議長や民主的に選出された政権にPDVSAの経営が移管されれば、制裁解除を検討するとしている（財務省プレスリリース）。混乱回避のため、特定の取引に関しては、一定期間PDVSAとの取引が許可されるため、経営陣の刷新が迅速に行われ制裁が短期間で解除されるのであれば、実質的な影響は限られる。グアイド議長は、海外の国有資産を自身の管理下に置き、PDVSA及びCITGOの経営陣を国民議会が任命する方針を示した。もっとも、ケベドPDVSA総裁ら軍人出身の幹部更迭は、軍部の離反を加速させかねず、マドゥロ大統領が応じる公算は高くない。

むしろマドゥロ大統領は、米制裁に対し法的措置を示唆するなど徹底抗戦の構えを見せており、こうした動きが、米国による追加制裁を招く可能性がある。ボルトン大統領補佐官が、グアイド氏ら野党勢力や米外交官への弾圧は「重大な結果」をもたらすと警告（1月27日）したにもかかわらず、マド

ウロ派の最高裁は、グアイド議長の渡航禁止と銀行口座凍結、さらには外国の内政干渉を支援した罪等で捜査対象とする方針を発表するなど対決姿勢を強めている（1月29日）。

（３）石油取引への制裁と原油市場への影響

国際原油市場におけるベネズエラの存在感は著しく低下しており、米国による石油取引への制裁が原油価格に与える短期的な影響は、限定的と考えられる。ベネズエラの確認原油埋蔵量は3,028億バレルと世界最大（全体の20.4%）となっているが、チャベス前政権発足前の1997年には日量340万バレルを超えていた生産量は、2018年12月には同120万バレルと1/3程度まで減少している。その背景には、PDVSAの財務状況悪化に伴う資金・生産能力不足、外資の事業縮小・撤退等がある。

世界の石油生産量に占めるベネズエラのシェアは、1.4%（2018年）に過ぎない（図表3）。ベネズエラ産原油の供給減少は原油価格の上昇要因となるが、中国等の景気減速による供給過剰懸念から原油価格が調整局面にある状況においては、主要産油国で同時に供給ショックが発生しない限り、短期的な原油価格への影響は限定的にとどまるとみられる。米制裁発表を受けて、原油価格（WTI先物）は上昇したが、54ドル/バレル前後と安値圏内での値動きにとどまっている。

長期的には、経済制裁が体制転換を促し、民主的な政権への移行につながった場合、PDVSAの抜本的な経営改革や欧米資本の石油開発への参入再開によりベネズエラ産原油の供給が増加し、原油価格の押し下げ要因となる可能性がある。ただし、野党側のエネルギー政策は不透明であり、政権交代後は混乱が予想されることから、実際に産油量が増加し、原油価格に影響を及ぼすまでには長い時間を要することになる。

（４）石油取引への制裁と米国・ベネズエラへの影響

石油取引に関する制裁は、石油精製会社の経営悪化や米ガソリン価格上昇等、米国にも副作用をもたらしうるが、原油取引における米国のベネズエラへの依存は弱まる傾向にある。ベネズエラは米国にとって、カナダ、サウジアラビア、メキシコに次ぐ第4位の原油輸入元だが、ベネズエラ産原油の米国輸入は、ピーク時の日量140万バレル前後から同50万バレル水準まで減少しており、米国輸入に占める

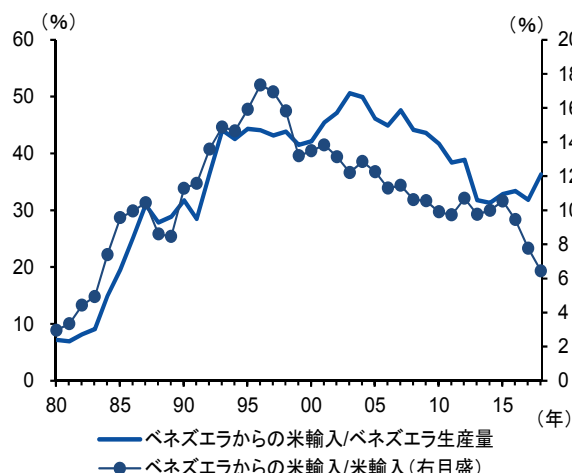
図表3 確認原油埋蔵量と石油生産量

	確認埋蔵量 (億バレル)	シェア (%)	生産量 (万バレル/日)	シェア (%)
OPEC合計	12,142	81.9	3,941	39.5
ベネズエラ	3,028	20.4	137	1.4
サウジアラビア	2,663	18.0	1,033	10.3
イラン	1,556	10.5	358	3.6
イラク	1,472	9.9	456	4.6
クウェート	1,015	6.8	275	2.8
UAE	978	6.6	300	3.0
ロシア	800	5.4	1,149	11.5
米国	328	2.2	1,542	15.4
中国	256	1.7	383	3.8
世界全体	14,828	100.0	9,988	100.0

（注）埋蔵量は2017年、生産量（コンデンセート、NGL等を含む）は2018年。

（資料）石油輸出国機構（OPEC）、国際エネルギー機関（IEA）より、みずほ総合研究所作成

図表4 米国とベネズエラの原油取引



（資料）OPEC、米エネルギー情報局（EIA）より、みずほ総合研究所作成

ベネズエラ産のシェアは近年急低下し、6%程度となっている（図表4）。背景には、シェール革命等による産油量増加に伴う米国の原油輸入の減少や、ベネズエラの産油量減少、ベネズエラが融資の代物弁済として中国・ロシア向け輸出を増やしたこと等がある。米国に拠点を置く石油精製会社でベネズエラ産原油を最も輸入しているのはCITGOであり（全体の約37%）、Chevron等の米大手は経済制裁の段階的な強化を受けて、ベネズエラからの輸入量をすでに抑制してきている（2018年1-10月実績、1月24日付けBloomberg報道）。

一方、ベネズエラにとって対米輸出の重要性はいまだ大きく、PDVSAの石油輸出収入に依存するマドゥロ政権の資金繰りは一層ひっ迫することになる。原油を中心とする燃料はベネズエラの輸出の97%を占めており（データは2013年）、石油関連産業が最大の外貨獲得手段となっている。なかでも、ベネズエラの産油量に対する米国輸入の比率は、ピーク時の5割超から低下しているものの、2018年時点でも約36%と最大の輸出先となっている（図表4）。

制裁により米国への輸出が全面的に禁止されるわけではないが、輸出代金はマドゥロ政権が引き出すことのできない預託口座で管理されるため、ベネズエラは米国以外の仕向地への輸出か、第三者を経由した米国向け輸出への切り替えを迫られることになる。ベネズエラの輸出先は他にインド、中国、ロシア等があるが、中国、ロシア向け輸出は融資の代物弁済が中心となっており、外貨獲得には寄与していないとされる。また、現局面の仕向地の変更は、不利な条件に応じることを余儀なくされ、採算が悪化する可能性が高い。さらに、今回の制裁により、PDVSAとの合弁事業が認められなくなる2019年7月27日以降は外資系企業の事業縮小や撤退が予想されるほか、米国からの希釈剤輸入も減少するとみられるため、産油量の一段の減少は避けられない。

PDVSAは、制裁への対応に追われている。具体的には、米国向け原油を積載した船舶への出国前の支払を求めているほか、ベネズエラ産原油と外国産石油製品のスワップや商社等の仲介を経由する形への契約見直し等による制裁回避や、米国向け貨物の不可抗力条項（契約不履行に対する違約金免責）発動等を検討していると報じられている（1月29日付けロイター）。

3. 対外債務問題と金融市場への影響

（1）国債・PDVSA債は事実上デフォルト

マドゥロ政権の資金繰りが一層悪化することに伴い、すでに事実上のデフォルト状態にある対外債務問題が一段と深刻化すれば、体制維持はさらに困難になる。

世界銀行によれば、ベネズエラ政府は2017年末時点で1,056億ドルの対外債務を抱えている。国債・PDVSA債取引を禁じる2017年8月の米制裁により、新発債による債務の借り換えが困難になったため、同11月にマドゥロ大統領は対外債務整理を債権者に通告したが、債務再編の具体策は提示されていない。主要格付け会社は、ベネズエラ国債、PDVSA債を事実上のデフォルトに格下げし、国際スワップデリバティブ協会（ISDA）は返済遅延をクレジット・イベントと認定している。Bloombergのデータによれば、2018年12月時点で約90億ドルの国債・PDVSA債の元利払いの延滞が発生している。例外的に、2020年償還のPDVSA債については、CITGO株式が担保²となっており、CITGOの差し押さえ回避のため政府は優先的に利払いを継続している。

国債およびPDVSA債（ドル建て債）の元利払いは、2019年は2月以降89億ドル、2020年も115億ドルに

達するとみられる。一方で支払原資となりうる外貨準備は、2009年の400億ドルを超える水準から、約84億ドル（2019年1月末）まで落ち込んでいる。外貨準備として海外中銀に保有する金資産が凍結される動きもあり³、マドゥロ政権の支払い能力は一段と低下している。これまでマドゥロ政権が返済の意思を示していたことから様子見していた国債・PDVSA債保有者の一部は、即時元利返済請求（アクセラレーション）の準備を進めていると報じられている。個別企業との訴訟の賠償費用の支払いも増加しており⁴、残された支払い能力を債権者間で争奪し合う様相を呈しつつある。

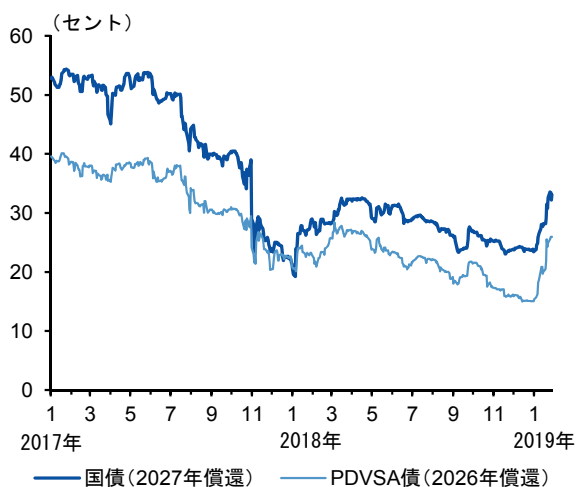
ベネズエラ債券市場では、体制転換の可能性が高まっていることを歓迎する動きがみられる。グアイド議長の新大統領就任宣言を受けて、国債およびPDVSA債の価格は急上昇した（図表5）。新興国のデフォルトでは、新発債と既発債を交換する債務再編が実施されるケースが多いが、米国の経済制裁が続く限り、債務再編のオプションは限られる。体制転換により民主的な政権に移行するのであれば、経済制裁は解除され、債務再編への道が開ける。IMFが、債権者と新政権への対処方針について協議を開始したとの報道もある（1月25日付けFinancial Times）。

（2）マドゥロ政権支援国の対応とデフォルト時の影響

マドゥロ体制が続き、米国の経済制裁が解除されない場合、即時元利返済請求等による全面的なデフォルトを回避できるかは、マドゥロ政権を支持する中国・ロシア・トルコ等の対応がカギを握る。各国は、中期的な資源権益確保の必要性や、軍事的な要衝としての重要性から、反米左派のマドゥロ政権に対する支援を拡大してきた。これらの国々にとって、米国が主導する形での体制転換は痛手となり、債権回収がより困難になるおそれがある。各国は、グアイド議長の新大統領就任宣言に対し、マドゥロ体制支持を改めて表明し、米国の経済制裁を批判しているが、ベネズエラの支払能力に対する警戒感も強めており、追加的に金融支援の手を差し伸べるかは不透明だ。

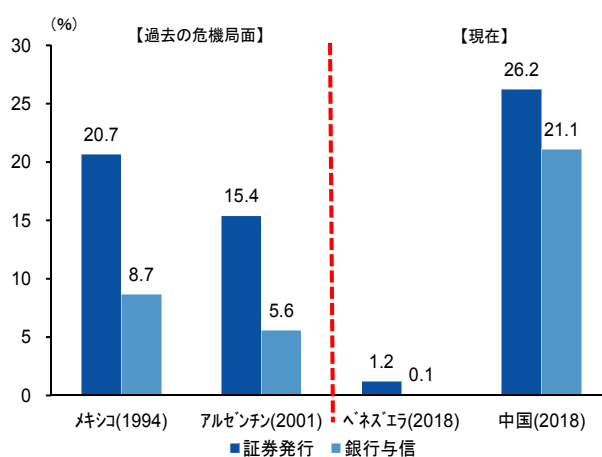
中国は、マドゥロ大統領二期目の就任式に当たり、相互支援を強化することを確認しているが、新規の金融支援には明らかに慎重になっている。2007年の「中国ベネズエラ共同基金」設立以降、中国は2016年までに累計622億ドルをベネズエラに融資してきたが、2017年は2008年以来初めて新規融資を

図表5 国債・PDVSA債価格の推移



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表6 新興国の国際銀行与信・証券発行



(注) 証券発行は、国際資本市場における新興国の発行額に占めるシェア。銀行与信は、新興国向け国際銀行与信残高に占めるシェア。() は年、12月末時点。2018年は9月末。

(資料) 国際決済銀行 (BIS) より、みずほ総合研究所作成

実行しなかった（Inter-American Dialogue調査）。2018年9月、ベネズエラ政府は新規石油事業向けの融資50億ドルで中国と合意したと一方的に発表した。中国政府からの公式発表はない。

ロシアは、ベネズエラへの支援継続を表明している。2018年12月の、マドゥロ、プーチン両大統領の首脳会談では、ロシアによる石油・ガスプロジェクト（約50億ドル）、金鉱プロジェクト（約10億ドル）の投資等で合意したとベネズエラ政府は発表している。また両国は、石油開発以外にも軍事面でのつながりを深めている。ロシアはカリブ海に戦略航空機配備を計画しているとされ、2018年12月にはロシアの核搭載可能な戦略爆撃機がベネズエラに着陸した。ロシアのストルチャク財務次官は、米国の制裁発動によりロシア向け債務の返済が困難になるとの見通しを示しているが（1月29日）、2017年11月に実施されたような二国間債務の再編（31.5億ドル）に応じるかは明らかではない。

トルコは、ベネズエラ国内で採掘された金鉱石の精製の委託等を通じて二国間関係を強化している。米政府は、ベネズエラの金部門との取引に対する制裁を発動（2018年11月）しており、直接的には米国内に対する措置だが、ベネズエラのトルコ向け金輸出をけん制する意図もあるとみられる。エルドアン大統領は、マドゥロ大統領に抗戦を呼びかけているが、金融支援を行う意思があるのかは不透明である。

中国・ロシア・トルコ等の金融支援が得られず、全面的なデフォルトに陥った場合、打開策を持たないマドゥロ政権の体制維持は困難になる。もっとも、ベネズエラのデフォルトによる、国際金融市場への影響は、限定的であると考えられる。国際証券発行に占めるベネズエラのシェアは1.2%、ベネズエラ向けの国際銀行与信シェアは0.1%にとどまり、過去の中南米債務危機の震源となったメキシコ、アルゼンチンや、近年国際金融市場での資金調達を急拡大している中国等に比べ、ベネズエラの実感度は圧倒的に小さい（図表6）。新興国の過剰債務の調整圧力に対する警戒感は根強いが、ベネズエラの実況は特異であり、すでにデフォルトは織り込み済みと考えられることから、ベネズエラが新興国の債務危機の引き金を引くとは想定しにくい。

4. おわりに

米国の経済制裁強化により対外債務再編が一段と困難になり、マドゥロ政権に対する退陣圧力はかつてなく強まっている。野党勢力は国民議会選挙で勝利した後、一枚岩になりきれず、体制転換の機会を逸し続けており、予断は許さないが、ベネズエラが大きな転機を迎えていることは間違いない。

マドゥロ政権が退陣し、民主的な選挙により選ばれた政権に移行したとしても、その後の道のりは険しい。今のところ、野党はグアイド議長支持で一致しているが、次期政権の構成や政策運営は極めて不透明である。左派政権からの政権交代を実現したアルゼンチンの中道右派マクリ政権が、構造改革を推進し国際金融市場に復帰したものの、米国の利上げ等で外部環境が悪化するなか対外面の脆弱性が嫌気されて通貨急落に見舞われ、IMFの金融支援要請を余儀なくされたことは記憶に新しい。ベネズエラ経済が抱える構造的な歪みはより大きく、その克服は容易ではないと考えられる。

¹ マドゥロ政権は、米国との断交を発表し（1月23日）、72時間以内の米外交官国外退去を要請したが、後に撤回し30日の猶予を設けている。

² CITGO株式の50.1%が2020年償還PDVSA債、残り49.9%がロシア国営石油会社・ロスネフチからの借入の担保となっている。ガイド議長がCITGOの経営陣交代を急いでいるのは、同債券のデフォルトにより担保となっているCITGO資産が差し押さえられることを警戒しているためとも報じられている（1月28日付けロイター）。

³ ガイド議長は、メイ英首相およびイングランド銀行（BOE）に対し、BOEが保管するベネズエラの金資産の凍結（12億ドル相当）を要請している（1月26日）。

⁴ ベネズエラ政府は、米石油メジャーConocoPhillipsに資産接収に関する補償金20億ドルを支払うことで合意（2018年8月）したほか、カナダ鉱山会社Crystallexに鉱山国有化に関する補償金12億ドルを支払うことで合意（2018年11月）。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。